

# Mejores prácticas en la relación entre inversores y gestores de capital riesgo (los principios ILPA 2.0).

Julio Veloso

Socio. Área Mercantil / Private Equity  
Broseta Abogados

## Sumario

1. Introducción.
2. ¿Qué es la ILPA?
3. Los principios.
4. Principios básicos.
5. Alineamiento de intereses.
6. Gobierno.
7. Transparencia e información.
8. Comité asesor de los inversores (Ipac) (Anexo A).
9. Carry clawback (Anexo B).
10. Información financiera (Anexo C).
11. Conclusiones.

## Resumen

La industria del capital riesgo ha sido acusada con frecuencia de falta de transparencia. La INSTITUTIONAL LIMITED PARTNERS ASSOCIATION ("ILPA") ha publicado la segunda versión de sus Principios, cuyos objetivos son facilitar (i) el Alineamiento de intereses entre Gestores e Inversores; (ii) el Gobierno de los Fondos; (iii) y la Transparencia en relación a la gestión y funcionamiento de los mismos.

*Palabras clave:* ILPA, transparencia, alineamiento de intereses, buen gobierno.

## 1. Introducción

La industria del capital riesgo (la "Industria") ha sido acusada con frecuencia de falta de transparencia.

Ello llama especialmente la atención en una Industria en la que, en muchas ocasiones, el inversor/propietario está fuertemente involucrado en la estrategia y dirección de las entidades participadas.

Ha de tenerse en cuenta, además, que no es infrecuente que se produzcan situaciones en las que se surja un conflicto entre los legítimos intereses de las distintas partes implicadas. Esos conflictos deberían poder resolverse de manera abierta, honesta y con integridad.

Por ello, asociaciones como la Asociación Europea de Capital Riesgo ("EVCA" en su acrónimo inglés, "EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION"), tienen como objetivo promover los más altos estándares éticos y profesionales en la Industria.

Con este propósito la EVCA ha elaborado, entre otros documentos<sup>1</sup>, una guía clara, práctica y accesible de los principios que deberían gobernar las relaciones profesionales entre los inversores de capital riesgo ("Inversores"), los gestores de capital riesgo o "General Partners" en la terminología anglosajona ("Gestores") y las entidades participadas y gestionadas por ellos.

Para conseguir una Industria exitosa es fundamental mantener un comportamiento ético, comportamiento que permitirá que (i) haya un ambiente de confianza entre los diferentes profesionales que actúen en la Industria, a la vez que (ii) asegurará unas condiciones justas y equitativas de la Industria, lo que, a su vez, hará que la gente en general confíe en la misma.

## 2. ¿Qué es la ILPA?

La Asociación Institucional de Inversores de Capital Riesgo ("ILPA" en su acrónimo inglés, "INSTITUTIONAL LIMITED PARTNERS ASSOCIATION"), es una asociación sin ánimo de lucro comprometida a servir a los Inversores.

Fue fundada en los primeros años 90. Desde entonces ha crecido de forma considerable y hoy engloba a más de 240 organizaciones alrededor del mundo.

Sólo los inversores pueden ser miembros de la ILPA, lo que no impide que se trate de una organización dinámica que representa un diverso rango de intereses.

Su misión consiste en:

- (i) Defender los intereses profesionales de sus afiliados; y
- (ii) favorecer un foro que facilite una comunicación que añada valor, aumentando el conocimiento

de este activo o "asset class" y promoviendo la investigación y los estándares de la Industria, todo ello con el fin de permitir a sus afiliados conseguir unos mejores resultados en sus inversiones<sup>2</sup>. Una de las ideas que subyace en los orígenes de la ILPA es la de que las inversiones exitosas requieren la toma de decisiones bien informadas a todos los niveles y por todas las partes.

## 3. Los principios

La ILPA publicó en septiembre de 2009 sus "Principios"<sup>3</sup> con el objeto de fomentar el debate entre los Inversores (o "Limited Partners") y los Gestores (o "General Partners") en relación a las entidades de capital riesgo. Los Principios se desarrollaron con la idea de ayudar a mejorar la Industria en el ánimo de lograr un beneficio a largo plazo de todos los participantes en la misma; con la adopción y publicación de los mismos se pretendía mejorar la comunicación y el entendimiento entre los Gestores y los Inversores. Asimismo su objetivo se basaba en la consecución de consistencia, rigor y expeditividad en relación a la información financiera proporcionada por los Gestores. Dado su buen resultado (muchos Gestores han tenido que negociar con Inversores que acudían a las reuniones con la versión 1.0 de los principios ILPA en sus manos) se decidió publicar esta segunda versión. Aunque también es cierto que para muchos Inversores los principios ILPA no son más que un punto de partida de las negociaciones, y no un "check list" de lo que debe figurar en un acuerdo de "partnership" ("LPA").

Por tanto, el propósito inicial era el de establecer una serie de principios básicos que acercasen a los Inversores y a los Gestores. Desde entonces la ILPA ha podido constatar que los Principios han sido de gran ayuda en la consecución de los objetivos inicialmente marcados.

1 Así, por ejemplo, la EVCA ha publicado, entre otros, los siguientes documentos: (i) Creating lasting value: EVCA HANDBOOK. The Professional Standards for Private Equity and Venture Capital; (ii) EVCA Code of Conduct; (iii) EVCA Corporate Governance Guidelines; (iv) EVCA Governing Principles; (v) EVCA Reporting Guidelines and International Private Equity Valuation Guidelines.

2 Las organizaciones que conforman la ILPA gestionan conjuntamente una cifra aproximada de 1 billón de dólares de activos de capital riesgo.

