

2026/465

27.2.2026

REGLAMENTO DELEGADO (UE) 2026/465 DE LA COMISIÓN**de 17 de noviembre de 2025****por el que se completa la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación para especificar las características de los instrumentos de gestión de la liquidez****(Texto pertinente a efectos del EEE)**

LA COMISIÓN EUROPEA,

Visto el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea,

Vista la Directiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2011, 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⁾, y en particular su artículo 16, apartado 2 *decies*, párrafo segundo,

Considerando lo siguiente:

- (1) Para proteger a los inversores y contener los efectos indirectos, una suspensión debe aplicarse de manera simultánea y por el mismo período de tiempo a las suscripciones, las recompras y los reembolsos.
- (2) Para proteger a los inversores existentes y gestionar el flujo de nuevas inversiones en un FIA, los GFIA deben poder restringir las suscripciones, al tiempo que siguen permitiendo recompras y reembolsos por parte de los inversores existentes (cierre parcial o *soft closure*). No obstante, este cierre parcial de un FIA no debe considerarse uno de los instrumentos de gestión de la liquidez a que se refiere el anexo V de la Directiva 2011/61/UE, ya que no sirve para gestionar los riesgos de liquidez ni para hacer frente a la presión de reembolso en condiciones de tensión en el mercado.
- (3) Teniendo en cuenta los objetivos de inversión y las políticas de reembolso de un FIA, el umbral para activar un bloqueo de reembolso debe determinarse o bien a nivel del FIA («bloqueo a nivel del fondo») o bien a nivel de los inversores («bloqueo a nivel del inversor»), o como una combinación de ambos. En consonancia con las orientaciones de la Organización Internacional de Comisiones de Valores para la gestión del riesgo de liquidez de los fondos de tipo abierto ⁽²⁾, la determinación del umbral de activación de un bloqueo a nivel del fondo debe tener en cuenta las órdenes de reembolso netas o brutas agregadas de cada FIA para una fecha de negociación determinada o durante un período determinado. Además, el umbral de activación debe expresarse como un porcentaje del valor liquidativo del FIA, como un valor monetario, como un porcentaje de los activos líquidos a que se refiere el artículo 50, apartado 1, de la Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo ⁽³⁾, o como una combinación de lo anterior. Para mitigar la ventaja del pionero que pueda dar lugar a problemas de protección de los inversores, y para contabilizar los FIA de tipo abierto con una cantidad limitada de inversores profesionales, el umbral de activación de un bloqueo a nivel del inversor debe tener en cuenta las órdenes de reembolso individuales de cada inversor en el FIA y expresarse como un porcentaje de las participaciones de un inversor en el FIA o como un porcentaje del valor liquidativo del FIA y compararse con la orden de reembolso de dicho inversor. Cuando se supere el umbral de activación, los GFIA deben tener la posibilidad de activar bloqueos de reembolso o seguir ejecutando órdenes de reembolso, teniendo en cuenta la liquidez del FIA, las condiciones del mercado y el mejor interés de los inversores.
- (4) Cuando corresponda, de acuerdo con los objetivos de inversión y la política de reembolso del FIA, los GFIA deben poder activar un bloqueo de reembolso combinado que incluya elementos de un bloqueo a nivel del inversor y a nivel del fondo.

⁽¹⁾ DO L 174 de 1.7.2011, p. 1, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2011/61/oj>.

⁽²⁾ IOSCO, *Guidance for Open-end Funds for Effective Implementation of the Recommendations for Liquidity Risk Management* [«Orientaciones para los fondos de tipo abierto sobre la aplicación eficaz de las recomendaciones para la gestión del riesgo de liquidez», documento en inglés], mayo de 2025, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD799.pdf>.

⁽³⁾ Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) (DO L 302 de 17.11.2009, p. 32, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2009/65/oj>).

