



---

## Buenas prácticas en el ámbito del capital riesgo a la luz de la publicación de los principios de ILPA 3.0

**Jorge Canta**

Socio

[jorge.canta@cuatrecasas.com](mailto:jorge.canta@cuatrecasas.com)

### RESUMEN

Las entidades de capital privado o capital riesgo se han convertido en uno de los canalizadores del dinero de inversores más relevantes en el ámbito de la economía real. Las relaciones entre los inversores y los gestores de capital riesgo han evolucionado durante estos últimos años, en particular desde la crisis financiera de 2008. La publicación de guías de buenas prácticas en el sector que permitan alinear los intereses de los gestores y los inversores no adentran en un mundo complejo de relaciones que han tenido históricamente poca atención del entorno legal, pero cuyo conocimiento es fundamental para entender a estos operadores.

Private equity firms have become one of the most prominent channels for the investment of institutional investors into real economy. The relationships between GP and LPs have changed during the last years in particular, from the financial crisis of 2008. The publication of best practices or standards aligning the interest of GPs and LPs give us insights of a complex world of relationships which has raised historically little interest from the legal market, but whose knowledge is key for understanding these players.

Palabras Clave: Fondos de Capital Riesgo, Fondos de Capital Privado, Private Equity, Buenas Prácticas, Gobernanza, Carried Interest, ILPA Principles.



## 1. Introducción

La industria de fondos de capital riesgo (fondos de capital privado) ha llegado a cifras record de captación de activos en el año 2018 y los fondos de *private equity* o de *capital privado* están llamados a liderar las inversiones en la llamada economía real en la próxima década.

En España el número de operadores ha pasado de 71 a 258, habiendo invertido alrededor de 44.000 millones de euros en 7.500 empresas, convirtiéndose en un dinamizador del sector empresarial especialmente en el ámbito de las Pymes.<sup>1</sup>

A pesar de la importancia relativa de esta industria en el sector de la inversión, la atención por parte de la doctrina jurídica a las figuras de los fondos de *private equity* ha sido muy escasa en nuestro país y existe un gran desconocimiento de las relaciones que gobiernan a los inversores y gestores de dichos vehículos.

Pese a ser un sector regulado sometido a la supervisión de las autoridades del mercado de valores, no existe prácticamente derecho imperativo en cuanto al contenido de los contratos que regulan la relación entre los inversores y gestores y los términos de la relación están generalmente basados en las prácticas que marca el mercado.

En este sentido, las asociaciones de industria han ejercido un papel muy relevante en la elaboración de documentos de buenas prácticas en las que puedan basarse los inversores y gestores en Fondos de Capital Privado.

Una de las asociaciones más activas en la redacción de buenas prácticas es la ILPA (*International Limited Partnership Association*) formada exclusivamente por inversores, en su mayoría institucionales, que desde 2009 viene publicando activamente Guías y otros documentos que pueden servir de apoyo para fomentar las buenas prácticas en este sector.

La reciente publicación en el año 2019 de una nueva versión de los Principios ILPA (*ILPA Principles*) nos ofrece una oportunidad para profundizar en los términos que deben regir entre los inversores y gestores en los vehículos de capital privado.

## 2. Aspectos más relevantes de los Fondos de Capital Privado

Los Fondos de Capital Privado son vehículos canalizan inversiones a largo plazo de un número de inversores que confían su dinero a gestores especializados. La figura de los gestores como personas encargadas de realizar las actividades de gestión del vehículo es muy relevante considerando que los inversores han encomendado a estas personas la gestión de su dinero.

---

<sup>1</sup> ASCRI. Impacto económico y social del capital privado en las operaciones de middle market en España. 2018.



No se trata de vehículos de capital permanente, sino que habitualmente el gestor tendrá un mandato de los inversores para realizar inversiones, bajo una política de inversión determinada, de tal forma que los inversores se obligarán a aportar una cantidad determinada de dinero para que el gestor tome las decisiones de inversión. Una vez que el gestor haya ejecutado las inversiones, se dedicará a generar valor para las mismas con el objetivo de venderlas o, en su caso, promover su cotización en un mercado secundario.