3 Versión 1.0 de los Principios.

4 Versión 2.0 de los Principios.

Con el fin de mejorar los Principios, la ILPA se comprometió a solicitar comentarios adicionales de grupos de Inversores y Gestores a lo largo de 2010.

Tras recibir dichos comentarios, el Comité de Mejores Prácticas de la ILPA redactó una nueva versión de los Principios. Esta nueva versión<sup>4</sup>, publicada en enero de 2011, mantiene las notas esenciales de la Versión 1.0, a la vez que incrementa su enfoque, claridad y practicidad.

El éxito ha sido considerable y buena prueba de ello es que alrededor de 140 organizaciones de la Industria han apoyado los principios (incluyendo Apollo Management, Coller Capital, KKR, etc.).

En enero de 2011, ILPA también publicó el primero de los cinco formularios que pretende publicar con el objetivo de mejorar la uniformidad y transparencia y reducir los gastos en la administración y gestión de las inversiones de capital riesgo. El primero de los formularios se centra en las notificaciones de desembolsos y de distribuciones, y da una serie de pautas sobre la información que dichas notificaciones deberían incluir así como acerca de los términos en los que deberían formularse las mismas.

## 4. Principios básicos

En los apartados siguientes seguiremos el orden y texto del documento publicado por la ILPA, dado que el único propósito de este artículo es divulgar los principios publicados por ésta.

A juicio de ILPA los tres (3) los principios básicos que constituyen la esencia de una entidad de capital riesgo eficiente son:

- (i) Alineamiento de intereses
- (ii) Gobierno
- (iii) Transparencia

Los Principios pueden servir de base a los Gestores y los Inversores a la hora de negociar los acuerdos (de socios/inversores y de gestión) entre ambos grupos.

ILPA no pretende que ni los Inversores ni los Gestores se comprometan con ningún término específico o concreto, ni tampoco pretende que los Principios se apliquen como un "check list". Cada entidad de capital riesgo debe considerarlos de manera separada y global.

ILPA es perfectamente consciente que un conjunto específico de términos no puede cubrir y dar soluciones a todas las cuestiones planteadas en un mercado flexible y cambiante, y por ello anima a Gestores e Inversores a trabajar conjuntamente a la hora de cerrar un acuerdo entre ellos.

Asimismo, ILPA cree que la consideración cuidadosa de cada uno de los términos y mejores prácticas redundará en mejores retornos de inversión y en una Industria más sostenible.

Por ello, y en línea con los Principios, ILPA anima a todos los Inversores a ser transparentes en la consideración y aplicación de los Principios.

## 5. Alineamiento de intereses

### 5.1. ILPA

Defiende que el alineamiento de intereses entre los Inversores y los Gestores se consigue mejor cuando el beneficio de los Gestores se deriva fundamentalmente del *carried interest* y de los retornos derivados de una importante inversión de capital en el Fondo, así como cuando el Gestor recibe un porcentaje de los beneficios una vez se han cumplido con las reglas de distribución del Fondo en relación a los Inversores (defensa del principio "*fund as a whole*" o fondo como un todo, en detrimento de la distribución "*deal by deal*" o operación por operación)<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> En los Fondos en los que rige el principio de "*fund as a whole*", los titulares de derechos de "*carry*" no comienzan a recibir lo que les corresponda en virtud de tales derechos hasta que no se haya devuelto a los Inversores el total de su inversión de capital, más la tasa de retorno acordada. En los Fondos en los que rige el principio de "*deal by deal*" ese reparto se efectúa tomando como base cada una de las inversiones, de manera aislada.

ILPA considera que el enriquecimiento de los Gestores mediante la percepción de grandes comisiones de gestión, transacción y otras comisiones o fuentes de ingresos que sean excesivas reduce el alineamiento de intereses. Por ello, ILPA mantiene la opinión de que el que los Gestores arriesguen su propio patrimonio se convierte en el mejor incentivo para el alineamiento de intereses. En aquellos Fondos en los que los intereses económicos de los Gestores se basan fundamentalmente en las contribuciones dinerarias realizadas por estos hay un mayor alineamiento de intereses con los Inversores, especialmente si se comparan con aquellos Fondos en los que las "contribuciones" de los Gestores se realizan mediante compensación de las comisiones de gestión.

En los Fondos en los que se sigue el principio de "deal by deal", el uso de cuentas bloqueadas o indisponibles ("escrow accounts") y/o de cláusulas eficientes de "clawback"<sup>6</sup> ayudará a asegurar que los Inversores obtienen el dinero invertido por ellos en su totalidad, en aquellos casos en los que los titulares de derechos de "carry" hubiesen recibido distribuciones por este concepto cuando no deberían haberlo hecho (una vez visto el resultado global del Fondo).

ILPA reconoce que el alineamiento de intereses se puede lograr a través de la combinación de muchos elementos, ya sea los citados anteriormente u otros diferentes. El alineamiento de intereses debe evaluarse considerando todos los elementos en su conjunto.

## 5.2. "Carry"/Cascada ("Waterfall")

### 5.2.1. Estructura de la Cascada

ILPA opina que la mejor práctica consistiría en que todos contribuyesen económicamente al Fondo y en que hubiese un reparto con una serie de preferencias.

En aquellos Fondos en los que rija el principio de "deal by deal", deberían tomarse una serie de medidas tendentes a devolver la totalidad de los costes en los que se hubiesen incurrido, que tuviesen en cuenta posibles ajustes o "write offs", así como que obligasen a devolver la totalidad los honorarios y gastos (en contraposición a una devolución proporcional en función de la inversión puntual de la que se trate). A los efectos de la cascada, todas las inversiones aún no desinvertidas deberían ser valoradas al menor de los dos, el coste de inversión o su valor razonable de mercado. Asimismo deberían exigirse la constitución de "escrow accounts" en relación a los repartos de "carry" con el fin de depositar en las mismas retenciones significativas (30% del "carry" distribuido o más), así como requerir reservas adicionales para cubrir potenciales situaciones de "clawback". La razón que aconseja la constitución y el uso de este tipo de cuentas obedece al propósito de intentar reducir la necesidad de tener que ejercitar las cláusulas de "clawback" al final de la vida del Fondo.

