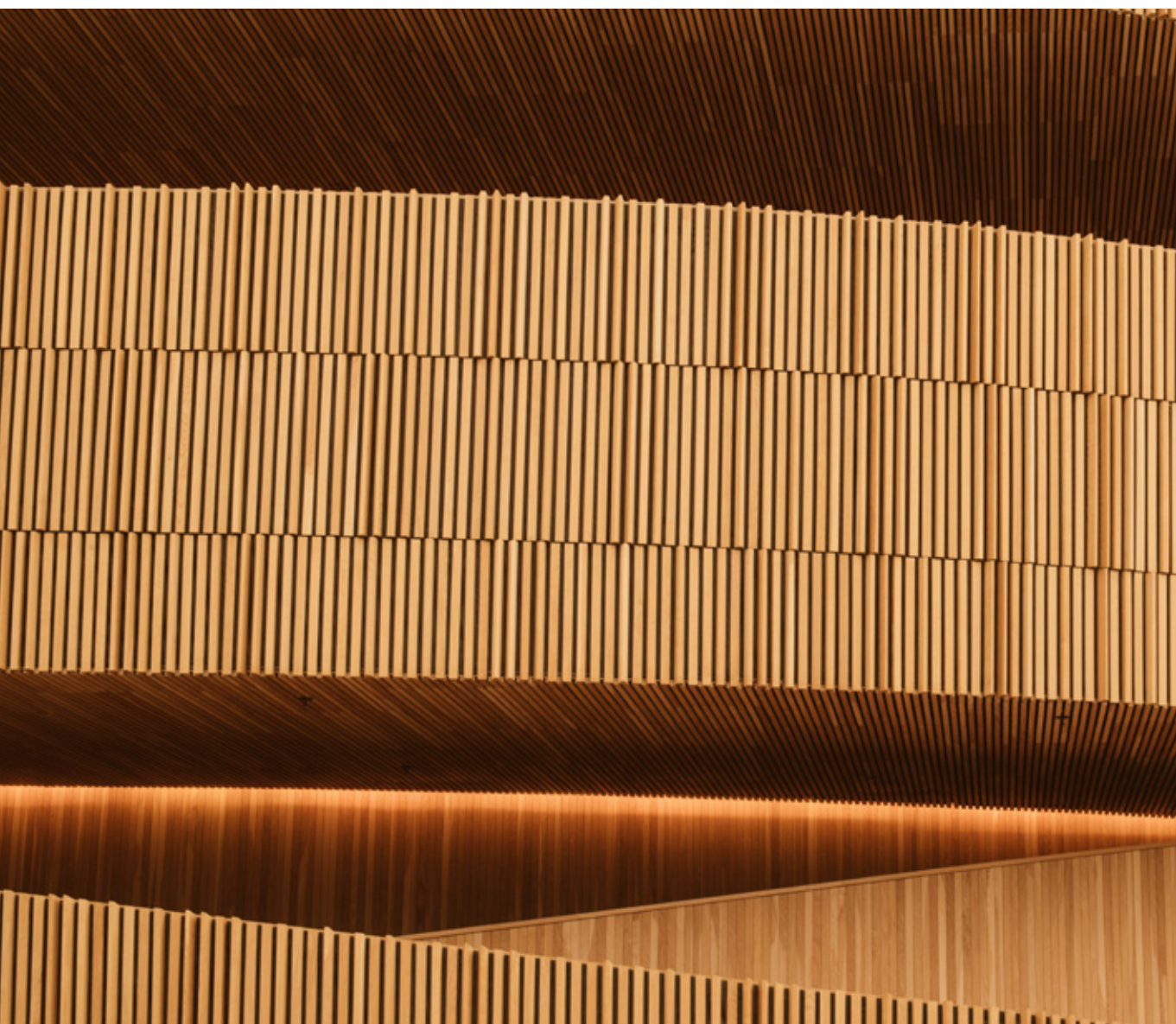




Guía de buenas prácticas entre inversores y entidades de capital privado

Septiembre de 2021
2ª edición





Este documento ha sido elaborado por Ascri y Cuatrecasas. La información o comentarios que se incluyen en él no constituyen asesoramiento alguno.

Los derechos de propiedad intelectual son titularidad de Ascri y Cuatrecasas. Queda prohibida la reproducción en cualquier medio, la distribución, la cesión y cualquier otro tipo de utilización de este documento, ya sea en su totalidad, ya sea de forma extractada, sin la previa autorización de los autores.

La primera edición de este documento se llevó a cabo en diciembre de 2018.

Prólogo

Uno de los objetivos fundacionales de Ascri es el desarrollo de la industria del Capital Privado. En este sentido, en la actualidad de expansión del sector y de incorporación de nuevos inversores hemos considerado conveniente la preparación de forma coordinada entre nuestros socios gestores y nuestros socios inversores, con la inestimable colaboración de Cuatrecasas, de este manual de buenas prácticas. El objetivo inmediato es facilitar la interlocución entre gestores e inversores. Somos un sector en cuya esencia está la unión de intereses entre todas las partes y este documento pretende ser una guía para que puedan organizar su relación de una manera constructiva y teniendo presentes todos aquellos elementos necesarios para mantener ese alineamiento a largo plazo. Todo ello sin sustituir en ningún caso la capacidad negociadora de las partes, puesto que cada situación es única y diferente. Confiamos que de esta forma facilitemos dicha negociación y sobre todo creemos un marco de referencia que dé confianza especialmente a aquellos actores que se incorporan por primera vez al sector. Agradecemos a Cuatrecasas la gran labor realizada en la elaboración de esta guía.

Miguel Zurita, Presidente de ASCRI.
Managing Partner y Co-CIO de Altamar Capital Partners

Jose Zudaire, Director General de Ascri

La publicación de la guía de buenas prácticas supone un hito importante en la industria del capital privado en nuestro país y refleja la madurez del sector, que ha sabido plasmar en este documento las bases para la negociación entre los inversores y los gestores, de una manera práctica y constructiva, alineando los intereses de ambos y fomentando la transparencia para los inversores. Desde Cuatrecasas queremos, por un lado, felicitar a Ascri por la iniciativa y la valentía de poner en marcha este proyecto transversal y, por otro, agradecer a la asociación que nos haya permitido participar en el grupo de trabajo, enriqueciendo nuestro conocimiento en un sector estratégico para nuestra firma. La industria de fondos de capital privado permite la canalización del ahorro a la economía real de los países a través de una gestión profesional e independiente, esperamos que la guía ayude a su crecimiento y a la incorporación de nuevos participantes a la misma.

Rafael Fontana, Presidente de Cuatrecasas

Jorge Badía, Director General de Cuatrecasas

¿Quiénes somos?



CUATRECASAS



Imagina una nueva abogacía



Talento

Un equipo multidisciplinar y diverso, de más de 1.500 profesionales y 24 nacionalidades.



Cercanía

Máxima presencia en la Península Ibérica y una red de 27 oficinas en 12 países.



Experiencia

Un siglo de experiencia asesorando a empresas líderes en su día a día y en sus operaciones más destacadas.



Innovación

Reconocimiento internacional por un estilo innovador de ejercer la abogacía.

Firma más innovadora de Europa continental



**INNOVATIVE
LAWYERS2018**
AWARD WINNER

Índice

INTRODUCCIÓN	9
BLOQUE I. ALINEACIÓN DE INTERESES	
1. Compromiso del gestor	10
2. Duración del fondo	11
3. Comisión de gestión	12
4. Derechos económicos de las participaciones del gestor (<i>carried interest</i>)	13
5. Reinversión	14
6. Beneficios recibidos de inversiones subyacentes (<i>investment related fees</i>)	14
7. Gastos de constitución y gastos operativos	15
8. Coinversión (con el gestor)	15
9. Coinversión (con los inversores)	16
10. Información periódica	17
BLOQUE II. GOBERNANZA	
11. Comité de supervisión	18
12. Cese del gestor	19
13. Cláusulas de ejecutivos clave	20
14. Política de inversión	21
15. Política de financiación	21
16. Modificación de los términos contenidos en los documentos del fondo	22
17. Comité de inversión	22
18. ESG (<i>environmental social and governance</i>)	23
BLOQUE III. TRANSPARENCIA	
19. Comisiones y gastos	24
20. <i>Side letters</i>	24
NOTAS	25



Introducción

Las entidades de capital privado –en sus múltiples formas (capital-riesgo, *venture capital*, inversión inmobiliaria, etc.)- tienen vocación de inversión a largo plazo. Precisamente, para dotar de estabilidad a dichas entidades, y a fin de que pueda cumplirse con la estrategia de inversión que plantean, resulta fundamental que entre los inversores y el equipo gestor exista una relación basada en la confianza, la transparencia y el equilibrio de intereses.