Una vez ejecutada la última desinversión el Fondo se liquidará y la relación entre gestores e inversores habrá finalizado. En general, el ciclo de vida de un Fondo tiene una duración media de entre 10 y 12 años de los cuales unos 4 o 5 se dedicarán a invertir en compañías y el resto a generar valor para las inversiones y desinvertir.

El funcionamiento habitual de un vehículo de estas características exige a los inversores aportar fondos al mismo a medida que el Gestor va tomando decisiones de inversión. Los fondos serán devueltos, junto con la rentabilidad obtenida, en el momento en el que las inversiones sean transmitidas. Por su labor, el Gestor recibirá una comisión de gestión y una comisión de éxito en función de la rentabilidad obtenida por los inversores.

A diferencia de las sociedades capitalistas, los inversores de los fondos de capital privado no pretenden influenciar en la toma de decisiones del gestor. En consecuencia, el gestor tendrá responsabilidad fiduciaria frente a los inversores que serán meramente pasivos en cuanto a la actividad de gestión del Fondo.

Esta pasividad del inversor se ve acentuada en las estructuras habitualmente utilizadas para la canalización de capital privado en el mundo anglosajón, como son los *Limited Partnerships*. En concreto en los *Limited Partnerships* el *General Partner* (Gestor o GP) asume las obligaciones de gestión, asumiendo responsabilidad ilimitada, mientras que el *Limited Partner* (Inversor o LP) es un mero inversor con responsabilidad económica limitada a su inversión. La intervención de un *Limited Partner*, pasando de una posición pasiva a una activa podría afectar negativamente a su responsabilidad limitada.

### **3. Consideraciones contractuales a la luz de la estructura de los Fondos de Capital Privado**

Como primera aproximación debe tenerse en cuenta que los Fondos, se regulan en el llamado *Limited Partnership Agreement* (LPA) que sería el equivalente a los estatutos de una sociedad de capital. El LPA se corresponde con la fórmula habitual elegida en la práctica totalidad de los fondos americanos, el *Limited Partnership*.

Adicionalmente, en caso de realizarse una oferta de las participaciones en el Fondo, existirá un *Private Placement Memorandum*.



Finalmente, cada inversión firmara un acuerdo de suscripción o compromiso de inversión (*Subscription o Commitment Agreement*) bajo el cual se compromete a aportar cantidades al Fondo por un importe máximo determinado cuando el gestor se lo requiera.

El equivalente en España del LPA es el Reglamento de Gestión de los Fondos de Capital Riesgo, o los Estatutos en el caso de tratarse una Sociedad de Capital Riesgo, complementado con el Folleto del Fondo y el acuerdo de suscripción.

Las consideraciones sobre la estructura de los Fondos de Capital Privado nos apuntan algunas características claves para la elaboración de los LPA o Reglamentos de Gestión. En particular destacamos las siguientes:

- La documentación se negocia en el momento de la creación del vehículo, siendo conscientes las partes que debe contemplar una relación a largo plazo que pasará por diferentes fases: (i) incorporación del vehículo, (ii) realización de inversiones y aportación de fondos, (iii) ejecución de las desinversiones y pago de los retornos a los inversores y (iv) y liquidación.
- Los inversores no son un frente común en las negociaciones de la documentación, sino que las negociaciones se producen de forma individual con cada uno de los inversores. En general este sistema provoca que solo algunos de los inversores más relevantes tengan capacidad real de negociación con el gestor, mientras que el resto de inversores se adherirán a las condiciones pactadas por los grandes inversores.
- Las novaciones al contrato son excepcionales dada la pluralidad de inversores en el vehículo que se han adherido al contrato.
- El inversor no podrá salir del Fondo, excepto que encuentren otro inversor que le reemplace en su posición.
- La documentación es común para los inversores si bien, como ya veremos más adelante en ocasiones ciertos inversores tienen acuerdos separados (*Side Letters*) con condiciones especiales.
- El gestor tiene todas las capacidades atribuidas para la gestión de las inversiones, bajo un mandato de inversión predeterminado y detallado en la documentación, y los partícipes no influirán en las mismas. Tiene por tanto una responsabilidad fiduciaria respecto a los inversores como gestor de su dinero.