- (5) Para garantizar el trato justo de los inversores, los GFIA que activen bloqueos de reembolso deben poder tratar la parte no ejecutada de las órdenes de reembolso sobre la base de condiciones predeterminadas que se hayan comunicado a los inversores. Estas condiciones podrán incluir la transferencia automática de la parte no ejecutada de las órdenes de reembolso a la siguiente fecha de negociación, con o sin prioridad sobre las órdenes de reembolso cursadas en una fecha de negociación posterior, o la cancelación de las órdenes de reembolso no ejecutadas.
- (6) Para proteger a los inversores y preservar la estabilidad del mercado durante períodos de tensión o actividades de reembolso inusuales, los GFIA podrán activar la prórroga de los plazos de preaviso. En función del objetivo de inversión y de la política de reembolso del FIA, el plazo de preaviso prorrogado podrá ser un número específico de días, semanas o meses, o una fecha fija anterior a la fecha de reembolso. Cuando proceda, de acuerdo con la estrategia de inversión y la política de reembolso del FIA, el plazo mínimo de preaviso que los inversores deben dar a un GFIA cuando deseen un reembolso de sus participaciones o acciones podrá ser igual a cero. Aun así, el GFIA debe seguir teniendo la posibilidad de seleccionar y, en su caso, activar la prórroga de los plazos de preaviso ampliándolo más allá del plazo de preaviso de cero días.
- (7) Dado que el proceso de liquidación no suele estar controlado por el GFIA, no debe incluirse en el plazo de preaviso prorrogado.
- (8) Para proteger a los inversores, la prórroga de los plazos de preaviso no debe afectar a la frecuencia de reembolso del FIA.
- (9) En consonancia con las orientaciones de la Organización Internacional de Comisiones de Valores para la gestión del riesgo de liquidez de los fondos de tipo abierto, y para garantizar que los inversores existentes o restantes en un FIA no se vean afectados negativamente por los costes de liquidez causados por las suscripciones y los reembolsos, los instrumentos de gestión de la liquidez contra la dilución, a saber, las comisiones de reembolso, los ajustes del valor liquidativo, el régimen de precios dobles y los gravámenes de protección contra la dilución, deben repercutir el coste estimado de la liquidez a los inversores que realicen suscripciones y soliciten reembolsos. Los costes de liquidez consisten en los costes de transacción explícitos e implícitos de las suscripciones o los reembolsos, en particular cualquier impacto significativo en el mercado. Un GFIA que active un instrumento de gestión de la liquidez contra la dilución debe tener en cuenta los costes de transacción explícitos estimados. Cuando proceda, de acuerdo con la estrategia de inversión del FIA, el GFIA también debe tener en cuenta los costes de transacción implícitos, incluido cualquier impacto significativo que tengan en el mercado las compras o ventas de activos para satisfacer las órdenes de reembolso. Para tener en cuenta la diversidad de activos subyacentes de los FIA, cuando la información para el cálculo de los costes de transacción implícitos, en particular el impacto significativo en el mercado, no esté disponible o no sea fiable, dichos costes de transacción deben estimarse con el mayor grado de precisión posible.
- (10) A fin de cubrir el coste de la liquidez generado por los inversores que solicitan el reembolso, los partícipes o accionistas deben abonar al FIA comisiones de reembolso en el momento del reembolso de sus participaciones o acciones. Al aplicar comisiones de reembolso, un GFIA debe poder deducir dichas comisiones de reembolso del importe abonado a los inversores que solicitan el reembolso.
- (11) En lo que respecta al ajuste del valor liquidativo, un GFIA debe determinar un factor de fluctuación que se utilizará para ajustar el valor liquidativo de las participaciones o acciones del FIA que gestiona. Para garantizar que todos los inversores que realizan suscripciones y solicitan reembolsos paguen o reciban el mismo precio al adquirir o solicitar el reembolso de participaciones o acciones de un FIA, el valor liquidativo publicado de las participaciones o acciones de dicho FIA debe ser el valor liquidativo después de aplicar el factor de fluctuación.
- (12) Para garantizar el trato justo de los inversores y mitigar los efectos de dilución causados por los costes de transacción derivados de la suscripción o el reembolso por parte de los inversores, un GFIA que haga uso del ajuste del valor liquidativo debe tener derecho a ajustar el valor liquidativo de las participaciones o acciones del FIA que gestione en cada fecha de negociación (lo que se conoce como «ajuste total» o *full swing*) o solo cuando las suscripciones o reembolsos netos sean superiores a un umbral predeterminado (lo que se conoce como «ajuste parcial» o *partial swing*). En ambos tipos de ajustes, la dirección del ajuste (es decir, si el factor de fluctuación se suma al valor liquidativo de las participaciones o acciones del FIA o si se deduce de este) viene determinada por la actividad neta de capital de la fecha de negociación. Por lo tanto, en una fecha de negociación determinada con suscripciones netas, el factor de fluctuación debe sumarse al valor liquidativo de las participaciones o acciones del FIA, que se ajustarán al alza. En el escenario opuesto, en una fecha de negociación determinada con reembolsos netos, debe deducirse un factor de fluctuación del valor liquidativo de las participaciones o acciones del FIA, que se ajustarán a la baja. Para garantizar el trato justo de y facilitar el uso del ajuste del valor liquidativo tanto en condiciones normales como en condiciones de tensión en el mercado, en ambos tipos de ajustes los GFIA deben tener la posibilidad de decidir si tienen un único factor de fluctuación o si aplican factores de fluctuación según el tamaño de la actividad neta de capital (lo que se suele denominar «enfoque escalonado») u otras modalidades, como los enfoques mixtos.