Asimismo ILPA aconseja que el retorno preferente se calcule desde el día en el que el capital es desembolsado hasta la fecha en que el mismo se distribuya/devuelva a los Inversores.

### 5.2.2. Cálculo del "Carried Interest"

El alineamiento de intereses mejora cuando se calcula el "carried interest" en relación a los beneficios netos (no brutos) y una vez deducidas las posibles obligaciones fiscales con las que haya de cumplir el Fondo (que no deberían ser contabilizadas o tratadas como distribuciones a los Inversores).

No debería repartirse ningún "carry" en relación a ingresos o recapitalizaciones hasta que el total del capital invertido sea recuperado en relación a la inversión.

6 Se entiende por "clawback" el derecho, generalmente, de los Inversores a reclamar a los titulares de "carry", que hayan recibido alguna distribución por este concepto, que devuelvan parte o todo de lo que hayan podido recibir en aquellos casos en los que los Inversores no hayan recuperado el total del capital invertido por ellos, así como el total de la tasa de retorno acordada en el LPA. También cabe una cláusula de "clawback" en favor del Gestor, como, por ejemplo, una del tipo de la que se menciona en el punto (v) del apartado 6.3.

### 5.2.3 "Clawback"

Debería existir, de manera que cuando sea necesario, los Inversores sean repagados totalmente y en tiempo.

El período durante el cual los Inversores deberían poder ejercer su derecho debería extenderse más allá de la vida del Fondo, incluida la liquidación del mismo.

### 5.2.4. Comisión de Gestión y Gastos

(i) Comisión de Gestión. En relación a esta cuestión se produce uno de los más controvertidos debates en la Industria, especialmente en circunstancias como las actuales (donde, al margen de las posibles pérdidas que hayan podido experimentar, ha habido Fondos que no han hecho una inversión durante 1 año entero o más) y también en relación con los grandes Fondos. ¿Debería estar basada la comisión de gestión, en todo caso, en el dinero efectivamente desembolsado y no en el dinero comprometido (como sucede durante el periodo de inversión)? ¿Debería tener un límite o inferior al actual estándar de mercado en el caso de los Fondos de varios cientos o miles de millones de euros/dólares? ¿Debería poder revisarse en función del "performance" de los Gestores?. Sin duda esta es una cuestión muy debatida y para la que no se ha encontrado una respuesta que satisfaga a todo el mundo.

ILPA defiende que la comisión de gestión debería consistir en una cantidad que permita cubrir los gastos operativos razonables y pagar unos salarios razonables a los Gestores (cuestión también sobre la que se ha debatido mucho, sin que haya podido llegarse a una conclusión generalmente aceptada). ILPA cree que una comisión de gestión excesiva que signifique una gran fuente de ingresos para los Gestores genera desalineamiento de intereses. De ahí que ILPA sea favorable a que los Gestores reciban gran parte de su remuneración en función de los resultados obtenidos ("carry") y no en virtud de una comisión

de gestión que sea independiente de su gestión y del resultado obtenido por el Fondo.

ILPA aconseja que durante la formación de un nuevo Fondo el Gestor proporcione a los potenciales Inversores una serie de información sobre gastos y salarios que sirva como guía para analizar y establecer la comisión de gestión. Además, la comisión de gestión debería prever los menores niveles de gastos existentes en relación a un Fondo que sólo deba hacer gastos de "follow on", al final del periodo de inversión o en caso de extensión del término del Fondo.

(ii) Gastos. La comisión de gestión debería englobar o comprender todas las cuestiones que se engloban bajo la operativa habitual de un Gestor, incluyendo, como mínimo, salarios, compensaciones de empleados, viajes, originación de operaciones y otras cuestiones administrativas generales, así como las derivadas de las relaciones que el Gestor debe mantener con los Inversores.

El acuerdo económico del Gestor con sus agentes de colocación ("placement agents") debería ser completamente desvelado como parte de los materiales de "due diligence" que se proporcionen a los potenciales Inversores. A menudo se requiere por ley que las comisiones de los agentes de colocación sean un gasto soportado enteramente por el Gestor.

### 5.2.5. Duración del Fondo

Las extensiones de la duración de los Fondos deberían permitirse por periodos de un (1) año solamente previa aprobación de una mayoría del Comité Asesor del Fondo o de los Inversores. A falta de consentimiento de los Inversores, el Gestor deberá liquidar completamente el Fondo en un (1) año a contar desde la fecha de finalización del periodo del mismo.

### 5.2.6. Compensación de los ingresos del Gestor

Las comisiones por operación, "monitoring", desempeño del cargo de consejeros, asesoramiento,

salida y otras cuestiones cargadas por el Gestor deberían agregarse como beneficios del Fondo.

### 5.2.7. Compromiso del Gestor

El Gestor debería tener un importante interés económico en el Fondo, interés que debería consistir en una inversión económica y no en una renuncia a comisiones de gestión.

Por otra parte, el Gestor no debería poder transferir su interés real o económico en la entidad gestora para asegurar así la continuidad de alineamiento de intereses con los Inversores.

Asimismo, el Gestor no debería poder coinvertir en entidades participadas seleccionadas.