Estos elementos otorgan al gestor una posición de partida ciertamente ventajosa ya que liderará la preparación de la documentación y su posición gozará de estabilidad por las capacidades de gestión otorgadas y la dificultad para los inversores de cambiar las reglas del juego.

#### **4. Los inicios en la organización de los inversores y la creación de la International Limited Partnership Association (ILPA)**

Como contraposición a la preminente posición de los gestores, a principios de los 90, una serie de inversores institucionales liderados por los grandes fondos de pensiones norteamericanos comenzaron a reunirse de manera informal para compartir experiencias y conocimientos en el ámbito de los fondos de capital privado.

Estas reuniones informales dan lugar a la constitución de la ILPA en el año 2002 con la incorporación de 79 miembros. El gran paso adelante de la organización se produce con la publicación de los *ILPA Principles 1.0* (los Principios 1.0, ILPA 1.0 o *Principles 1.0*) en el año 2009.

La publicación de los Principios 1.0 se produce justo después de la crisis financiera mundial. La industria del Capital Privado resistió la crisis y salió de la misma sin grandes daños, si bien existía un sentimiento consolidado en la industria que algunos de los términos de los Fondos anteriores a la crisis favorecían significativamente a los Gestores. En este sentido, algunos inversores opinaban que esta situación, originada en un entorno de captación de fondos muy positivo, debía revertirse con el objetivo de que los Fondos fuesen un “*partnership*” en el que los intereses de los gestores e inversores estuviesen alineados a largo plazo. Por primera vez el péndulo en la negociación de las condiciones contractuales de los Fondos había comenzado a virar de los Gestores a los Inversores.

Puede afirmarse que la publicación de los Principios 1.0 es el primer fruto de la cooperación de inversores que comenzó 20 años atrás y que nació del convencimiento que son los inversores los que debían liderar la creación de los estándares de esta industria. En la actualidad ILPA representa más de 500 inversores institucionales con unos activos bajo gestión de 2 trillones de dólares y se ha convertido en la referencia de los inversores de los fondos de capital privado.

Desde el 2002 ILPA ha sido muy activo en la elaboración de estándares y documentación que mejore la posición de los inversores. Debe destacarse la elaboración de modelos de *reporting*<sup>2</sup>, de acuerdos de suscripción, cuestionario de *due diligence* etc. y la preparación de un documento estándar de LPA publicado este mismo año<sup>3</sup>.

En paralelo, a este lado del atlántico, el liderazgo de las buenas prácticas está abanderado por *Invest Europe (the Voice of private capital)* asociación creada con un mayor liderazgo de gestores que

---

<sup>2</sup> <https://ilpa.org/reporting-template/>

<sup>3</sup> <https://ilpa.org/modelpa/>



de inversores y que también publica una guía de buenas prácticas a través del *Professional Standards Handbook*.

## 5. Los ILPA Principles 1.0.

En septiembre de 2009, ILPA publicó la primera versión de sus principios del capital privado, los *ILPA Principles*, como culminación de las continuas negociaciones y consultas entre los inversores. Aunque los proyectos de estandarización habían ocurrido con anterioridad, como el realizado por la EVCA en el ámbito de la valoración y los estándares de *reporting*, habían sido mayoritariamente dirigidos por los gestores más que por los inversores. ILPA 1.0 fue, por tanto, el primer esfuerzo coordinado de los inversores para crear una guía para la estructuración y términos de los Fondos de Capital Privado y proponer buenas prácticas desde la perspectiva del inversor.

Los Principios 1.0 pretendían no solo educar a la comunidad de inversores sobre las buenas prácticas desde el punto de vista del inversor, sino facilitar los debates entre Inversores y Gestores sobre buen gobierno de los Fondos y la creación de valor a través de la alineación de intereses.