En este sentido, las estructuras sujetas a principios de buen gobierno permiten la alineación de todos los intereses subyacentes a la entidad de capital privado. Para la constitución de tales estructuras, se hace imprescindible la implementación de una serie de medidas que permitan prevenir y gestionar situaciones que puedan dar lugar a conflictos de interés entre las distintas partes involucradas.

La presente Guía plantea un conjunto de buenas prácticas y propuestas de actuación fundamentadas en los siguientes principios, cada uno de ellos tratados de forma separada en este documento:

- Alineación de intereses
- Buen gobierno
- Transparencia

Dichos principios deben ser considerados durante toda la vida de la entidad de capital privado, desde el proceso de captación de inversores (*fundraising*), constitución e inversión de activos hasta la desinversión de los mismos y la disolución y liquidación de la entidad.

Estos principios no pretenden, en ningún caso, sustituir o limitar la capacidad negociadora que puedan tener los gestores y los inversores en relación con el diseño y definición del gobierno de las correspondientes entidades.

La presente Guía está elaborada sobre la base de la normativa española aplicable.

En adelante, cada entidad de capital privado será referida como “**Fondo**”; el equipo gestor (o, en términos generales, la sociedad gestora del Fondo) será referido como el “**Gestor**” y los partícipes o accionistas del Fondo serán referidos como los “**Inversores**”.

BLOQUE I. ALINEACIÓN DE INTERESES

1. COMPROMISO DEL GESTOR

ASPECTOS RELEVANTES

Como principio básico para el gobierno del Fondo, es fundamental que los intereses del Gestor y de los Inversores se encuentren alineados.

Para ello, es necesario el compromiso del Gestor, tanto en términos de dedicación de tiempo al Fondo, como en términos económicos (en el sentido de los compromisos de inversión que suscriba personalmente en el propio Fondo).

Es habitual que, tras constituir el Fondo (y su cierre final), el Gestor constituya fondos con una política de inversión sustancialmente similar a la del Fondo (fondos sucesores). La constitución de este tipo de fondos sucesores debería regularse en el Reglamento de Gestión para asegurar que, en tales circunstancias, el Gestor sigue dedicando el tiempo necesario a la debida gestión del Fondo.

Asimismo, antes de la constitución del Fondo, es posible que el Gestor tuviese encomendada la gestión de otros fondos (fondos predecesores) –en los que pueden haber invertido previamente los Inversores del Fondo- que también exigen cierta dedicación al Gestor (normalmente, respecto de la debida realización de las desinversiones de dichos fondos predecesores).

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 1.1. El Gestor debe tener una dedicación al Fondo, los fondos predecesores y sucesores que represente una parte sustancial de sus actividades profesionales, con la posibilidad de regular en el Reglamento de Gestión un compromiso de dedicación sustancial al Fondo.

Para ello, el informe anual del Fondo deberá enumerar, al menos de forma genérica, las distintas actividades de la gestión del Fondo que se hayan realizado durante el año.

- 1.2. El Reglamento de Gestión debe establecer claramente en qué condiciones se podrá iniciar y desarrollar la constitución, la comercialización, y el periodo de inversión de un fondo sucesor, así como las normas de convivencia entre el Fondo y el fondo sucesor.

Debe también describir en qué medida la constitución del fondo sucesor afecta a la comisión de gestión del Fondo que percibe el Gestor.

No obstante, es recomendable que el Gestor no constituya un fondo sucesor hasta que termine el periodo de inversión del Fondo en cuestión, o hasta que se encuentre sustancialmente invertido en el porcentaje concreto indicado en el Reglamento de Gestión.

- 1.3. El Reglamento de Gestión puede prever el compromiso personal del Gestor de invertir en el propio Fondo, bien directamente o a través de un vehículo paralelo en régimen de coconversión -en condiciones equivalentes al resto de Inversores (*pari passu*)-. Ahora bien, esta inversión por parte del Gestor puede llegar a tener unos derechos económicos distintos de los Inversores (p.ej., derecho a percibir distribuciones en otros términos, en concepto de comisión de éxito del Gestor, reducción o exoneración en el pago de la comisión de gestión, etc.).
- 1.4. En caso de que en el Reglamento de Gestión se prevea el compromiso personal del Gestor de invertir en el propio Fondo, debería establecerse el límite mínimo de dicho compromiso. Dicho compromiso, además, debería materializarse en efectivo.

2. DURACIÓN DEL FONDO

ASPECTOS RELEVANTES

La duración del Fondo es una cuestión relevante a los efectos de alinear los intereses del Gestor y de los Inversores.

En este sentido, el período de captación de inversores no puede tener una duración indeterminada. Con ello, se pretende asegurar que el Gestor dedique tiempo suficiente a la gestión del Fondo y comience con dicha gestión de forma sustancial lo antes posible.

Por otro lado, en función de la política de inversión del Fondo, puede resultar difícil la inversión y la desinversión en los plazos inicialmente previstos, por lo que no es infrecuente el establecimiento de mecanismos de prórroga para extender la vida del Fondo, o más concretamente de los periodos de inversión o desinversión.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 2.1. El Gestor debe asegurar que el período de captación de inversores finalice en un plazo razonable después del primer cierre, el cual deberá fijarse en el Reglamento de Gestión del Fondo.
- 2.2. Para mantener la igualdad de trato y condiciones entre los Inversores, es posible prever el pago de una comisión de equalización (*equalization interest* o *equalization fee*) por parte de aquellos Inversores que se comprometan a invertir en el Fondo transcurrido un plazo razonable tras el primer cierre. La comisión de equalización puede ser un porcentaje sobre el importe ya desembolsado por los Inversores que fueron admitidos en cierres previos del Fondo.
- 2.3. La posibilidad de establecer una comisión de equalización se plantea como una compensación a favor de los Inversores que hayan entrado en cierres previos del Fondo, ya que con sus aportaciones habrían financiado los primeros desembolsos del Fondo, beneficiándose los Inversores posteriores.
- 2.4. En caso de existir excepciones al pago de comisiones de equalización para determinados Inversores, deberán establecerse en el Reglamento de Gestión las condiciones objetivas que deben reunir tales Inversores para la aplicación de dichas excepciones.
- 2.5. A los efectos de cálculo de la tasa interna de rentabilidad (TIR) del Fondo, se considerará que los Inversores que hayan entrado en cierres posteriores han sido admitidos en el primer cierre del Fondo.
- 2.6. La duración del Fondo debería permitir diferentes prórrogas con una extensión de un (1) año, siempre y cuando tales prórrogas se aprueben por la mayoría de los miembros del Comité de Supervisión, de los propios Inversores (en la correspondiente Junta de partícipes/accionistas) o del Gestor, siendo necesario que el Reglamento de Gestión determine claramente el mecanismo para la decisión. En todo caso, el Reglamento de Gestión debería prever un límite temporal máximo de las prórrogas.
- 2.7. En caso de no aprobarse la extensión de la vida del Fondo, el Gestor debe proceder a la liquidación del Fondo en los términos previstos en el Reglamento de Gestión, proporcionando al Inversor información sobre las condiciones en que se llevará a cabo dicha liquidación.
- 2.8. Cuando el Gestor considere la extensión de la vida del Fondo, deberá proporcionar a los Inversores información clara sobre las razones de dicha extensión, las condiciones en que ésta se llevará a cabo (incluyendo sus términos económicos, tales como posibles reducciones de la comisión de gestión), así como los mecanismos de aprobación de la extensión previstos en el Reglamento de Gestión.

3. COMISIÓN DE GESTIÓN

ASPECTOS RELEVANTES

Por su labor de gestión del Fondo, el Gestor tiene derecho a recibir una comisión de gestión, que será repercutida sobre el propio Fondo, y, por tanto, sufragada por los propios Inversores.

A fin de asegurar un equilibrio de intereses entre el Gestor y los Inversores, dicha comisión debe responder al compromiso asumido por el Gestor de desarrollar su labor de gestión del Fondo y debe establecerse de forma transparente en el Reglamento de Gestión.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 3.1. El Reglamento de Gestión debe establecer claramente los términos de la comisión de gestión, incluyendo su importe, forma de devengo y liquidación.
- 3.2. El Reglamento de Gestión deberá establecer además la base de cálculo de la comisión de gestión.
- 3.3. Una vez finalizado el periodo de inversión, o cualquier otro plazo razonable que se establezca en el Reglamento de Gestión, debería valorarse la posibilidad de modificar la base de cálculo de la comisión de gestión conforme a otras posibles fórmulas, sin perjuicio de que, en tal caso, lo más natural es que dicha base pase a ser el capital invertido por el Fondo. En caso de que la base de cálculo sea el capital invertido, dicha base deberá resultar minorada en el importe de las correspondientes desinversiones realizadas o las inversiones que hayan sido objeto de amortización (*write-off*), en la forma en que, en su caso, se establezca en el Reglamento de Gestión del Fondo.
- 3.4. La comisión de gestión debe estar en línea con una estructura razonable de costes y salarios del Gestor.
- 3.5. En la información periódica que se remita a los Inversores, debería indicarse información sobre la comisión de gestión recibida (o a percibir) por el Gestor, especificando la base sobre la cual se ha efectuado el cálculo.