### 5.2.8. Estándar para firmas multi-producto

Los ejecutivos clave ("*key-man*") deberían dedicar todo su tiempo (o la mayor parte del mismo) al Fondo, los Fondos anteriores y los subsiguientes, con una estrategia definida, así como a sus vehículos paralelos. Los Gestores no deberían poder cerrar o gestionar un Fondo con objetivos o políticas de inversión substancialmente idénticos hasta la finalización del periodo de inversión o hasta que el Fondo haya sido invertido, comprometido o su capital restante reservado para inversiones y gastos.

Los Gestores no deberían poder invertir (ellos mismos) en oportunidades que son apropiadas para el Fondo a través de otros vehículos de inversión a menos que tales inversiones se hagan proporcionalmente y de acuerdo con los principios establecidos en acuerdos de co-inversión previamente establecidos con anterioridad al cierre del Fondo.

No obstante lo anterior, ILPA recomienda que las comisiones y el "*carried interest*" que se generen deberían dirigirse fundamentalmente a los profesionales responsables del éxito del Fondo.

Cualquier comisión generada por una filial de la Gestora, tales como comisiones de asesoramiento o de consultoría "*in house*", ya sean cargadas al

Fondo o a la entidad participada, deberían ser revisadas y aprobadas por una mayoría del Comité Asesor de los Inversores.

## 6. Gobierno

La gran mayoría de las entidades de capital riesgo llevan a cabo inversiones a largo plazo, ilíquidas, en relación a las cuales el Gestor es el único que puede tomar decisiones con respecto a las mismas. Los Inversores aceptan esta situación en base a la confianza que depositan en los Gestores y en la asunción de una estrategia y de unas reglas de inversión.

Por ello, es de suma importancia que los Inversores dispongan de unas reglas y mecanismos que les permitan solventar situaciones inesperadas, así como situaciones derivadas de cambios en el equipo gestor o de otros parámetros del Fondo.

### 6.1. Equipo

El equipo gestor es un parámetro clave a tener en cuenta a la hora de hacer un compromiso de inversión. Por tanto, cualquier cambio en el mismo debería permitir a los Inversores reconsiderar y reafirmar positivamente su decisión de inversión, mediante una serie de cláusulas de hombres clave ("*key man*") que les permitan:

- (i) la suspensión automática del periodo de inversión, que será definitiva a menos que una mayoría reforzada de Inversores vote a favor de reiniciarlo en un periodo de ciento ochenta (180) días siempre que se produzca uno de los denominados "*key man event*" o siempre que haya motivo para ello (por ejemplo, en caso de dolo, incumplimiento sustancial de sus obligaciones, incumplimiento sustancial del LPA, mala fe, negligencia grave, etc.)
- (ii) cualquier situación que implicase que uno de los ejecutivos clave no pudiese dedicar el tiempo y la atención requeridos al Fondo debería ser comunicada a los Inversores y contemplada, al menos, en el Comité Asesor de los Inversores;

- (iii) los Inversores deberían ser notificados acerca de cualquier cambio relativo al personal e inmediatamente en caso de que las cláusulas de "key man" se pongan en funcionamiento;
- (iv) cualquier cambio relativo a las cláusulas de "key man" debería ser aprobado por una mayoría de miembros del Comité Asesor de los Inversores o de los Inversores.

## 6.2. Estrategia de Inversión

La estrategia de inversión adoptada es un elemento clave en el que se basan los Inversores a la hora de adoptar su decisión de invertir en el Fondo. La mayoría de los Inversores deciden invertir en fondos de capital riesgo en base a una amplia cartera de inversiones y seleccionan a los Fondos en los que van a invertir por su específica estrategia de inversión. Por ello, la misma debe estar bien definida y ser consistente:

- (i) la cláusula en la que se defina el objetivo de inversión debería explicar y definir claramente en qué consiste la misma;
- (ii) cualquier autorización para invertir en instrumentos de deuda, valores cotizados y vehículos conjuntos de inversión debería ser expresamente incluida en la estrategia de inversión del Fondo;
- (iii) los Fondos deberían tener límites apropiados relativos a concentraciones en inversiones y sectores<sup>7</sup> y podrían considerar la posibilidad de establecer tramos de inversiones;
- (iv) los Gestores deberían acomodar las peticiones de los Inversores de ser excluidos de determinadas inversiones en ciertos sectores y/o países. Sin embargo, en tales casos deberán considerarse cuidadosamente los efectos de concentración que tales medidas podrían suponer para el resto de los Inversores, así como adoptarse medidas de transparencia y políticas al respecto.

## 6.3. Obligaciones fiduciarias ("Fiduciary Duty")

Dado el nivel de confidencialidad de los Gestores en relación a la gestión del Fondo, cualquier provisión general que permita al Gestor reducir o saltarse ese nivel de confidencialidad debería evitarse:

- (i) los Gestores deberían someter todos los conflictos al Comité Asesor de los Inversores para examen por este, así como buscar la previa aprobación en tales casos y/o en relación a cualquier operación que no sea a precios de mercado. Dado que la materialidad es un criterio subjetivo, es mejor consultar con el Comité Asesor de los Inversores en todos los casos de posibles conflictos. Ningún Gestor debería poder resolver sus propios conflictos;
- (ii) el alto grado de obligación fiduciaria aplicable a un Gestor debería impedir de antemano cláusulas que le permitan exculparse de antemano o que le permitan ser indemnizado por conductas que constituyan un incumplimiento material del LPA o de las reglas del Fondo, de sus obligaciones fiduciarias o de cualquier otra situación con causa;
- (iii) una mayoría de los Inversores debería poder sustituir al Gestor así como dar por terminado el Fondo, siempre y cuando haya razón para ello;
- (iv) las condiciones suspensivas u otros mecanismos para cambiar al Gestor deberían preverse de modo que los Inversores puedan actuar antes de que el daño a sus intereses sea irreparable. Dado que hay factores atenuantes, los Inversores deberían tomar estos en consideración a la hora de evaluar sus respuesta ante una situación de este tipo;
- (v) dado que cabe establecer una cláusula de "clawback" en relación a la indemnización que el Fondo pueda tener que pagar al Gestor, dicha indemnización debería estar limitada a una cantidad razonable del capital comprometido, y

<sup>7</sup> En el caso de nuestro país, este tipo de reglas constan ya incluidas en nuestra Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las Entidades de Capital Riesgo y sus Sociedades Gestoras.

nunca debería ser superior al 25% y estar limitada a un periodo razonable de tiempo, tal como dos (2) años a partir de la fecha de distribución.