Si bien la publicación de los Principios 1.0 no fue bien recibida por la industria, con el tiempo consiguió mayor aceptación por parte de los Gestores, especialmente a partir de la publicación de la revisión de dichos principios en el año 2011.

Los Principios se centran en las siguientes áreas:

- Fortalecimiento de la alineación de intereses.
- Mejora de la gobernanza de los Fondos y de la protección del inversor
- Mejora de la transparencia y del *reporting* a inversores.

### 5.1 La alineación de intereses

El concepto de la alineación de intereses en los Fondos de Capital Privado tiene como principal elemento la alineación de los intereses económicos entre el Gestor y los Inversores. En este tipo de vehículos la alineación económica viene originada por la inversión del equipo gestor, que arriesga parte de su patrimonio en el Fondo y por el cobro de una comisión de éxito o *carried interest* en función de la rentabilidad obtenida por los inversores.

Otros aspectos que también son relevantes en este ámbito son una duración del Fondo acorde con la política de inversión, la fijación de una comisión de gestión ajustada a las funciones realizadas por la Sociedad Gestora, la compensación de otros ingresos recibidos por la Sociedad Gestora tales como dietas de consejo de las participadas, contra la Comisión de Gestión.



## *Alineación de intereses y la comisión de éxito o carried interest*

Uno de los elementos más característicos de los fondos de capital privado es la forma en la que están remunerados sus gestores en lo que en el argot se conoce como el *Carried Interest*.

El *Carried Interest* tiene su origen histórico en la remuneración variable de la gestión de negocios ajenos y, en particular, en el sistema de *Colleganza*. En el siglo XII los mercaderes venecianos necesitaban inversores y los inversores necesitaban incentivos para financiar a los mercantes. Ante esta situación el gobierno veneciano creó el sistema de la *Colleganza*, que era un contrato entre el inversor y el mercante dispuesto a viajar a oriente a comprar mercancías. El inversor ponía el dinero para la compra de las mercancías y alquilar el barco y el mercante realizaba el viaje para vender las mercancías y comprar otras nuevas para la venta tras su viaje. Los beneficios eran distribuidos entre el inversor y el gestor, con un reparto del 75%-25%.

La idea del *Carried Interest* de los Gestores de Fondos Privados parte de un concepto similar, dado que el Gestor se llevará el 20% de los resultados que obtenga el inversor.

Históricamente, los modelos de *Carried Interest* se han dividido por geografías. Por un lado, los fondos europeos han considerado la inversión en el fondo como un todo a efectos del cálculo mientras que los fondos americanos han utilizado el llamado modelo operación por operación (*deal by deal*) para el cálculo. El origen de esta distinción geográfica tiene su origen en la tributación de los Gestores americanos que imputaban sus rentas en función de los rendimientos devengados mientras que los europeos lo hacían sobre los rendimientos recibidos.

Adicionalmente en el modelo europeo es muy habitual la referencia a un retorno preferente (*preferred return*) que funciona como barrera por debajo de la cual el Gestor no cobrará *Carried Interest*. De esta forma, solo en aquellos casos en los que el Gestor haya conseguido una rentabilidad para el Inversor superior al retorno preferente cobrará el *Carried Interest*.

Desde el punto de vista de los inversores la tendencia es solicitar un modelo de *carried interest* bajo el modelo europeo, puesto que el gestor únicamente se llevará su *carried interest* una vez que el inversor ha recibido su inversión y el retorno preferente, siendo más remoto el caso en el que el Gestor tenga que devolver el *carried interest* recibido durante la vida del Fondo (*Clawback*)

Sin embargo, en el modelo *deal by deal* es más probable que el *carried interest* cobrado durante la vida del Fondo puede tener que ser objeto de devolución. Por ello, aquellos gestores que utilizan un sistema *deal by deal* normalmente dejan en depósito (*escrow*) parte del *carry* recibido con el objeto de proteger la posición del inversor ante futuras situaciones de devolución.