4. DERECHOS ECONÓMICOS DE LAS PARTICIPACIONES DEL GESTOR (*CARRIED INTEREST*)

ASPECTOS RELEVANTES

En virtud del riesgo asumido por el Gestor con su inversión en el Fondo, sus participaciones pueden tener unos derechos económicos distintos (*carried interest*) a los del resto de Inversores, al quedar vinculados al nivel de ganancias de capital generadas para éstos.

Para ello, el Gestor tendrá que haber realizado una inversión, aunque sea mínima, en el Fondo.

Por lo general, el Gestor tiene derecho a una participación en los rendimientos del Fondo, pactada con los Inversores sobre las ganancias de capital generadas por el Fondo, una vez que se haya reembolsado a los Inversores tanto el total de desembolsos que hayan realizado, como un retorno preferente (*preferred return o hurdle rate*) en caso de que éste se haya pactado.

Esta participación en las ganancias de capital del Fondo se considera, generalmente, como el principal incentivo para el Gestor, por lo que una regulación adecuada de la misma es uno de los mecanismos esenciales para alinear los intereses del Gestor y de los Inversores.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 4.1. El Reglamento de Gestión debe garantizar que los derechos económicos de las participaciones del Gestor se estructuran de manera equilibrada para motivar e incentivar al Gestor y, a la vez, asegurar que los intereses de los Inversores quedan protegidos.
- 4.2. La participación del Gestor en los rendimientos del Fondo (distinta de la comisión de gestión) debería ser percibida por éste sólo en tanto los Inversores hayan recibido primero el importe de los desembolsos realizados y el retorno preferente (en su caso).
- 4.3. Podrá acordarse, en este sentido, que antes de que los Inversores y el Gestor se repartan las distribuciones que correspondan -tras la recepción por los Inversores de su capital y del retorno preferente-, el Gestor reciba un porcentaje de rentabilidad (*catch up*) sobre la base del retorno preferente que hubiesen podido percibir los Inversores.
- 4.4. Los informes anuales que se remitan a los Inversores deben detallar aspectos tales como la cantidad total devengada en favor del Gestor y la cantidad que debe distribuirse a los Inversores y al Gestor.
- 4.5. El Reglamento de Gestión debería abordar los casos en que el Gestor haya podido recibir un exceso de retribución. Esto se puede realizar a través de cláusulas de "*clawback*", en virtud de las cuales el Gestor puede ser requerido a devolver el excedente de retribución que haya podido recibir. Un mecanismo que puede asegurar dicha devolución es el uso de depósitos en garantía (*escrow account*), donde se depositaría al menos una parte de la retribución a la que el Gestor pudiera tener derecho.

5. REINVERSIÓN

ASPECTOS RELEVANTES

Cabe la posibilidad de que, a criterio del Gestor, las distribuciones que reciba el Fondo de las inversiones que realice se retengan en el propio Fondo, o que directamente se recuperen de los Inversores en caso de haber sido ya distribuidas a éstos. Esta posibilidad puede generar conflictos de interés entre el Gestor y los Inversores.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 5.1. En caso de que se prevea la posibilidad de realizar reinversiones de las distribuciones del Fondo, el Reglamento de Gestión deberá establecer las condiciones bajo las cuales dicha reinversión es posible.
- 5.2. Es recomendable que dichas reinversiones estén sujetas a limitaciones cuantitativas y temporales.

6. BENEFICIOS RECIBIDOS DE INVERSIONES SUBYACENTES (INVESTMENT RELATED FEES)

ASPECTOS RELEVANTES

Las compañías en las que se invierta pueden generar otros ingresos al Gestor, y también a otras entidades o personas relacionadas con el mismo (tales como empleados, socios, asesores u otras compañías de su mismo grupo).

Este tipo de ingresos pueden suponer una fuente de beneficios adicionales para el Gestor (y las personas relacionadas con el mismo) que deben ser convenientemente regulados en el Reglamento de Gestión.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 6.1. Debe facilitarse a los Inversores información clara sobre la naturaleza y origen de todos los honorarios satisfechos directa o indirectamente por las compañías subyacentes del Fondo, en interés del Gestor o cualquier entidad o persona relacionada con el mismo.
- 6.2. El tratamiento de estos ingresos debe ser específico para cada Fondo, por lo que el Reglamento de Gestión debería definir de forma clara qué debe entenderse por tales ingresos y qué tratamiento debe aplicarse a los mismos. Los informes anuales del Fondo también deberían proporcionar información sobre este aspecto.
- 6.3. En este sentido, el Reglamento de Gestión del Fondo puede establecer que, conforme a la práctica habitual en el mercado, los ingresos derivados de inversiones subyacentes recibidos por el Gestor, se compensen con la comisión de gestión, ya sea en su totalidad o en parte. En caso de preverse esta posibilidad, en la información periódica a los Inversores, debería incluirse el importe de la compensación aplicada en relación a los ingresos recibidos y la comisión de gestión. De este modo, se reflejaría el porcentaje de compensación aplicado.

7. GASTOS DE CONSTITUCIÓN Y GASTOS OPERATIVOS

ASPECTOS RELEVANTES

El proceso de captación de inversores y de constitución del Fondo puede resultar costoso, por lo que debería regularse convenientemente en el Reglamento de Gestión para que los Inversores puedan valorar su impacto en la rentabilidad.

Lo anterior procederá también en relación con los costes recurrentes del Fondo derivados de su gestión y funcionamiento.

Por ello, resulta fundamental un adecuado nivel de transparencia y el establecimiento de límites claros a la repercusión de los distintos gastos al Fondo.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 7.1. El Reglamento de Gestión debe establecer de forma clara qué tipo de gastos de constitución y comercialización serán asumidos por el Fondo y con qué límite respecto del total de compromisos de inversión.
- 7.2. Es común que, entre los gastos de constitución asumidos por el Fondo, se incluyan los gastos de abogados, de contabilidad o gestoría.
- 7.3. De la misma forma, el Reglamento de Gestión deberá enumerar (sin necesidad de exhaustividad) los gastos operativos del Fondo, tales como auditoría, asesoría legal, impuestos, remuneración de prestadores de servicios, notarías y registros, etc., así como el importe de los mismos que serán asumidos por el propio Fondo. Cualquier exceso sobre dicho límite debería ser asumido por el propio Gestor.
- 7.4. Los honorarios devengados por terceros contratados para la búsqueda de inversores y la colocación del Fondo (*placement fees*) no deberían incluirse como gastos operativos o gastos de constitución del Fondo.

8. COINVERSIÓN (CON EL GESTOR)

ASPECTOS RELEVANTES

En determinadas ocasiones, el Gestor, sus socios, administradores o empleados, pueden coinvertir con el Fondo, o hacer inversiones paralelas, al margen de éste, en sociedades subyacentes.

Este tipo de situaciones puede dar lugar a conflictos de interés entre el Gestor y los Inversores.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 8.1. El Reglamento de Gestión debe prever, en su caso, la posibilidad de que el Gestor (así como sus socios, administradores o empleados) realice coinversiones con el Fondo, indicando las condiciones que deben cumplirse a tal efecto.
- 8.2. El Reglamento de Gestión puede exigir que dicha coinversión tenga lugar sólo cuando pueda producirse al mismo tiempo y en los mismos términos (incluso respecto de la salida de la inversión) en que pueda invertir el Fondo en la compañía correspondiente, o bien establecer otras condiciones siempre y cuando se respete la obligación de transparencia respecto de los Inversores.
- 8.3. El Gestor no debería invertir en activos apropiados para el Fondo a través de otros vehículos de inversión a menos que dichas inversiones se hagan a prorrata, en las mismas condiciones y de acuerdo a un criterio objetivo y definido en el Reglamento de Gestión.