Para ayudar al Gestor a cumplir con sus obligaciones fiduciarias, así como con otros deberes hacia el Fondo, los Inversores se apoyan en auditores independientes y puede que necesiten, en algunos casos, otros apoyos de otros terceros. Los auditores independientes son contratados en nombre del Fondo y deberían alertar al Comité Asesor de los Inversores en relación a cualquier posible conflicto que pudiese haber en relación a la prestación de sus servicios.

El auditor debería dar su opinión al Comité Asesor de los Inversores, con periodicidad anual, sobre las valoraciones y otras cuestiones relevantes, así como estar disponible para responder a las preguntas que se les puedan formular con ocasión de la reunión anual del Fondo. Asimismo, debería revisar las cuentas, con especial atención a la comisión de gestión, otros gastos del Fondo, y en relación a los cálculos de "carried interest", con el objetivo de llevar a cabo una verificación independiente de las distribuciones al Gestor y a los Inversores.

A la hora de valorar cuestiones importantes del gobierno del Fondo u otras cuestiones en las que los intereses del Gestor puedan no estar totalmente alineados con los de los Inversores, una minoría razonable del Comité Asesor de los Inversores podría contratar a un asesor independiente a costa del Fondo.

#### 6.4. Cambios al Fondo

Dada la naturaleza de largo plazo de un Fondo, los términos del mismo y su gobierno deben estar bien definidos desde un principio, pero, a su vez, deben ser lo suficientemente flexibles como para adaptarse a las circunstancias cambiantes. Los Inversores deberían tener la opción de suspender o terminar el Fondo, sin que ello implique que no se de protección adecuada a los intereses del Gestor.

Cualquier cambio al LPA debería requerir la aprobación de una mayoría de los Inversores y ciertos cambios deberían requerir la aprobación por una

mayoría reforzada. Los cambios que pudiesen afectar negativamente los intereses de un determinado Inversor deberían requerir el consentimiento de éste.

Deberían poder adoptarse los siguientes acuerdos siempre y cuando voten 2/3 de los Inversores a favor de los mismos: (i) suspensión del período de inversión; (ii) terminación del período de inversión.

Deberían poder adoptarse los siguientes acuerdos siempre y cuando voten 3/4 de los Inversores a favor de los mismos: (i) cambio de Gestor; (ii) disolución del Fondo.

#### 6.5. Responsabilidades del Comité Asesor de los Inversores

El papel del Comité Asesor de los Inversores ha ido evolucionando en los últimos años como respuesta a (i) la exigencia de mayor transparencia del Gestor y del Fondo (motivada por un énfasis creciente de las obligaciones fiduciarias de los Inversores); (ii) la creciente complejidad surgida como consecuencia de las firmas multiproducto; y (iii) más recientemente, las tiranteces provocadas por la crisis.

El Comité Asesor de los Inversores no tiene facultades de gobierno amplias en un LPA. Sus responsabilidades formales se definen en el LPA y están, generalmente, limitadas a revisar y aprobar:

- (i) operaciones que presenten conflictos de interés, como coinversiones con otros Fondos y con partes vinculadas;
- (ii) la metodología usada para efectuar las valoraciones de las entidades participadas (y, en alguno casos, para aprobar las propias valoraciones);
- (iii) otros consentimientos y aprobaciones definidos en LPA.

El Comité Asesor de los Inversores debería acordar con el Gestor del Fondo una serie de cuestiones, incluyendo pero no limitándose a las siguientes:

- (i) Auditores
- (ii) Cumplimiento
- (iii) Asignación de gastos del Fondo
- (iv) Conflictos
- (v) Cuestiones relacionadas con el equipo
- (vi) Nuevas iniciativas de negocio

No obstante, y como se ha señalado, el Comité Asesor de los Inversores no debe pretender actuar como un representante apoderado de los Inversores. A su vez, la existencia del mismo no debería ser excusa para no mantener frecuentes y abiertas comunicaciones entre el Gestor y los Inversores.

Adicionalmente, un Comité Asesor de los Inversores eficiente debe basarse en un alto grado de confianza y compromiso entre las distintas partes. Los Inversores que formen parte del mismo deben mantener la información que manejen como confidencial. Por ello, los miembros del Comité Asesor de los Inversores deberían apoyar al Gestor en la adopción de las sanciones pertinentes contra los Inversores que incumplan con este deber.

Los Inversores que acepten formar parte del Comité Asesor deberían comprometerse a dedicar al Fondo el tiempo y la atención que precise. Los miembros del Comité Asesor de los Inversores deberían participar en todas sus reuniones, a las que deberían acudir debidamente preparados y cumplir responsablemente los deberes de su puesto. Los miembros del Comité Asesor de los Inversores deberían ser conscientes de sus propios intereses a la hora de votar (para evitar conflictos de interés) y deberían estar apropiadamente asegurados.