## **5.2 Gobernanza**

Tal y como hemos señalado anteriormente, la mayoría de las estructuras de Fondos de Capital Privado están basadas en estructuras a largo plazo ilíquidas donde el Gestor tiene discrecionalidad



sobre las decisiones de inversión. Los Inversores acuerdan este modelo sobre la base de la confianza en un equipo gestor y la comprensión de una estrategia de inversión determinada con unos parámetros preestablecidos para la realización de inversiones.

Dado que los LPAs no pueden hacer previsiones anticipadas sobre todas las circunstancias y elementos futuros de la redacción, los Inversores necesitan asegurarse de que existen mecanismos apropiados para que los potenciales conflictos se resuelvan, junto con los posibles cambios en el equipo gestor o en otros parámetros del Fondo.

## 5.2.1. Equipo Gestor

La identificación del equipo gestor y sus funciones se considera un elemento crítico en la decisión de inversión por parte de un Inversor. Por tanto, cualquier cambio en el equipo gestor debería permitir a los Inversores a reconsiderar o reafirmar su decisión de compromiso con el Fondo a través de las llamadas Salida de Persona Clave o *Key-Executive Clause*.

- Lo primero que debe determinarse es aquellos casos en los que una salida de uno o varios de las Personas Clave del Fondo, esto es de los Gestores más relevantes, genera una situación de Salida de la Persona Clave.
- Una vez determinado que la salida de Personas Clave o su falta de dedicación al Fondo ha generado una situación de Salida de una Persona Clave, el LPA debería prever determinadas consecuencias, vinculadas a paralizar el periodo de inversión y a buscar un reemplazo que, en caso de no encontrarse podría dar lugar a la liquidación del Fondo

## 5.2.2. El Comité de Supervisión

Dentro de los órganos de gobierno del Fondo destaca por su especialidad el denominado *Limited Partner Advisory Comité* (LPAC) o Comité de Supervisión. El Comité de Supervisión está normalmente compuesto por los inversores de mayor tamaño en el Fondo y tiene como función principal resolver los Conflictos de Interés que surjan durante la vida del Fondo y revisar la política de valoración de los activos. Adicionalmente el LPAC podría ser un órgano de consulta sobre las operaciones del Fondo.

En ningún caso el LPAC debe tomar responsabilidades de gestión del Fondo y su uso debe ser limitado, no siendo deseable que asuma las funciones de la Junta de Partícipes.

## 5.2.3. Modificaciones de los Acuerdos. La Junta de Partícipes

Como hemos señalado anteriormente, los inversores en el Fondo no tienen capacidad de gestión. Sin embargo, es habitual que los inversores tengan un foro de decisión para dilucidar





circunstancias excepcionales que supongan un cambio en las condiciones bajo las cuales se realizó la inversión.

Entre otras decisiones, a la Junta de Partícipes le corresponde aprobar las modificaciones que se produzcan en los contratos que gobiernan el Fondo.

### 5.2.4. Cese del Gestor

En los orígenes de la industria del capital privado, las posibilidades de cese de gestor eran muy limitadas y respondían a conductas muy graves realizadas por él. Esta situación, considerando el amplísimo plazo de relación con los inversores ha sido siempre objeto de cierta preocupación por parte de los inversores.

La evolución de las normas de cese, plasmadas en los Principios 3.0 como más tarde veremos, ha sido, por un lado, incluir la posibilidad de Ceses sin Causa que serán tomados por los Inversores con mayoría reforzada y bajo los cuales el Gestor tendrá derecho a recibir una indemnización y la recepción del *carried interest* en los términos que se acuerden. Por otro lado, la estandarización de las situaciones en las que el Gestor pueda ser cesado con causa, que, en general, no genera una indemnización para el Gestor y supone la pérdida del *Carried Interest*.

## 5.3. Información y transparencia

En cuanto a la información y transparencia por un lado ILPA recomienda la utilización de modelos estándar para la información periódica financiera. En este punto ILPA ha desarrollado una serie de modelos de *reporting* y de solicitud de capital o de distribución. Asimismo, ILPA ha publicado un modelo de reporte de comisiones, gastos y *carried interest*.