9. COINVERSIÓN (CON LOS INVERSORES)

ASPECTOS RELEVANTES

Los Inversores pueden estar interesados en realizar inversiones paralelas, al margen del Fondo, en sociedades subyacentes. Los criterios utilizados por el Gestor a la hora de proporcionar a los Inversores posibilidades de coinvertir con el Fondo deben determinarse y aplicarse de forma transparente.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 9.1. En el Reglamento de Gestión debe regularse las condiciones bajo las cuales los Inversores pueden coinvertir con el Fondo, así como los criterios en virtud de los cuales el Gestor puede ofrecerles la posibilidad de coinvertir con el Fondo.
- 9.2. Deberá informarse también a los Inversores sobre cualquier posible comisión adicional que pueda recibir el Gestor en relación con las coinversiones que ofrezca a los Inversores.



10. INFORMACIÓN PERIÓDICA

ASPECTOS RELEVANTES

Los informes remitidos de forma periódica a los Inversores son uno de los instrumentos esenciales de transparencia en las relaciones entre el Gestor y los Inversores.

Permiten, a su vez, el ejercicio de control sobre la actividad del Gestor.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 10.1. Debe proporcionarse a los Inversores informes anuales, que incluyan, entre otros aspectos:
 - inversiones realizadas;
 - cuentas anuales auditadas del Fondo;
 - desglose de comisiones y gastos (al menos englobados por categorías), particularmente comisiones de gestión y de éxito, así como ingresos derivados de las inversiones subyacentes;
 - explicación de las valoraciones, especificando la metodología utilizada;
 - una evaluación del impacto medioambiental y responsabilidad social corporativa de las sociedades subyacentes.
- 10.2. Igualmente, debe proporcionarse a los inversores un informe trimestral, que incluya, entre otros extremos:
 - Cuenta de pérdidas y ganancias y balance trimestrales no auditados;
 - esquema de apalancamiento del fondo, incluyendo los compromisos y saldos pendientes de pago de las líneas de financiación utilizadas;
 - información sobre cambios materiales en las inversiones;
 - comentarios del equipo de gestión sobre cambios acaecidos durante el trimestre.
- 10.3. Debe facilitarse a los Inversores un resumen de las inversiones y desinversiones realizadas por el Fondo, incluyendo detalle sobre las mismas, con la correspondiente salvaguardia de los datos que puedan tener carácter confidencial.
- 10.4. El Gestor mantendrá informados a los Inversores de:
 - cualquier requerimiento o sanción impuesta por el regulador al Gestor o respecto del Fondo;
 - contingencias o responsabilidades materiales que surjan o se generen durante la vida del Fondo, y
 - cualquier incumplimiento significativo de alguna de las cláusulas del Reglamento de Gestión.
- 10.5. Los Inversores deberán respetar la confidencialidad de aquella información que reciban con tal carácter.

BLOQUE II. GOBERNANZA

11. COMITÉ DE SUPERVISIÓN

ASPECTOS RELEVANTES

El Comité de Supervisión (en sus múltiples denominaciones) se presenta como un órgano consultivo competente para resolver cuestiones de gobernanza del Fondo, así como sobre posibles situaciones de conflicto de interés que puedan surgir a lo largo de la vida del mismo.

Se trata, por lo general, de un órgano compuesto por los principales Inversores del Fondo.

Sujeto a un correcto funcionamiento del mismo, el Comité de Supervisión puede resultar un organismo especialmente relevante para fomentar e implementar prácticas de buen gobierno del Fondo.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 11.1. Debe valorarse la necesidad de prever en el Reglamento de Gestión la constitución de un Comité de Supervisión.
- 11.2. En tal caso, el Reglamento de Gestión debería establecer la composición y funciones del mismo, las cuales deberán estar relacionadas, principalmente, con la metodología de valoración de la cartera del Fondo o la resolución de posibles situaciones de conflicto de interés (como, por ejemplo, operaciones con partes vinculadas).
- 11.3. El Comité de Supervisión no puede, en ningún momento, sustituir el consentimiento obligatorio de los Inversores previsto en el Reglamento de Gestión para aquellas materias que sean competencia natural de la Junta de partícipes/accionistas del Fondo.
- 11.4. Es aconsejable que el Comité de Supervisión se reúna como mínimo una vez al año, pudiendo convocarse cuando sea necesario a petición del Gestor o de sus propios miembros.
- 11.5. El Gestor debe comunicar al Comité de Supervisión todas aquellas operaciones llevadas a cabo por el Fondo durante el periodo de inversión que puedan dar lugar a potenciales conflictos de interés, así como dar cuenta de aquellas operaciones del Fondo con terceras partes consideradas “vinculadas” (socios, administradores o empleados del Gestor).

12. CESE DEL GESTOR

ASPECTOS RELEVANTES

Los Inversores deben tener la posibilidad de cesar al Gestor, tanto si concurre una causa suficiente y objetiva, como a su discreción (sin causa).

El Gestor podrá tener derecho a una compensación por dicho cese en función de la causa que motive el mismo.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 12.1. Los Inversores deben tener derecho a cesar al Gestor sin causa alguna, a su discreción, mediante una mayoría reforzada de la Junta de partícipes/accionistas del Fondo.
- 12.2. Para el cese del Gestor sin causa, se preverá la posible compensación a la que pudiera tener derecho el Gestor, así como el posible abono de la comisión de éxito devengada hasta el cese, en función del momento en que haya sido cesado.
- 12.3. De la misma forma, los Inversores deben tener derecho a cesar al Gestor cuando concurren causas justificadas que deberán regularse en el Reglamento de Gestión, tales como dolo, negligencia grave, comisión de delitos de carácter económico relacionados con la actividad del Gestor, quiebra o incumplimiento material de sus obligaciones legales y contractuales. Dicho cese deberá aprobarse mediante mayoría ordinaria de la Junta de partícipes/accionistas del Fondo.
- 12.4. En caso de cese del Gestor con causa, el Gestor sólo debería tener derecho a la comisión de gestión devengada hasta el cese.



13. CLÁUSULAS DE EJECUTIVOS CLAVE

ASPECTOS RELEVANTES

El equipo de inversión o los denominados “Ejecutivos Clave” (*Key person, o Key Executives*) es uno de los aspectos fundamentales a valorar por un potencial inversor a la hora de tomar la decisión de invertir en el Fondo.

Los Ejecutivos Clave deben dedicarse a la gestión del Fondo de forma significativa. Por ello, cualquier cambio sustancial respecto de los mismos puede considerarse como un cambio relevante en las condiciones del Fondo debiendo tratarse como tal en el Reglamento de Gestión.

A este respecto, deben determinarse las situaciones que dan lugar a una “Salida de Ejecutivo Clave”, tanto desde el punto del supuesto que lo genera, como de las circunstancias que implican consecuencias para el Fondo; en particular, cuando existen varios Ejecutivos Claves y sólo la salida de un número determinado de ellos da lugar a las consecuencias previstas para la “Salida de Ejecutivo Clave”.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 13.1. El Reglamento de Gestión deberá incluir quiénes son los Ejecutivos Clave, en caso de haberlos.
- 13.2. Los Ejecutivos Clave deben informar a todos los Inversores sobre cualquier supuesto que pueda afectar sustancialmente a su dedicación al Fondo.
- 13.3. El Reglamento de Gestión debe incorporar las correspondientes cláusulas en caso de haber Ejecutivos Clave:
 - una descripción pormenorizada de los supuestos de salida de Ejecutivo(s) Clave(s), normalmente vinculados a la falta de dedicación o incumplimiento material de sus obligaciones y bajo qué circunstancias esta situación supone una salida con consecuencias para el Fondo, en particular en Fondos con varios Ejecutivos Clave en los que la salida de uno o varios podría no tener consecuencia alguna para el Fondo;
 - en caso de que se produzca un supuesto de salida, si no se produce un reemplazo del Ejecutivo Clave en un plazo determinado, debe preverse la suspensión del período de inversión, salvo que los Inversores, mediante la correspondiente mayoría que se establezca en el Reglamento de Gestión, acuerden su reanudación, o bien acepten el reemplazo del Ejecutivo Clave saliente;
 - en caso de que no se nombre un sustituto para el Ejecutivo Clave en un periodo razonable, deberán tomarse medidas, pudiendo incluso procederse a la disolución y liquidación del Fondo cuando así sea acordada por los Inversores mediante la correspondiente mayoría.
- 13.4. Cualquier supuesto de salida de un Ejecutivo Clave debe informarse de forma automática a los Inversores.

14. POLÍTICA DE INVERSIÓN

ASPECTOS RELEVANTES

La política de inversión del Fondo es otro factor fundamental tenido en cuenta por los potenciales Inversores a la hora de tomar la decisión de invertir en el Fondo.