Adicionalmente, el Gestor debería comunicar la identidad de los Inversores que ellos crean que pueden tener conflictos de interés con otros Inversores del Fondo. El Gestor está en una buena posición para determinar si los conflictos entre Inversores pueden surgir en determinadas situaciones,

incluyendo pero no limitándose a (i) Inversores que participen en inversiones relacionadas con el Fondo, ya sea como cuenta separada que invierte junto con el Fondo o por medio de una coinversión en una de las entidades participadas por el Fondo; (ii) si un Inversor tiene un porcentaje del Gestor o de una de sus filiales, o al revés; o (iii) si se han acordado términos económicos preferenciales en relación a un Inversor.

## 7. Transparencia e información

El Gestor debería facilitar información detallada sobre aspectos financieros, de gestión de riesgos, operativos, relativos a la cartera de participadas y a las operaciones del Fondo. Esto permitiría a los Inversores cumplir de manera efectiva con sus obligaciones fiduciarias, así como opinar en relación a los cambios que se propongan o consentimientos que se soliciten.

### 7.1. Comisión de gestión y otras

Todas las comisiones (transacción, financieras, monitoreo, gestión, reembolsos, etc.) generadas por el Gestor deberían ser periódicamente e individualmente comunicadas y recogidas en cada informe financiero auditado, así como incluidas en cada una de las notificaciones de desembolso y de distribución.

Todas las comisiones cobradas al Fondo o a cualquiera de las entidades participadas por una filial del Gestor también deberían ser comunicadas y recogidas en cada informe financiero auditado.

### 7.2. Notificaciones de desembolsos y distribuciones

Las notificaciones de desembolsos y las de distribuciones deberían contener información consistente con el Formato de Información Estándar de ILPA.

El Gestor también debería proporcionar estimaciones de las proyecciones trimestrales en las notificaciones de desembolsos y distribuciones.

### 7.3. Comunicaciones relativas a cuestiones del Gestor

Las siguientes cuestiones deberían ser inmediatamente comunicadas a los Inversores tan pronto sean conocidas:

- (i) Cualquier investigación o procedimiento por entidades oficiales o regulatorias en cualquier jurisdicción.
- (ii) Cualquier contingencia o responsabilidad sustancial que surja durante la vida del Fondo.
- (iii) Cualquier incumplimiento de una provisión del LPA o de cualquier otro documento del Fondo.

Asimismo, deberían ser comunicadas por escrito a los Inversores cualesquiera otras actividades relacionadas con cambios relativos a la titularidad de los intereses económicos, control de los derechos de voto del Gestor o cambios o transferencias a entidades que son parte en cualquiera de los documentos del Fondo. Tales comunicaciones incluyen, pero no están limitadas a las siguientes actividades:

- (i) Constitución de vehículos cotizados.
- (ii) Venta de participaciones/acciones de la Gestora a otras partes.
- (iii) Oferta pública de acciones/participaciones en la Gestora.
- (iv) Constitución de otros vehículos de inversión.

### 7.4. Gestión de riesgos

Los informes anuales del Gestor deberían incluir información sobre riesgos sustanciales, tanto de las entidades participadas, como del Fondo, así como cuestiones relativas a la gestión de tales riesgos. Así, debería incluirse:

- (i) Concentración de riesgos a nivel del Fondo.
- (ii) Control de cambios a nivel del Fondo.

- (iii) Riesgo de apalancamiento a nivel del Fondo y de las entidades participadas.
- (iv) Riesgo relativo a las desinversiones (por ejemplo, en caso de cambio de las circunstancias de salida) a nivel del Fondo y de las entidades participadas.
- (v) Riesgo de estrategia (por ejemplo, cambios o divergencias en las estrategias de inversión) a nivel del Fondo y de las entidades participadas.
- (vi) Riesgo reputacional a nivel de las entidades participadas.
- (vii) Riesgos extra-financieros, incluyendo riesgos medioambientales, sociales y de gobierno corporativo, a nivel del Fondo y de las entidades participadas.
- (viii) Una información más inmediata puede resultar necesaria en relación a cuestiones de relevancia.

### 7.5. Información Financiera

- (i) Información Anual. Los Fondos deberían facilitar al final de cada año (en un periodo de 90 días tras la finalización del año) a los Inversores información consistente con el Formato de Información Estándar de la ILPA en relación a las entidades participadas y al propio Fondo.
- (ii) Información trimestral. Los Fondos deberían facilitar al final de trimestre (en un periodo de 45 días tras la finalización del trimestre) a los Inversores información consistente con el Formato de Información Estándar de la ILPA en relación a las entidades participadas y al propio Fondo.

### 7.6. Información a los Inversores

Debería elaborarse y proporcionar a los Inversores:

- (i) una lista que recoja a los mismos y en la que se incluya su información de contacto. No obstante, deberá excluirse de dicha lista a aquellos

Inversores que específicamente hayan pedido ser excluidos de la misma;

- (ii) documentos de cierre del Fondo, incluyendo las versiones finales del LPA y de las "side letters".

La información sensible que reciban los Inversores (del tipo de la señalada en los dos puntos anteriores) deberá ser tratada como información confidencial.

Por otra parte, los acuerdos deberán decir claramente que los Inversores podrán debatir sobre las cuestiones relativas al Fondo entre ellos. En este sentido, los Inversores, como ya se ha señalado anteriormente, deberían apoyar al Gestor a la hora en la que este deba adoptar las sanciones que resulten pertinentes contra cualquier Inversor que haya incumplido con su deber de confidencialidad.

## 8. Comité asesor de los inversores (LPAC) (Anexo A)

Si bien se reconoce que cada Fondo tiene sus particularidades y especiales características, se pretende reseñar un conjunto de buenas prácticas que permitan servir de modelo para que el LPAC pueda cumplir con sus cometidos.