Adicionalmente, ILPA recomienda la comunicación inmediata a los inversores de cualquier información que podría afectar al gestor, tales como cambios en el accionariado, equipo gestor etc.

## 6. Los Principios 3.0

Casi 10 años después de la publicación de los Principios 1.0, ILPA ha publicado la tercera versión de los Principios, tras la modificación realizada en el año 2011-

Las recomendaciones de los Principios 3.0<sup>4</sup> se realizan en un momento en el que el nivel de inversión de los fondos de capital privado está en máximos. Las recomendaciones siguen tratando

---

<sup>4</sup> [https://ilpa.org/wp-content/uploads/2019/06/ILPA-Principles-3.0\\_2019.pdf](https://ilpa.org/wp-content/uploads/2019/06/ILPA-Principles-3.0_2019.pdf)



de mejorar la relación entre inversores y gestores e incluyen tendencias de los últimos años tales como el tratamiento de políticas de ESG, las operaciones de secundario o las líneas de crédito. A continuación, destacamos algunos de los más relevantes:

### *Responsabilidad fiduciaria de los gestores*

ILPA pretende impulsar el principio de que el Gestor tiene una responsabilidad fiduciaria frente a los inversores frente a la tendencia de algunos fondos de reducir o limitar las responsabilidades fiduciarias de los Gestores.

Adicionalmente, los principios 3.0 recomiendan que la documentación de reforzar más que ocultar la responsabilidad fiduciaria de los Gestores y que la negligencia grave, el fraude el dolo o el incumplimiento de los reglamentos de gestión deberían ser el término mínimo de estándar de responsabilidad acordado sin que quepa ninguna graduación con respecto al Conocimiento previo o daño o perjuicio material.

La negligencia grave, el fraude o el dolo, deben ser excluidos de las protecciones de indemnización y ausencia de responsabilidad, incluso aunque se permitan por ley y cualquier indemnización debe estar limitada como un porcentaje del total tamaño del Fondo. Esta es un área en la que ILPA entiende que ha habido poca alineación de intereses entre los Gestores y los Inversores. Sin duda este será un aspecto en el que a futuro veremos discusiones entre los Gestores y los Inversores.

Dentro del marco de la responsabilidad fiduciaria se encuentra la posibilidad del cese del Gestor, que puede ocurrir por causa, debido a los incumplimientos antes mencionados, o sin causa. En este último caso la decisión de los partícipes debe tomarse por mayoría reforzada e indemnizando al gestor por la ruptura del contrato.

### *Compromiso de los Gestores*

LPA recomienda que los Gestores tenga una inversión relevante en el Fondo y que los compromisos sean realizados en cash, y no como una reducción o eliminación de la Comisión de Gestión o a través de financiaciones especiales. Adicionalmente ILPA recomienda que los Gestores no puedan co-invertir en operaciones individuales del Fondo (*cherry picking*) sino que su inversión se realice en la totalidad del Fondo como parte alícuota en la totalidad de las inversiones en el mismo,

### *Buenas prácticas en torno al LPAC*

Los Principios 3.0 reiteran el importante rol que el LPAC debe desarrollar en el gobierno del Fondo ofreciendo un referente que pueda servir a los Gestores y generando una aportación valiosa en decisiones relevantes en material de gobernanza en particular en lo referente a conflictos de interés. ILPA incluye recomendaciones en cuanto a su composición y cuestiona la actual tendencia de incluir en los LPAC únicamente a los inversores de mayor tamaño en el Fondo



abogando por la diversidad de inversores. Los Principios 3.0 también recomiendan que el LPAC pueda reunirse en privado, sin la Gestora.