- (13) Las características del régimen de precios dobles deben abordar su metodología de cálculo. Para tener en cuenta la diversidad de las estrategias de inversión y las políticas de reembolso, y en consonancia con las recomendaciones internacionales, los GFIA deben plantearse dos métodos de cálculo alternativos para el régimen de precios dobles: o bien calcular dos valores liquidativos distintos que incorporen respectivamente los precios de oferta y de demanda de los activos, o bien establecer un diferencial ajustable en torno al valor liquidativo de sus participaciones o acciones.
- (14) Para proteger a los inversores que permanezcan en el FIA frente al impacto de dilución de las suscripciones o los reembolsos potencialmente significativos, un GFIA que active el gravamen de protección contra la dilución deberá aplicar dicho gravamen a los inversores que soliciten el reembolso en caso de reembolsos netos y a los inversores que realicen suscripciones en caso de suscripciones netas.
- (15) Los GFIA deben poder activar el reembolso en especie para evitar la venta de bloques considerables de valores en respuesta a órdenes de reembolso, cuando dicha venta pueda dar lugar a costes de transacción significativos y a repercusiones en los precios de mercado para los accionistas o partícipes del FIA que gestione.
- (16) Los participantes autorizados y los creadores de mercado, tal como se definen en el artículo 4, apartado 1, punto 7, de la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo (*), desempeñan funciones esenciales para las operaciones cotidianas de los FIA cotizados. El papel de los participantes autorizados y de los creadores de mercado incluye adquirir o vender participaciones o acciones de un FIA cotizado en el mercado secundario, asistir al gestor del FIA cotizado en la ejecución de órdenes, y garantizar la continuidad de la liquidez y la negociación en el mercado secundario. Como parte de la actividad de negociación habitual de un FIA cotizado, la entrega total o parcial de valores subyacentes mantenidos por un FIA cotizado, o en su nombre, a participantes autorizados y creadores de mercado para satisfacer las órdenes de reembolso no debe considerarse una activación del reembolso en especie como instrumento de gestión de la liquidez a que se refiere el anexo V, punto 8, de la Directiva 2011/61/UE, ya que dicha operación no está relacionada con la gestión de la liquidez de la cartera de un FIA cotizado.
- (17) A fin de mitigar los riesgos de liquidez en relación con los activos del FIA cuyas características económicas o jurídicas hayan cambiado significativamente o se hayan vuelto inciertos debido a circunstancias excepcionales, un GFIA debe poder activar carteras separadas de activos ilíquidos mediante segregación contable o separación física.
- (18) Cuando mantener una cartera separada de activos ilíquidos dentro de la estructura del fondo existente redunde en interés del FIA y de sus inversores, un GFIA debe poder crear dicha cartera mediante segregación contable. En tal caso, los activos cuyas características económicas o jurídicas hayan cambiado significativamente o se hayan vuelto inciertos debido a circunstancias excepcionales deben asignarse a una clase de acciones específica del FIA.
- (19) Cuando redunde en interés del FIA aislar físicamente los activos cuyas características económicas o jurídicas hayan cambiado significativamente o se hayan vuelto inciertos debido a circunstancias excepcionales, el GFIA debe poder crear una cartera separada de activos ilíquidos mediante separación física. En tal caso, los activos afectados deben permanecer en el FIA original o transferirse a un nuevo FIA.
- (20) A fin de proteger a los inversores y mitigar el riesgo de contagio al resto del FIA, las carteras separadas de activos ilíquidos deben cerrarse a efectos de suscripciones, recompras y reembolsos. No obstante, cuando así redunde en interés de los inversores, independientemente de que la cartera separada de activos ilíquidos se cree mediante segregación contable o separación física, un GFIA debe poder enajenar o liquidar dicha cartera en nombre del FIA que gestione y distribuir cualquier producto a los inversores finales de manera proporcional a su participación en ella.
- (21) En aras de la seguridad jurídica y la coherencia con la Directiva 2011/61/UE, en el caso de los FIA constituidos después de la fecha de aplicación del presente Reglamento, este debe aplicarse a partir del 16 de abril de 2026. El cumplimiento del presente Reglamento requeriría cambios en la documentación del fondo y una actualización de los procesos y la infraestructura técnica existentes de los GFIA y los FIA para apoyar la activación de los instrumentos de gestión de la liquidez seleccionados. Por consiguiente, es necesario establecer un período transitorio de un año para los FIA constituidos antes de la fecha de aplicación del presente Reglamento, a fin de que puedan adaptarse al nuevo régimen. No obstante, dichos FIA deben tener la posibilidad de someterse al presente Reglamento a partir de su fecha de aplicación, es decir, a partir del 16 de abril de 2026.