Los Inversores y el Gestor deberían establecer de manera clara y precisa las obligaciones del LPAC en el LPA, así como establecer conjuntamente unas reglas de funcionamiento en el momento de la constitución del LPAC.

La función del LPAC no debe consistir ni en gestionar el Fondo, ni en auditar al mismo, sino en establecer unas pautas para el Gestor y que, a su vez, permitan expresarse a los Inversores cuando sea conveniente.

Debería haber una serie de objetivos comunes:

- (i) Facilitar el cumplimiento de las responsabilidades del consejo asesor sin generar una carga indebida al Gestor.

- (ii) Crear un foro abierto de opinión sobre cuestiones de interés y de importancia para el Fondo, manteniendo a su vez la confidencialidad y la confianza.

- (iii) Facilitar suficiente información a los Inversores, de modo que estos puedan cumplir con sus responsabilidades.

No debe olvidarse que el papel del LPAC puede evolucionar durante la vida del Fondo, en función del entorno, la específica situación del Fondo y otras consideraciones. Debería primar la sustancia sobre la forma y la eficiencia debería estar por encima de mecanismos artificiales o formales. Para ello hay dos cuestiones importantes a tener en cuenta:

- (i) El LPAC debería funcionar como un comité, no como un conjunto de miembros individuales. A estos efectos, el Gestor debería abordar las cuestiones importantes en un contexto de comité asesor, y no mediante reuniones bilaterales.
- (ii) Deberían adoptarse medidas para que los Inversores puedan hablar, cuando sea conveniente, con una sola voz.

### 8.1. Constitución del LPAC

Con ocasión de la constitución del LPAC el Gestor debería dirigir una invitación formal a los Inversores a los que haya invitado a formar parte del LPAC. Dichas invitaciones deberían incluir:

- (i) Información sobre el calendario de reuniones;
- (ii) Procedimientos de reembolso de gastos;
- (iii) Una guía con las responsabilidades del LPAC de conformidad con lo establecido por el Reglamento del Fondo;
- (iv) Una cláusula de indemnización.

Con ocasión de cada cierre, el Gestor debería actualizar la lista de los miembros del LPAC y su in-

formación de contacto y circular esta lista a todos los Inversores, enviando una nueva lista cada vez que se produzca un cambio en relación a la misma.

El LPAC debería estar compuesto por un pequeño número de Inversores en representación de todos ellos, pudiendo tener los Fondos grandes hasta 12 miembros que representarían a distintos grupos de Inversores.

Una vez constituido el LPAC, cualquier sustitución de sus componentes con miembros adicionales o reduciendo el número de los mismos, debería de producirse de mutuo acuerdo entre la mayoría del LPAC y el Gestor.

Debería establecerse un calendario de reuniones del LPAC tan pronto sea posible y comunicarse esta a todos los Inversores.

Asimismo, deberían establecerse los protocolos y las mayorías de voto necesarias para la adopción de decisiones, incluyendo la exigencia de un quórum del 50% de los miembros del LPAC a la hora de las votaciones.

Los miembros del LPAC no deberían estar retribuidos, pero sí deberían ser reembolsados por los gastos razonables en los que pudiesen incurrir en su condición de tales.

## 8.2. Mejores Prácticas Recomendadas par las reuniones del LPAC

Las mismas deben ser definidas en cada Fondo por los miembros del LPAC y por el Gestor. Con la idea de ayudar a ambas partes a conseguir una aproximación entre ellas, ILPA sugiere algunas:

- (i) Convocatoria de las reuniones: deberían ser reuniones con presencia física y celebrarse con una periodicidad mínima de dos (2) veces al año, permitiendo la participación telefónica en las mismas.

Se anima al Gestor a que convoque al LPAC cada vez que haya que debatir sobre temas im-

portantes (como conflictos, por ejemplo). En tales casos, los componentes del LPAC deberán mostrar flexibilidad y hacer lo posible por asistir. Con el consentimiento del LPAC, algunas cuestiones pueden ser debatidas por escrito.

Después de haberlo consultado con el Gestor, una minoría de al menos tres (3) miembros del LPAC, a su razonable juicio y discreción, deberían tener derecho a convocar una reunión del LPAC.

- (ii) Orden del Día: Cualquier miembro del LPAC debería poder añadir cuestiones al Orden del Día, previa notificación al Gestor.

Cuando se requiera del LPAC cualquier consentimiento o aprobación, el Gestor llevará a cabo sus mejores esfuerzos para enviar a cada miembro del LPAC la información necesaria sobre la materia con al menos diez (10) días de antelación a la celebración de la reunión.

En cada reunión del LPAC se hará un aparte para que los Inversores, y solo ellos, celebren una sesión "*in camera*" (en la que los Inversores discutan cuestiones relativas al Fondo sin que los gestores estén presentes). Los Inversores podrán elegir a uno o más de entre ellos para que lideren el debate e informen al Gestor.

El LPAC debería tener poder celebrar sesiones "*in camera*" con los auditores para discutir las valoraciones con los mismos. Un representante de los auditores debería estar presente en la reunión de final de año del LPAC o en la reunión anual del mismo.

- (iii) Votaciones: cualquier reunión del LPAC en la que se requiera una votación deberá mantenerse con los miembros del LPAC del Fondo específico en cuestión. Cuando se trate de cuestiones generales, podrán celebrarse conjuntamente con miembros de los LPACs de otros Fondos.

Como ya se ha señalado, el Fondo debería indemnizar a los miembros del LPAC.

Cada uno de los miembros del LPAC debería analizar, en todas las ocasiones, si tiene cualquier potencial conflicto de interés antes de efectuar su votación. De ser así, debería manifestar el conflicto a otros miembros del LPAC durante la celebración de los debates que se mantengan en las reuniones del LPAC.