### *Condiciones Económicas del Fondo*

Los Principios 3.0 hacen recomendaciones específicas en relación a la cascada de pagos, el cálculo del *carried interest*, la reinversión (*recycling*), el *clawback* y las comisiones y gastos:

- **Cálculo del *carried interest*.** Junto con una serie de propuestas centradas en cálculo del retorno preferente, ILPA recomienda que el *carried interest* se calcule sobre los beneficios netos para el inversor (no sobre los beneficios brutos) teniendo en cuenta el impacto de los gastos en el Fondo y después de impuestos
- **Reinversión de distribuciones (*Recycling*) *distributions*.** ILPA recomienda que el total de distribuciones sujetas a reinversión (y que como consecuencia puedan ser exigidas a los inversores como parte de su compromiso no desembolsado) deben tener un máximo establecido en la documentación, de tal forma que los inversores puedan tener una monitorización y control de su tesorería. Adicionalmente este tipo de cláusulas deben operar únicamente durante el periodo de inversión.
- **Cascada de Pagos (*Waterfall*).** ILPA insiste en la utilización del modelo europeo con retorno preferente. Para aquellos modelos que no son consistentes con el Sistema europeo (*deal by deal*) ILPA incluye recomendaciones sobre cómo deben realizarse las distribuciones, como deben valorarse las inversiones no materializadas y como debe retenerse una proporción del *carried interest* en *escrow*.
- **Clawback.** Los Principios 3.0 proponen un número de recomendaciones clave respecto al *clawback* incluyendo, que las *clawbacks* deben estar informados al final de cada periodo de reporte y debe tener una duración máxima de dos años.

### *Comisiones y Gastos*

Los Principios 3.0 incluyen una serie de recomendaciones diseñadas para fomentar una mayor transparencia en relación con las comisiones y los gastos y la alineación entre Gestores e Inversores y LP, que incluyen:

- La documentación del fondo debe detallar la definición, el cálculo, la evaluación y la presentación de informes de las comisiones y gastos asignables al vehículo o a las compañías de cartera que afecten el compromiso de un LP con el fondo y / o el retorno



neto de la inversión. Las políticas de honorarios y gastos deben ser apropiadas, razonables, de plena competencia y divulgadas a los inversores antes del inicio del fondo.

- Los costes de creación del fondo deben ser razonables y estar limitados a una cantidad apropiada para el tamaño del fondo.
- Los reportes trimestrales deben proporcionarse con suficiente detalle, incluido el importe de los honorarios cobrados a las compañías de cartera, a fin de permitir a los inversores evaluar y validar el cálculo de los honorarios de administración y gastos de fondos, compensaciones de honorarios y gastos acumulados y pagados.
- Todas las comisiones cobradas a las compañías de cartera deben compensarse totalmente con la tarifa de administración y acumularse en beneficio del fondo, independientemente de la aplicación de cargas impositivas o devoluciones. Cualquier comisión de gestión asignada en forma proporcional para coinvertir vehículos debe ser compensada.

### *Suscripción de líneas de crédito*

El uso de líneas de crédito que financian las suscripciones de los partícipes está siendo un denominador común en la industria teniendo en cuenta el escenario de tipos bajos. Siendo esta la situación ILPA recomienda que se impulse la transparencia respecto a estas prácticas, incluyendo el nivel de apalancamiento del fondo, los compromisos y la información sobre rentabilidad. ILPA recomienda que los LPs puedan excluirse de las operaciones de financiación y que el gestor debe informar del importe de las financiaciones, límites de duración, y como los compromisos se garantizan en el contexto del nivel de apalancamiento del Fondo. ILPA recomienda que las financiaciones sean a corto plazo (no más de 180 días) y que estén limitadas a un importe máximo del Fondo (por ejemplo, un 20 por 100).

### *Ventas en Secundario lideradas por los gestores.*

Los Principios 3.0 incluye recomendaciones dirigidas a incrementar la transparencia y la integridad en los procesos de venta de secundario. Las ventas en secundario se han incrementado en los últimos años y consisten en operaciones de transmisión de las de la totalidad de la cartera subyacente de un Fondo. Estas recomendaciones están en línea con los principios de ILPA en el marco de reestructuraciones de Fondos liderados por los gestores. ILPA recomienda la implicación del LPAC en la revisión de estas transacciones y en resolución de conflictos de interés. Adicionalmente ILPA recomienda que se permita a los LPs a reinvertir sus participaciones en la nueva estructura sin cambio en las condiciones, más que se produzca una venta en secundario.