Por ello, resulta fundamental que esté debidamente definida y regulada en el Reglamento de Gestión.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

14.1. La estrategia de inversión debe definirse de forma clara en el Reglamento de Gestión, determinando las jurisdicciones relevantes, el tipo de compañías subyacentes, así como un listado de sectores excluidos en los que el Fondo no puede invertir.

14.2. Debe proporcionarse a los Inversores un resumen de las inversiones realizadas por el Fondo, incluyendo detalles sobre las mismas, con la correspondiente salvaguardia de los datos considerados de carácter confidencial.

15. POLÍTICA DE FINANCIACIÓN

ASPECTOS RELEVANTES

En la actualidad, es típico que los Fondos hagan uso de financiación adicional en forma de líneas de crédito.

La financiación suele ser utilizada por el Gestor por razones de eficiencia (p.ej., para reducir el volumen de desembolsos por los Inversores), para optimizar la eficiencia operativa del Fondo, o bien para aumentar su capacidad inversora.

Es importante que los Inversores entiendan el fundamento por el cual se recurre a este tipo de financiación, y la conveniencia de establecer las correspondientes limitaciones a su uso.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

15.1. En el Reglamento de Gestión, deben regularse los siguientes extremos:

- La intención del Fondo de utilizar financiación y los aspectos generales de la misma. En caso de que no se prevea la utilización de financiación, debería igualmente indicarse.
- Las razones para recurrir a la financiación, o bien para restringir su uso (p.ej., para financiar inversiones de carácter temporal, para realizar inversiones adicionales, etc.).
- En los informes periódicos, deberá incluirse información sobre la financiación utilizada, así como las condiciones esenciales de la misma.

15.2. Cuando se considere relevante, el Reglamento de Gestión podrá incluir la explicación del posible efecto de la financiación en la tasa interna de rentabilidad (TIR) del Fondo.

16. MODIFICACIÓN DE LOS TÉRMINOS CONTENIDOS EN LOS DOCUMENTOS DEL FONDO

ASPECTOS RELEVANTES

Teniendo en cuenta la vocación de largo plazo de los Fondos y, en consonancia, del compromiso del Inversor, los términos y la gobernanza del Fondo deben estar claramente definidos, si bien albergando cierta flexibilidad para adaptar el Fondo a las correspondientes circunstancias.

Ahora bien, la introducción de cambios constantes en la documentación del Fondo puede generar cierta incertidumbre en los Inversores, por lo que la introducción de tales cambios debe estar suficientemente regulada.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

Cualquier modificación material de los términos del Reglamento de Gestión debe aprobarse por mayoría de los Inversores, estableciéndose mayorías reforzadas para aquellas modificaciones que pueden ser consideradas sustanciales.

17. COMITÉ DE INVERSIÓN

ASPECTOS RELEVANTES

Es habitual que el Gestor adopte sus decisiones de inversión y desinversión a través de un Comité de Inversión. Este Comité puede tomar forma de consejo de administración del Gestor o configurarse como un órgano específico.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 17.1. El Reglamento de Gestión, en caso de prever la posibilidad de crear un Comité de Inversión, debe regular el funcionamiento del mismo, así como incluir una relación de sus integrantes.
- 17.2. El Comité de Inversión debería componerse por los Ejecutivos Clave, en caso de haberlos, gestores senior o asesores especializados.



18. ESG (ENVIRONMENTAL SOCIAL AND GOVERNANCE)

ASPECTOS RELEVANTES

El Gestor debería tener en cuenta factores medioambientales, sociales y de buena gobernanza (“ESG” por sus siglas en inglés) a la hora de gestionar las sociedades subyacentes.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 18.1. El Reglamento de Gestión podrá incorporar un apartado dedicado al compromiso del Fondo en la adopción de medidas de ESG.
- 18.2. En concreto, en el análisis de las inversiones y en el proceso de toma de decisiones durante la vida del Fondo, el Gestor podría comprometerse a tomar medidas tales como:
 - incorporar aspectos de ESG en las políticas y prácticas con los inversores del Fondo;
 - solicitar a las sociedades subyacentes en las que invierta el Fondo que publiquen información adecuada sobre cuestiones relativas a ESG;
 - apoyar la adopción y difusión de medidas de ESG en el sector donde se realice la inversión;
 - informar sobre los negocios del Fondo y los progresos realizados por el Fondo en la implementación de los aspectos de ESG.



BLOQUE III. TRANSPARENCIA

19. COMISIONES Y GASTOS

ASPECTOS RELEVANTES

El Gestor debe mantener informados a los Inversores, de forma periódica, sobre el nivel de comisiones y gastos que son repercutidos al Fondo.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 19.1. Los informes periódicos que se remitan a los Inversores deben incluir un desglose de las comisiones y gastos (al menos englobados por categoría) repercutidos al Fondo.
- 19.2. Los Inversores deben tener la capacidad de analizar la conformidad de los gastos soportados por el Fondo con las disposiciones del Reglamento de Gestión.

20. SIDE LETTERS

ASPECTOS RELEVANTES

Las condiciones de inversión pactadas con los Inversores pueden ser el resultado de las negociaciones entre el Gestor y el potencial Inversor.

Teniendo en cuenta la diversa naturaleza de los Inversores, es habitual que, como condición para invertir en el Fondo, algunos Inversores soliciten condiciones específicas, derechos preferentes o ventajas económicas (p.ej., ser miembro del Comité de Supervisión, tener acceso preferente a las oportunidades de coinversión, pago de una comisión de gestión reducida, etc.).

Estos acuerdos deberán ser conformes con la normativa específica (Directiva 2011/61/UE (AIFM)), que exige la igualdad de trato entre los Inversores en términos generales.

BUENAS PRÁCTICAS APLICABLES

- 20.1. El Gestor debe asegurar que todos los Inversores son tratados de forma equitativa.
- 20.2. El Reglamento de Gestión puede contemplar la posibilidad de que se establezcan acuerdos particulares con determinados Inversores (*side letters*), los cuales deberán ser accesibles para los Inversores en los términos establecidos en la normativa aplicable.
- 20.3. Los términos de la side letter deberán estar justificados en términos objetivos (p.ej., por el importe comprometido por el Inversor, experiencia y valor añadido que pueda aportar al Fondo, etc.).
- 20.4. En algunos casos, dependiendo de las circunstancias del Inversor, se podría incluir en la side letter cláusulas de "*most favored nation*", en virtud de las cuales se otorgue al Inversor un derecho a que las condiciones pactadas en la side letter se equiparen a aquellas que eventualmente otorgue el Fondo a otros Inversores y que, a su vez, favorezcan al primero.





Notes

BLOCK III. TRANSPARENCY

19. FEES AND EXPENSES

RELEVANT ASPECTS
The Manager shall keep Investors regularly informed on the level of fees and expenses charged to the Fund.

APPLICABLE BEST PRACTICES
19.1. The regular reports sent to Investors must include a breakdown of fees and expenses (at least on a category basis) charged to the Fund.

19.2. Investors must be able to analyze that expenses incurred by the Fund comply with the provisions of the Management Regulations.

20. SIDE LETTERS

RELEVANT ASPECTS

The investment conditions agreed with Investors can be the result of negotiations between the Manager and the potential Investor.
Bearing in mind the diverse nature of the Investors, it is usual that, as a condition for investing in the Fund, some investors request specific conditions, preferential rights or economic benefits (e.g., being a member of the Supervisory Committee, having preferential access to co-investment opportunities, payment of a reduced management fee, etc.).
These agreements must comply with the specific regulations (Directive 2011/61/EU (AIFM)), which requires equal treatment of Investors in general terms.

APPLICABLE BEST PRACTICES

20.1. The Manager shall ensure that all Investors are treated fairly.
20.2. The Management Regulations can consider the possibility of establishing specific agreements with certain Investors (side letters), which must be accessible for Investors in the terms set forth in the applicable regulations.
20.3. The terms of the side letter must be justified in objective terms (e.g., by the amount committed by the Investor, experience and added value that they can contribute to the Fund, etc.).

20.4. In some cases, depending on the circumstances of the Investor, "most favored nation" clauses could be included in the side letter, under which the Investor would be granted a right to the conditions agreed in the side letter being considered equal to those ultimately granted by the Fund to other Investors and which, in turn, would favor the former.



18. ESG (ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE)

RELEVANT ASPECTS

The Manager should take into account environmental, social and governance factors (“ESG”) when managing the underlying companies.