(*) Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE (DO L 173 de 12.6.2014, p. 349, ELI: <http://data.europa.eu/eli/dir/2014/65/oj>).

- (22) El presente Reglamento se basa en los proyectos de normas técnicas de regulación presentados por la Autoridad Europea de Valores y Mercados a la Comisión.
- (23) La Autoridad Europea de Valores y Mercados ha llevado a cabo una consulta pública abierta sobre los proyectos de normas técnicas de regulación en que se basa el presente Reglamento, ha analizado los costes y beneficios potenciales conexos y ha recabado el asesoramiento del Grupo de Partes Interesadas del Sector de los Valores y Mercados, establecido de conformidad con el artículo 37 del Reglamento (UE) n.º 1095/2010 del Parlamento Europeo y del Consejo ⁽⁵⁾.

HA ADOPTADO EL PRESENTE REGLAMENTO:

Artículo 1

Suspensión de suscripciones, recompras y reembolsos

1. Un GFIA suspenderá las suscripciones, recompras y reembolsos simultáneamente, durante el mismo período y para todos los inversores del FIA.

Un GFIA no suspenderá los reembolsos sin suspender al mismo tiempo las suscripciones y las recompras.

2. La suspensión de suscripciones, recompras y reembolsos será temporal, estará estrictamente limitada al período necesario para hacer frente a las circunstancias excepcionales que justifiquen dicha suspensión y solo podrá aplicarse cuando esté debidamente justificada por redundar en interés de los inversores.

3. En el caso de un FIA con múltiples clases de acciones, la suspensión de suscripciones, recompras y reembolsos se aplicará a todas las clases de acciones de dicho FIA.

Artículo 2

Bloqueos de reembolso

1. Un GFIA que decida activar bloqueos de reembolso lo hará de manera uniforme para todos los inversores del FIA.
2. Un bloqueo de reembolso tendrá un umbral de activación por debajo del cual no podrá activarse.