## *Co-Inversiones*

En línea con el deseo creciente de los inversores de co-invertir junto con los Fondos, los Principios 3.0 dan recomendaciones detalladas de las buenas prácticas en materia de co-inversión. ILPA en general aboga por una obligación de información previa, en la documentación del fondo, del régimen de coinversión y del marco general bajo el que se va a ofrecer a los inversores, incluyendo la política de gastos y de asignación de oportunidades de inversión. También debe establecer mecanismos de solución de conflictos de interés en el que el LPAC tendrá una intervención relevante.

## *Reportes ESG*

Los Principios 3.0 recomiendan asumir y actualizar periódicamente una política ambiental, social y de gobernanza (ESG). Los LP deben poder medir el éxito de un fondo en el cumplimiento de su política ESG. Además de esto, una política de ESG debe incluir información suficiente para permitir que un LP evalúe el grado en que la estrategia y las operaciones de inversión del GP están alineadas con las políticas de ESG de una institución de LP individual, incluida la forma en que ESG se tiene en cuenta en la debida diligencia y las divulgaciones de incidentes. e informes de rendimiento.

Los Gestores pueden demostrar su compromiso con ESG como filosofía de inversión a través de una política de inversión responsable, o adhiriéndose a los estándares de la industria, como los Principios para la Inversión Responsable o las Directrices de AIC para la Inversión Responsable. Se han establecido marcos de informes para ayudar a los LP a comprender, verificar y evaluar los procesos GP para la integración de ESG, que incluyen:

- Marco de divulgación de ESG para capital privado;
- Cuestionario de diligencia debida de inversión responsable para LPs de PRI;
- La Modelo de reporte voluntario de ILPA para respaldar la presentación de informes a nivel de la empresa de la cartera sobre los factores ESG;
- IFC Toolkit para información y transparencia;
- Marco de informes de PRI ESG

## **7. La publicación de la Guía de Buenas Prácticas en España.**

El desarrollo de la industria del capital privado en nuestro país también ha tenido su reflejo en la publicación de la “Guía de Buenas Prácticas entre inversores y entidades de capital privado”<sup>5</sup> el

---

<sup>5</sup> <https://www.ascr.org/estadisticas-y-publicaciones/guia-best-practices-entre-lps-y-gps-para-el-mercado-espanol/>



paso mes de diciembre de 2018. Esta Guía preparada por la Asociación Española de Capital, Crecimiento e Inversión (ASCRI) con la colaboración del despacho Cuatrecasas completa uno de los objetivos de la asociación para promover la industria del capital privado. Siguiendo la línea de ILPA e *Invest Europe* la guía ha contado con la colaboración de numerosos gestores e inversores que han querido otorgarse un marco de actuación que fomente el conocimiento y la seguridad en este ámbito.

## 8. Conclusiones

En los últimos años la evolución de la posición de los inversores respecto a los fondos de capital privado ha cambiado sustancialmente y la tendencia será a que cada vez tenga una posición de mayor fuerza. Esto contribuirá al buen gobierno y la alineación de intereses y gestores, lo que facilitará la entrada de inversores en esta industria. La tendencia en términos de mejora de la transparencia y estandarización de la documentación e información está siendo muy positiva e incluirá todas las novedades en cuanto a reportes ESG en un futuro muy cercano.

## Bibliografía

Nigel van Zyl and Edward Lee. The LPA Anatomized. Private Equity International

Mariya Stefanova- The definitive guide for carried interest. Private Equity International

Stephanie Breslow and Phyllis Schwartz- [Private Equity Funds: Formation and Operation](#)  
Practising Law Institute

Tom Alabaster. Global Investment Funds. Global Law and Business.

Jason A. Scharfman Private Equity Compliance Analyzing Conflicts, Fees and Risks. Willey Finance Series.

**Publicado en:** Revista de Derecho del Mercado de Valores, nº 25/2019 (julio-diciembre).