APPLICABLE BEST PRACTICES

- 18.1. The Management Regulations may include a section on the Fund’s commitment to the adoption of ESG measures.
- 18.2. In particular, in the analysis of investments and in the decision-making process during the life of the Fund, the Manager could undertake to take measures such as:
- incorporating ESG aspects in the policies and practices with Fund investors;
 - requesting from the underlying companies in which the Fund invests that they publish appropriate information on ESG issues;
 - supporting the adoption and dissemination of ESG measures in the sector where the investment is made;
 - reporting on the businesses of the Fund and progress made by the Fund in implementing ESG aspects.



- 17.1. The Management Regulations, in case of providing for the possibility of creating an Investment Committee, must regulate its operation and include a list of its members.
- 17.2. The Investment Committee should consist of the Key Executives, if any, senior managers or specialist advisers.

**APPLICABLE
BEST PRACTICES**

Usually the Manager makes their investment and divestment decisions through an Investment Committee. This Committee may take the form of a Board of Directors of the Manager or be a specific body.

**RELEVANT
ASPECTS**

17. INVESTMENT COMMITTEE

Any material modification of the terms of the Management Regulations shall be approved by a majority of the Investors, establishing enhanced majorities for any modifications that can be considered substantial.

**APPLICABLE
BEST PRACTICES**

Taking into account the long-term vocation of the Funds and, accordingly, the Investor's commitment, the terms and the governance of the Fund must be clearly defined, albeit maintaining some flexibility to adapt the Fund to the corresponding circumstances. However, the introduction of constant changes in the Fund documentation can generate uncertainty in Investors, so the introduction of those changes must be sufficiently regulated.

**RELEVANT
ASPECTS**

16. MODIFICATION OF THE TERMS CONTAINED IN THE FUND DOCUMENTS

14. INVESTMENT POLICY

RELEVANT ASPECTS

The investment policy of the Fund is another key factor taken into account by potential investors when deciding to invest in the Fund.

It is therefore essential that this is properly defined and regulated in the Management Regulations.

APPLICABLE BEST PRACTICES

- 14.1. The investment strategy must be clearly defined in the Management Regulations, determining the relevant jurisdictions, the type of underlying companies, as well as a list of excluded sectors in which the Fund cannot invest.
- 14.2. Investors shall be provided with a summary of investments made by the Fund, including a breakdown of them, with the corresponding safeguarding of data considered confidential.

RELEVANT ASPECTS

At present, it is typical that Funds make use of additional financing in the form of credit facilities.

Financing is often used by the Manager for reasons of efficiency (e.g., to reduce the volume of pay-ins by investors), to optimize the operational efficiency of the Fund, or to increase its investment capacity.

It is important that investors understand the reason why this type of financing is sought, and the desirability of establishing the corresponding limitations for its use.

APPLICABLE BEST PRACTICES

- 15.1. The following points must be regulated in the Management Regulations:
- The intention of the Fund to use financing and general aspects of it. If financing is not expected to be used, it should nevertheless be indicated.
 - The reasons for using financing, or for restricting its use (e.g., to finance investments of a temporary nature, to make additional investments, etc.).
 - Information on the financing used and main terms thereof shall be included in the regular reports.
- 15.2. If it is deemed relevant, the Management Regulations may include the explanation of the possible effect of the financing on the internal rate of return (IRR) of the Fund.

13. KEY EXECUTIVE CLAUSES

RELEVANT ASPECTS

the investment team or the so-called "key person" or "key executives" is one of the most relevant aspects to be considered by a potential investor when deciding whether to invest in the Fund.

Key Executives must devote significant time to the management of the Fund. Therefore, any substantial change with respect to them can be regarded as a relevant change in the conditions of the Fund and should be treated as such in the Management Regulations.

In this regard, situations that give rise to a "Key Executive Event", both in terms of the case that it generates and the circumstances that involve consequences for the Fund, must be determined; in particular when there are several Key Executives and only the departure of a certain number of them gives rise to the anticipated consequences for a "Key Executive Event";

APPLICABLE BEST PRACTICES

- 13.1. The Management Regulations must include who the Key Executives are, if any.
- 13.2. The Key Executives shall inform all Investors of any case that can substantially affect their dedication to the Fund.
- 13.3. The Management Regulations must incorporate the corresponding clauses in case there are Key Executives:
 - a detailed description of the cases of departure of Key Executive(s), normally linked to the lack of commitment to or material breach of their obligations and under what circumstances the situation implies a departure with consequences for the Fund, in particular in Funds with several Key Executives in which the departure of one or more of them might not have any consequence for the Fund;
 - in the case of a Key Executive Event, if there is not a replacement for the Key Executive within a given period of time, provision must be made for the suspension of the investment period unless the Investors, by means of the appropriate majority established in the Management Regulations, agree its resumption, or accept the replacement of the outgoing Key Executive;
 - if no replacement is named for the Key Executive in a reasonable period, measures must be taken, which may include the dissolution and winding up of the Fund if so agreed by the Investors with the appropriate majority.
- 13.4. Any case of departure of a Key Executive shall be automatically reported to the Investors.



12. REMOVAL OF THE MANAGER

RELEVANT ASPECTS

Investors must be able to remove the Manager, either if there is sufficient and objective cause to do so, or at their discretion (without cause).
The Manager may be entitled to compensation for that removal, depending on the cause that led to it.

APPLICABLE BEST PRACTICES

- 12.1. Investors shall have the right to remove the Manager, without any cause, at their discretion, through an enhanced majority of the unitholders/shareholders meeting of the Fund.
- 12.2. To remove the Manager without cause, provision shall be made for possible compensation to which the Manager might be entitled, as well as the possible payment of the success fee accrued until the removal, depending on when they were removed.
- 12.3. Similarly, Investors shall have the right to remove the Manager if legitimate grounds that must be regulated in the Management Regulations are found to exist, such as fraud, gross negligence, the committing of crimes of an economic nature related to the Manager's activity, bankruptcy or material breach of their legal and contractual obligations. That removal shall be approved by an ordinary majority of the unitholders/shareholders meeting of the Fund.
- 12.4. In the event of the removal of the Manager with cause, the Manager should only be entitled to the management fee accrued until their removal.

BLOCK II. GOVERNANCE

11. SUPERVISORY COMMITTEE

RELEVANT ASPECTS

The Supervisory Committee (in its many guides) is presented as a competent advisory body for resolving issues of governance of the Fund, as well as possible conflict of interest situations that may arise throughout the life thereof.

Generally, it is a body consisting of the Fund's major investors.

Subject to its proper running, the Supervisory Committee can be an especially relevant body for promoting and implementing good governance practices of the Fund.

APPLICABLE BEST PRACTICES

- 11.1. The need to provide for in the Management Regulations the setting up of a Supervisory Committee shall be assessed.
- 11.2. In such a case, the Management Regulations should establish the composition and duties of the Committee, which shall be mainly related to the valuation methodology of the Fund's portfolio or the resolution of possible conflict of interest situations (such as, for example, related party transactions).
- 11.3. The Supervisory Committee cannot, at any time, replace the mandatory consent of the investors provided for in the Management Regulations with regard to those matters that are the natural jurisdiction of the unitholders/shareholders meeting of the Fund.
- 11.4. The Supervisory Committee should ideally meet at least once a year, and may be convened whenever necessary, at the request of the Manager or its members.
- 11.5. The Manager shall communicate to the Supervisory Committee any transactions made by the Fund during the investment period that may give rise to potential conflicts of interest, as well as report any Fund transactions with third parties considered "related" (partners, directors or employees of the Manager).

10. REPORTING

RELEVANT ASPECTS

Reports submitted periodically to Investors are one of the essential tools of transparency in relations between the Manager and Investors.

They also allow exercise of control over the Manager's activity.

APPLICABLE BEST PRACTICES

- 10.1. Investors shall also be provided with annual reports that include, among other aspects:
- investments made;
 - the audited financial statements of the Fund;
 - a breakdown of fees and expenses (at least covered by categories), particularly management and success fees, as well as income from underlying investments;
 - an explanation of valuations, specifying the methodology used;
 - an assessment of the environmental impact and corporate social responsibility of the underlying companies.
- 10.2. Investors shall also be provided with a quarterly report that includes, among other aspects:
- Unaudited quarterly profit and loss statement and balance sheet;
 - fund leveraging plan, including commitments and unpaid balances of the financing facilities used;
 - information on material changes in investments;
 - comments of the management team on changes during the quarter.
- 10.3. Investors shall be provided with a summary of investments and dividends made by the Fund, including a breakdown of them, with the corresponding safeguarding of data that may be confidential.
- 10.4. The Manager will keep Investors informed of:
- any requirement or penalty imposed by the supervision authorities on the Manager or with respect to the Fund;
 - material contingencies or responsibilities that arise or that are generated during the life of the Fund, and
 - any material breach of any of the clauses of the Management Regulations.
- 10.5. Investors shall respect the confidentiality of any information they receive of that nature.