El umbral de activación se establecerá con una de las siguientes modalidades:

- a) a nivel del FIA («bloqueo a nivel del fondo»);
 - b) a nivel de los inversores («bloqueo a nivel del inversor»);
 - c) como una combinación de ambos.
3. Cuando el umbral de activación se fije de conformidad con el apartado 2, párrafo segundo, letra a), se basará en el total de órdenes de reembolso netas o brutas del FIA recibidas para una fecha de negociación determinada o a lo largo de un período determinado y se expresará de uno de los siguientes modos:
- a) como un porcentaje del valor liquidativo del FIA;
 - b) como un valor monetario;
 - c) como un porcentaje de los activos líquidos a que se refiere el artículo 50, apartado 1, de la Directiva 2009/65/CE;
 - d) como una combinación de las letras a), b) o c).

⁽⁵⁾ 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 (DO L 331 de 15.12.2010, p. 84, ELI: <http://data.europa.eu/eli/reg/2010/1095/oj>).

4. Cuando el umbral de activación se fije a nivel del inversor de conformidad con el apartado 2, párrafo segundo, letra b), se basará en las órdenes de reembolso brutas cursadas individualmente por cada partícipe o accionista para una fecha de negociación determinada o a lo largo de un período determinado y se expresará de uno de los siguientes modos:

- a) como un porcentaje de las participaciones de un partícipe o accionista en el FIA;
- b) como un porcentaje del valor liquidativo del FIA.

5. Un GFIA que decida activar un bloqueo de reembolso deberá ejecutar, de forma proporcional, las órdenes de reembolso de todos los inversores del FIA correspondientes a una fecha de negociación determinada, por un importe que corresponda al menos al nivel del umbral de activación.

Artículo 3

Prórroga de plazos de preaviso

1. El plazo de preaviso prorrogado abarcará el período comprendido entre la recepción de la orden de reembolso por el GFIA y su ejecución.

El plazo de preaviso prorrogado no incluirá el tiempo necesario para el proceso de liquidación.

2. La prórroga del plazo de preaviso no afectará a la frecuencia de reembolso del FIA.

Artículo 4

Comisiones de reembolso

1. El intervalo predeterminado de comisiones de reembolso tendrá en cuenta los costes de transacción explícitos estimados. Cuando corresponda, de acuerdo con la estrategia de inversión del FIA, el intervalo predeterminado de comisiones de reembolso también tendrá en cuenta los costes de transacción implícitos, en particular cualquier impacto significativo que tengan en el mercado las ventas de activos para hacer frente a dichos reembolsos. Estos costes de transacción implícitos se estimarán con el mayor grado de precisión posible.

2. Las comisiones de reembolso se expresarán como un porcentaje de las órdenes de reembolso brutas, como un valor monetario o como una combinación de ambas. El nivel de las comisiones de reembolso podrá variar en función de la magnitud de la orden de reembolso.

3. A efectos del apartado 1 del presente artículo y de los artículos 5, 6 y 7, se entenderá por «costes de transacción explícitos» aquellos costes soportados directamente por un FIA por la adquisición o enajenación de activos que sean estables y cuantificables antes de la operación. Estos costes podrán incluir comisiones de corretaje, gravámenes comerciales, impuestos y comisiones de liquidación.

Por «costes de transacción implícitos» se entenderán aquellos costes soportados de forma indirecta por el FIA al adquirir o enajenar activos, que surgen principalmente del diferencial comprador-vendedor y del impacto en el mercado. Estos costes de transacción implícitos pueden variar en función del tipo de activos subyacentes y de las condiciones del mercado.

Artículo 5

Ajuste del valor liquidativo

1. El factor de fluctuación incluirá los costes de transacción explícitos estimados a que se refiere el artículo 4, apartado 3, párrafo primero. Cuando corresponda, de acuerdo con la estrategia de inversión del FIA, el factor de fluctuación incluirá también los costes de transacción implícitos a que se refiere el artículo 4, apartado 3, párrafo segundo, especialmente cualquier impacto significativo que tengan en el mercado las compras o ventas de activos, para hacer frente a dichas suscripciones o reembolsos. Estos costes de transacción implícitos se estimarán con el mayor grado de precisión posible.