9. CO-INVESTMENT (WITH INVESTORS)

RELEVANT ASPECTS

Investors may be interested in making parallel investments, outside the Fund, in underlying companies. The criteria used by the Manager when providing Investors with possibilities of co-investing with the Fund shall be determined and applied transparently.

APPLICABLE BEST PRACTICES

- 9.1. The conditions under which investors can co-invest with the Fund, as well as the criteria under which the Manager can offer them the possibility of co-investing with the Fund must be regulated in the Management Regulations.
- 9.2. Investors shall also be informed of any possible additional fee that the Manager can receive in relation to co-investments that they offer to Investors.

7. SETTING UP AND OPERATING EXPENSES

RELEVANT ASPECTS

The process of attracting investors and setting up the Fund can be costly, so it should be suitably regulated in the Management Regulations so that investors can assess its impact on profitability.

The above shall also apply in relation to the on-going costs of the Fund arising from its management and operation.

For this reason it is essential to provide an adequate level of transparency and to establish clear limits on the impact of the various expenses on the Fund.

APPLICABLE BEST PRACTICES

- 7.1. The Management Regulations must clearly establish what type of organizational and marketing expenses will be assumed by the Fund and their limit with respect to the total investment commitments.
- 7.2. Usually the setting up expenses assumed by the Fund include lawyers, accounting or administrative fees.
- 7.3. Likewise, the Management Regulations must list (not necessarily exhaustively) the operating expenses of the Fund, such as auditing, legal advice, taxes, payment of service providers, notaries and records, etc., as well as the amount of these expenses to be borne by the Fund itself. Any excess over that limit should be assumed by the Manager.
- 7.4. Fees accrued by third parties hired to find investors and for the placement of the Fund (placement fees) should not be included as Fund operating or setting up expenses.

RELEVANT ASPECTS

On certain occasions, the Manager, their partners, directors or employees, can co-invest with the Fund, or make parallel investments, outside of it, in underlying companies.

These types of situations can give rise to conflicts of interest between the Manager and investors.

APPLICABLE BEST PRACTICES

- 8.1. The Management Regulations must provide for, where appropriate, the possibility of the Manager (as well as their partners, directors or employees) being able to make co-investments with the Fund, indicating the conditions that must be met for that purpose.
- 8.2. The Management Regulations may require that such co-investment takes place only when it can occur at the same time and in the same terms (including with respect to the exit of the investment) in which the Fund can invest in the corresponding company or establish other conditions provided they comply with the obligation of transparency with respect to investors.
- 8.3. The Manager should not invest in assets that are appropriate for the Fund through other investment vehicles unless those investments are to be made on a pro rata basis, in the same conditions and according to an objective criterion and defined in the Management Regulations.

5. REINVESTMENT

RELEVANT ASPECTS

At the Manager's discretion, the distributions received by the Fund from the investments it makes may be retained in the Fund itself, or be directly recovered from the Investors if they have already been distributed to them. This possibility can generate conflicts of interest between the Manager and Investors.

APPLICABLE BEST PRACTICES

- 5.1. If the possibility of making reinvestments or distributions of the Fund is provided for, the Management Regulations shall establish the conditions under which such reinvestment is possible.
- 5.2. It is recommended that such reinvestments are subject to quantitative and time limitations.

RELEVANT ASPECTS

Investee companies can generate other income for the Manager, and also for other firms or persons related to the Manager (such as employees, partners, advisers or other companies from their same group).
This type of income can be a source of additional earnings for the Manager (and other persons related to them) which must be properly regulated in the Management Regulations.

APPLICABLE BEST PRACTICES

- 6.1. The Investors shall be provided clear information on the nature and origin of all fees paid directly or indirectly by the underlying companies of the Fund, in the interest of the Manager or any firm or person related to them.
- 6.2. This income must be treated specifically for each Fund, so the Management Regulations should clearly define what should be understood by such income and how it should be treated. The annual reports of the Fund should also provide information on this matter.
- 6.3. In this regard, the Fund Management Regulations can establish that, according to the usual market practice, income derived from underlying investments received by the Manager is set off with the management fee, either in whole or in part. If this possibility is provided for, the amount of the compensation applied in relation to the income received and the management fee should be included in the regular information to Investors. The compensation percentage applied would therefore be reflected.

4. ECONOMIC RIGHTS OF THE MANAGER'S SHARE IN PROFITS (CARRIED INTEREST)

RELEVANT ASPECTS

By virtue of the risk assumed by the Manager with their investment in the Fund, their share in profits may have different economic rights (carried interest) to those of other investors, as a result of being linked to the level of capital gains generated for them. For this, the Manager will have to have made an investment, even if only minimal, in the Fund. Generally, the Manager is entitled to a share in returns on the Fund, agreed with the investors on capital gains generated by the Fund, once investors have been repaid all the contributions that they have made, as a preferred return or hurdle rate if this has been agreed. This share in the capital gains of the Fund is generally considered the main incentive for the Manager, so adequate regulation of this is one of the essential mechanisms for aligning the interests of the Manager and Investors.

APPLICABLE BEST PRACTICES

- 4.1. The Management Regulations must guarantee that the economic rights of the share in profits of the Manager are structured in a balanced way to motivate and encourage the Manager and also ensure that Investors' interests are protected.
- 4.2. The Manager's share in returns on the Fund (other than the management fee) should be received by them provided the Investors have firstly received the amount of the pay-ins made and the preferred return (where appropriate).
- 4.3. It can be agreed, in this respect, that before the Investors and the Manager distribute the corresponding earnings -after the receipt by the Investors of their capital and the preferred return-, that the Manager should receive a percentage return (catch up) based on the preferred return that the Investors would have received.
- 4.4. The annual reports sent to Investors must detail aspects such as the total amount accrued in favor of the Manager and the amount that must be distributed to Investors and the Manager:
- 4.5. The Management Regulations should address those cases in which the Manager has been able to receive excess compensation. This can be done through clawback clauses, by virtue of which the Manager may be required to return any excess compensation received (clawback). A mechanism that can ensure that return is the use of escrow accounts, where at least part of the compensation to which the Manager may be entitled would be deposited.



3. MANAGEMENT FEE

RELEVANT ASPECTS

For their Fund management work, the Manager is entitled to receive a management fee which will be charged to the Fund itself and therefore paid for by the actual investors. In order to ensure a balance of interests between the Manager and investors, that fee shall correspond to the commitment assumed by the Manager in carrying out their Fund management work and shall be established transparently in the Management Regulations.

APPLICABLE BEST PRACTICES

- 3.1. The Management Regulations shall clearly establish the terms of the management fee, including its amount, its basis of accrual and payment.
- 3.2. The Management Regulations shall also establish the calculation basis for the management fee.
- 3.3. At the end of the investment period, or any other reasonable period established in the Management Regulations, the possibility of modifying the calculation basis for the management fee according to other possible formulas should be assessed, without prejudice to the fact that, in such a case, the most reasonable measure is for that basis to become the capital invested by the Fund. If the calculation basis becomes the invested capital, that basis must be reduced by the amount of the corresponding divestments made or investments that have been written off.
- 3.4. The management fee shall be in line with a reasonable cost and wages structure for the Manager.
- 3.5. Information on the management fee received (or to be received) by the Manager should be included in the regular information sent to the investors, specifying the basis for calculation.

2. TERM OF THE FUND

RELEVANT ASPECTS

The term of the Fund is a relevant matter for aligning the interests of the Manager and Investors.

In this respect, the period for attracting investors cannot be indefinite. The aim is to ensure that the Manager devotes sufficient time to the management of the Fund and begins that management making a substantial commitment to it as soon as possible.

Furthermore, depending on the investment policy of the Fund, investment and divestment with in the initially envisaged periods may be difficult, so it is not uncommon to establish extension mechanisms to extend the life of the Fund, or more specifically the investment or divestment periods.

APPLICABLE BEST PRACTICES

- 2.1. The Manager shall ensure that the period for attracting investors finishes in a reasonable time after the first closing, which shall be determined in the Fund Management Regulations.
- 2.2. To maintain equal treatment and conditions among Investors, it is possible to provide for the payment of an equalization interest or equalization fee by those Investors committed to investing in the Fund at the end of a reasonable period of time after the first closing. The equalization fee can be a percentage of the amount already paid-in by the Investors that were admitted in previous closings of the Fund.
- 2.3. The possibility of establishing an equalization fee is considered as compensation for Investors that entered in previous closings of the Fund, as with their contributions they would have financed the first disbursements of the Fund, thus benefiting later Investors.
- 2.4. If there are any exceptions to the payment of equalization fees for certain Investors, the objective conditions that must be met by such Investors for benefiting of said exceptions shall be provided for in the Management Regulations.
- 2.5. For the purposes of calculating the internal rate of return (IRR) of the Fund, Investors who have entered into subsequent closings will be deemed to have been admitted at the first closing of the Fund.
- 2.6. The term of the Fund should allow for different extensions with an extension of one (1) year, provided those extensions are approved by the majority of the members of the Supervisory Committee, the Investors themselves (in the relevant unitholders/shareholders meeting) or the Manager, being necessary that the Management Regulations clearly determine the decision-making proceedings. In any case, the Management Regulations should provide for a maximum time limit for the extensions.
- 2.7. If the extension of the life of the Fund is not approved, the Manager shall proceed with winding up the Fund under the terms provided for in the Management Regulations, providing the Investor with information on the conditions in which said winding up will be carried out.
- 2.8. If the Manager considers extending the life of the Fund, they must provide the Investors with clear information on the reasons for that extension, the conditions in which this will be carried out (including its economic terms, such as possible reductions in the management fee), and the mechanisms for approving the extension provided in the Management Regulations.

BLOCK I. ALIGNMENT OF INTERESTS

1. MANAGER'S COMMITMENT

RELEVANT ASPECTS

As a basic principle for the governance of the fund, it is essential that the interests of the Manager and Investors are aligned.

This requires the Manager's commitment both in terms of time dedication to the Fund and in economic terms (in the sense of the investment commitments that they personally subscribe to in the Fund).

Usually, after setting up the Fund (and its final closing), the Manager will set up funds with an investment policy fundamentally similar to that of the Fund (successor funds). The setting up of these types of successor funds should be regulated in the Management Regulations to ensure that, in such circumstances, the Manager continues to devote the necessary time to the proper management of the Fund.

Also, before the setting up of the Fund, the Manager may have entrusted the management of other funds (predecessor funds) - in which the Fund Investors may have previously invested - that also require some commitment from the Manager (usually with respect to properly divesting from those predecessor funds).

APPLICABLE BEST PRACTICES

1.1. The Manager shall devote a certain amount of time to the Fund and the predecessor and successor funds that represents a substantial part of their business activities. This material time dedication to the Fund may be provided for in the Management Regulations.

For this, the annual report of the Fund must list, at least generally, the various Fund management activities carried out during the year.

1.2. The Management Regulations shall clearly establish under what circumstances the setting up, marketing and investment period of a successor fund can be undertaken, as well as the rules of coexistence between the Fund and the successor fund.

It shall also describe to what extent the setting up of the successor fund affects the Fund management fee received by the Manager.

However, it is recommended that the Manager does not set up a successor fund until the end of the investment period of the relevant Fund, or until it has been substantially invested in the specific percentage indicated in the Management Regulations.

1.3. The Management Regulations can provide for the Manager's personal commitment to invest in the Fund, either directly or through a parallel co-investment vehicle - in equivalent conditions to the rest of the Investors (pari passu) - . That being said, this investment by the Manager may have different economic rights to the Investors (e.g., the right to receive distributions on other terms, as a success fee for the Manager, reduction in or exemption from the payment of the management fee, etc.).

1.4. If the Manager's personal commitment to invest in the fund is provided for in the Management Regulations, the minimum limit of that commitment should be established. That commitment should also be in the form of cash.

Introduction

Venture capital and private equity funds -in their multiple forms (venture capital, real estate investment, etc.)- have a vocation for long-term investment. Indeed, in order to provide stability to these funds , and so that they can fulfill their investment strategy, it is essential that a relationship based on trust, transparency and a balance of interests exists between investors and the management team.

In this respect, structures subject to principles of good governance allow the alignment of all the interests underlying the venture capital and private equity firm. To create those structures, it is essential to implement a series of measures that can prevent and manage situations that may give rise to conflicts of interest among the various parties involved.

This Guide presents a set of best practices and proposals for action based on the following principles, each of which treated separately in this document:

- Alignment of interests
- Governance
- Transparency

These principles shall be considered during the whole life of the venture capital and private equity firm, from the fundraising process and the creation and investment of assets through to their divestment and the dissolution and winding up of the funds.

These principles are not in any case intended to replace or limit the potential negotiating capacity of managers and investors in relation to the design and definition of the governance of the corresponding firms.

This Guide has been prepared based on applicable Spanish regulations.

Hereinafter, each venture capital and private equity firm will be referred to as the "Fund"; the management team (or, in general terms, the company managing the Fund) will be referred to as the "Manager" and the Fund unitholders or shareholders will be referred to as the "Investors".





Content

9	INTRODUCTION
	BLOCK I. ALIGNMENT OF INTERESTS
10	1. Manager's commitment
11	2. Term of the fund
12	3. Management fee
13	4. Economic rights of the manager's share in profits (carried interest)
14	5. Reinvestment
14	6. Earnings from underlying investments (investment related fees)/fees
15	7. Setting up and operating expenses
15	8. Co-investment (with the manager)
16	9. Co-investment (with investors)
17	10. Reporting
	BLOCK II. GOVERNANCE
18	11. Supervisory committee
19	12. Removal of the manager
20	13. Key executive clauses
21	14. Investment policy
21	15. Financing policy
22	16. Modification of the terms contained in the fund documents
22	17. Investment Committee
23	18. ESG (environmental, social and governance)
	BLOCK III. TRANSPARENCY
24	19. Fees and expenses
24	20. Side letters
25	NOTES

*Most innovative law firm
in continental Europe*



Talent
A multidisciplinary and diverse team of over 1,500 professionals across 24 nationalities.



Proximity
A prominent presence throughout the Iberian Peninsula, and a network of 27 offices in 12 countries, as well as a close collaboration with leading law firms.



Experience
One hundred years of advising leading companies on their day-to-day activity and on major transactions.



Innovation
International recognition of an innovative style of law practice.



Imagine a new
law practice



CUATRECASAS





Who we are?

ASCRI ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CAPITAL, CRECIMIENTO E INVERSIÓN

+247 MEMBERS

It comprises more than **147** national and international Venture Capital & Private Equity firms

1986 The Spanish Venture Capital & Private Equity Association (ASCRI) was born in 1986

85 service providers

15 institutional investors

Spreading and ensuring the professional standards among its members:

- Transparency
- Good governance
- Best practice

2,796 (92% SMEs) investee companies

more than **38,053M€** funds under management (12,000M€ from international funds)

448,800 employees

Presentation

One of the foundational objectives of ASCRI is to develop the venture capital and private equity sector. With this purpose in mind, the current development stage of our sector and the addition of new investors, we have deemed appropriate to prepare, in a coordinated way between our managing partners and investment partners and with the invaluable collaboration of Cuatrecasas, this best practices guide. Our immediate aim is to facilitate dialog between managers and investors. We are sector whose essence is the alignment of interests between all parties, with this document intended as a guide to be able to organize their relationship in a constructive manner, bearing in mind all the necessary elements to maintain this alignment in the long term. All this without replacing in any manner whatsoever the negotiating capacity of the parties, because every situation is unique and different. We hope in this way to facilitate that negotiation and, above all, create a reference framework that gives confidence particularly to those players joining the sector for the first time. We thank Cuatrecasas for the great work done in the preparation of this guide.

Miguel Zurita, ASCRI Chairman,
Managing Partner and Co-CIO Altamar Capital Partners

Jose Zudaire, ASCRI Managing Director

The publication of the best practices guide represents an important milestone in the venture capital and private equity sector in our country and reflects its maturity, having been able to capture in this document the basis for the negotiation between investors and managers, in a practical and constructive way, aligning the interests of both and promoting transparency for investors. We at Cuatrecasas would like to firstly congratulate ASCRI for the initiative and the courage to implement this cross-cutting project and secondly thank the association that has allowed us to participate in the working group, broadening our knowledge in a strategic sector for our firm. The venture capital and private equity industry allows the flow of savings to the real economy of countries through professional and independent management; we hope that this guide helps contribute to their growth and the addition of new participants to it.

Rafael Fontana, President of Cuatrecasas

Jorge Badia, Managing Partner of Cuatrecasas

Cuatrecasas and Asciri jointly prepared this document. The information and comments included in it do not constitute legal advice. Cuatrecasas and Asciri jointly own the intellectual property rights to this document. Any reproduction, distribution, assignment or any other full or partial use of this document is prohibited, unless with the consent of Cuatrecasas and Asciri. The first edition of this document was published in December 2018.





Best practices guide for private equity and venture capital funds

September 2021
2nd edition