2. El factor de fluctuación se expresará como porcentaje del valor liquidativo de las participaciones o acciones del FIA.

3. Un GFIA podrá aplicar un ajuste del valor liquidativo cuando exista una diferencia entre las órdenes de reembolso y las órdenes de suscripción («ajuste total») o cuando la diferencia supere un umbral de activación predefinido («ajuste parcial»). En cualquiera de los dos casos:
 - a) cuando la diferencia entre las órdenes de reembolso y las órdenes de suscripción en una fecha de negociación determinada dé lugar a reembolsos netos, el factor de fluctuación se deducirá del valor liquidativo de las participaciones o acciones del FIA;
 - b) cuando la diferencia entre las órdenes de reembolso y las órdenes de suscripción en una fecha de negociación determinada dé lugar a suscripciones netas, el factor de fluctuación se sumará al valor liquidativo de las participaciones o acciones del FIA.
4. El ajuste del valor liquidativo puede incluir diferentes factores de fluctuación correspondientes a diferentes umbrales de activación.

Artículo 6

Régimen de precios dobles

1. Un GFIA que active un régimen de precios dobles utilizará a tal efecto uno de los siguientes métodos de cálculo:
 - a) cálculo de dos valores liquidativos:
 - i) un valor liquidativo para las suscripciones, determinado sobre la base de los precios de venta de los activos mantenidos por el FIA;
 - ii) un valor liquidativo para los reembolsos, calculado sobre la base de los precios de compra de los activos mantenidos por el FIA;
 - b) cálculo de un solo valor liquidativo para los inversores que realizan suscripciones y solicitan reembolsos.
2. Para los dos métodos de cálculo a que se refiere el apartado 1, los costes de liquidez por los que se ajuste el valor liquidativo por acción o participación incluirán los costes de transacción explícitos estimados a que se refiere el artículo 4, apartado 3, párrafo primero. Cuando corresponda, de acuerdo con la estrategia de inversión del FIA, dichos costes de liquidez incluirán también los costes de transacción implícitos a que se refiere el artículo 4, apartado 3, párrafo segundo, especialmente cualquier impacto significativo que tengan en el mercado las compras o ventas de activos para hacer frente a dichas suscripciones o reembolsos. Estos costes de transacción implícitos se estimarán con el mayor grado de precisión posible.

Artículo 7

Gravamen de protección contra la dilución

1. Los gravámenes de protección contra la dilución incluirán los costes de transacción explícitos estimados a que se refiere el artículo 4, apartado 3, párrafo primero. Cuando corresponda, de acuerdo con la estrategia de inversión del FIA, los gravámenes de protección contra la dilución incluirán también los costes de transacción implícitos a que se refiere el artículo 4, apartado 3, párrafo segundo, especialmente cualquier impacto significativo que tengan en el mercado las compras o ventas de activos para hacer frente a dichas suscripciones o reembolsos. Estos costes de transacción implícitos se estimarán con el mayor grado de precisión posible.
2. Los gravámenes de protección contra la dilución se expresarán de una de las siguientes maneras:
 - a) un porcentaje de las órdenes de suscripción o reembolso;
 - b) un valor monetario.
3. Un GFIA podrá activar gravámenes de protección contra la dilución cuando, en una fecha de negociación determinada:
 - a) el importe agregado de órdenes de reembolso sea superior al de las órdenes de suscripción, dando lugar a reembolsos netos;
 - b) el importe agregado de las órdenes de suscripción sea superior al de las órdenes de reembolso, dando lugar a suscripciones netas.

A efectos de la letra a), el gravamen de protección contra la dilución se deducirá del importe abonado a los inversores que solicitan el reembolso.

A efectos de la letra b), el gravamen de protección contra la dilución se repercutirá a los inversores que realizan la suscripción.

*Artículo 8***Reembolsos en especie**

1. El reembolso en especie corresponderá a la transferencia de activos mantenidos por el FIA para satisfacer las órdenes de reembolso de los inversores, en lugar de efectivo. La transferencia de activos a los inversores puede ser directa o indirecta a través de intermediarios.
2. No se considerará una activación del reembolso en especie a que se refiere el punto 8 del anexo II bis de la Directiva 2011/61/UE la entrega, en el marco de las actividades regulares de negociación de un FIA cotizado, de la totalidad o una parte de los valores subyacentes mantenidos por el FIA cotizado, o en su nombre, a un participante autorizado o un creador de mercado para satisfacer las órdenes de reembolso.

*Artículo 9***Carteras separadas de activos ilíquidos**

1. Una cartera separada de activos ilíquidos podrá adoptar una de las siguientes formas:
 - a) una clase de acción específica del FIA creada expresamente para aplicar la segregación contable de los activos cuyas características económicas o jurídicas hayan cambiado significativamente o se hayan vuelto inciertos debido a circunstancias excepcionales de los demás activos de dicho FIA («segregación contable»);
 - b) un FIA separado creado específicamente para separar los activos cuyas características económicas o jurídicas hayan cambiado significativamente o se hayan vuelto inciertos debido a circunstancias excepcionales de los demás activos de dicho FIA («separación física»).
2. A efectos de la cartera separada de activos ilíquidos a que se refiere el apartado 1, letra a), las nuevas suscripciones, recompras y reembolsos en clases de acciones distintas de la clase de acciones dedicadas a la cartera separada de activos ilíquidos se ejecutarán sobre la base del valor liquidativo del FIA, que se calculará tras excluir los activos sujetos a la segregación contable.

La clase de acciones de la cartera separada de activos ilíquidos estará cerrada a suscripciones, recompras y reembolsos.

3. Cuando un GFIA active una cartera separada de activos ilíquidos, conforme a lo descrito en el apartado 1, letra b), los activos cuyas características económicas o jurídicas hayan cambiado significativamente o se hayan vuelto inciertos debido a circunstancias excepcionales:
 - a) permanecerán en el FIA original, mientras que los demás activos se transferirán a un nuevo FIA o se transferirán mediante fusión a un FIA existente, o
 - b) se transferirán al nuevo FIA, mientras que los demás activos permanecerán en el FIA original.

La cartera separada de activos ilíquidos estará cerrada a suscripciones, recompras y reembolsos.

Cuando un GFIA active una cartera separada de activos ilíquidos de conformidad con el párrafo primero, letra a), gestionará el nuevo FIA de conformidad con la estrategia de inversión del FIA original.

Cuando un GFIA active una cartera separada de activos ilíquidos de conformidad con el párrafo primero, letra b), seguirá gestionando el FIA original de conformidad con su estrategia de inversión existente.

4. En el momento de la creación de una cartera separada de activos ilíquidos, se asignarán a cada inversor participaciones o acciones de dicha cartera de manera proporcional a su participación en el FIA original.

*Artículo 10***Disposición transitoria**

Hasta el 16 de abril de 2027, se considerará que los FIA constituidos antes del 16 de abril de 2026 cumplen lo dispuesto en el presente Reglamento. No obstante, dichos FIA podrán optar por someterse al presente Reglamento a partir del 16 de abril de 2026, siempre que el GFIA lo notifique a las autoridades competentes de su Estado miembro de origen.

*Artículo 11***Entrada en vigor y aplicación**

El presente Reglamento entrará en vigor a los veinte días de su publicación en el *Diario Oficial de la Unión Europea*.

Será aplicable a partir del 16 de abril de 2026.

El presente Reglamento será obligatorio en todos sus elementos y directamente aplicable en cada Estado miembro.

Hecho en Bruselas, el 17 de noviembre de 2025.

Por la Comisión

La Presidenta

Ursula VON DER LEYEN