- (iv) **Actas:** El Gestor debería levantar actas de todas las reuniones del LPAC, actas que deberían circularse a todos los miembros del mismo en un período de treinta (30) días y que deberían aprobarse en la siguiente reunión del LPAC. Una vez hayan sido aprobadas, las actas deberían estar a disposición de todos los Inversores en un periodo razonable de tiempo.
- (v) El Gestor debería tomar notas de las votaciones efectuadas en las conferencias telefónicas o en las reuniones y guardar copias de los consentimientos obtenidos por escrito, por fax o por correo electrónico. La información detallada acerca de las votaciones debería facilitarse por el Gestor a cualquier miembro del LPAC a petición de estos.

## 9. Carry clawback (Anexo B)

Aunque afortunadamente se producen solo ocasionalmente, las situaciones de "carry clawback" representan uno de los mayores desafíos en la relación entre los Gestores y los Inversores. Por tanto, es conveniente establecer procesos y soluciones al comienzo de la vida del Fondo, dado que, cuando ello suceda, se estará en un punto bajo de alineamiento entre el Gestor y el Inversor. De ahí que la ILPA sugiera lo siguiente.

### 9.1. Intento con el fin de evitar situaciones de "clawback"

Como se ha señalado, lo mejor sería adoptar el principio del fondo como un todo (estándar en Europa) ya que ello minimizaría la posibilidad de un reparto excesivo de "carry" a los Gestores.

En caso de reparto inversión por inversión, entonces:

- (i) Se recomienda aplicar el test de cobertura del NAV (generalmente al 125%) para asegurar un margen de error suficiente en las valoraciones.
- (ii) Deberían poder llevarse a cabo reclamaciones en momentos determinados, ya sea en periodos de tiempo fijados de antemano o con ocasión de ciertos eventos (como por ejemplo, "key-man", cobertura insuficiente de NAV, etc.)

### 9.2. Aseguramiento por medio de los Gestores

ILPA recomienda encarecidamente que se establezca una responsabilidad solidaria de los diferentes individuos que componen la Gestora dado que los Inversores, por lo general, contratan con la Gestora como un todo en lugar de hacerlo con cada uno de sus miembros.

Si no se establece la responsabilidad solidaria, se podría otorgar garantía del pago de la cantidad total sujeta a "clawback" por:

- Una de las compañías matrices;
- Uno de los componentes de la Gestora;
- Un subgrupo de los miembros de la Gestora.

Sin embargo, en general, el repago de las obligaciones debería ir aparejado a las distribuciones de "carry". Como se ha señalado, una cuenta indisponible ("escrow" de al menos el 30%) puede constituir también un mecanismo efectivo de garantía de "clawback".

Los Inversores deberían tener mecanismos que les permitan recuperar su dinero, incluyendo la posibilidad de ejecutar directamente la cláusula de "clawback" contra los miembros de la Gestora.

Las situaciones que pudieran existir o darse en un futuro en relación a la necesidad de ejecutar una cláusula de "clawback" deberían ser comunicadas a los Inversores anualmente, junto con un plan, así como incluirse en las cuentas anuales auditadas.

### 9.3. Asegurar un tratamiento justo de las cargas fiscales

Normalmente los Gestores reciben distribuciones del Fondo para atender sus responsabilidades fiscales en relación al "carry" (impuesto sobre plusvalías). En el caso en el que el Gestor no reciba o tenga que devolver el "carry" se produciría una pérdida del impuesto pagado. Históricamente los Inversores han asumido esta pérdida por cuenta de los Gestores. Después de debatir en profundidad la cuestión, la ILPA ha llegado a la conclusión de que no procedería pedir a los Gestores que soportaran ese coste. No obstante, resulta evidente que los Gestores no pueden obtener un beneficio por el hecho de que los Inversores soporten sus cargas fiscales en situaciones de "clawback". Por ello, la tasa impositiva a asumir no debería ser al marginal más alto que exista en una jurisdicción, sino que debería basarse en la particular situación fiscal del individuo de la Gestora en cuestión y deberían tenerse en cuenta:

- (i) "Loss carryforwards" y "carrybacks".
- (ii) El carácter de los ingresos del Fondo y de las deducciones atribuibles a los pagos de impuestos.
- (iii) Cualquier deducción ordinaria o pérdida como resultado de una contribución por "clawback" o por un cambio contable relacionado con ella.
- (iv) Cualquier cambio en la fiscalidad acaecido entre la fecha del LPA y el "clawback".

Cualquier adelanto de impuestos realizado al Gestor debería ser devuelto inmediatamente si resulta superior a la carga fiscal real soportada finalmente.

### 9.4. Establecer la fórmula de "clawback"

En definitiva, la cantidad de "clawback" debería ser la menor entre el exceso de "carry" y el "carry" total pagado, neto de los impuestos pagados. Sin embargo, a menudo hay errores en las fórmulas

acordadas, errores que tienen un impacto sustancial en el "cash flow" del Fondo:

- (i) El impuesto no solo debería ser restado de la cantidad debida como "clawback";
- (ii) La fórmula de "clawback" debería tomar en cuenta el retorno preferente.

## 10. Información financiera (Anexo C)

### 10.1. Cuentas Anuales

Los Fondos deberían facilitar al final de cada año (en un periodo de 90 días tras la finalización del año) a los Inversores la siguiente información:

- (i) Cuentas anuales auditadas (con una opinión limpia de los auditores y con una declaración del auditor detallando otros trabajos que pueda haber realizado para el Fondo);
- (ii) Cálculos relativos al IRR realizados por el Gestor del Fondo (que expliquen de manera clara la metodología utilizada para determinar el IRR);
- (iii) Detalle del "carried interest" recibido;
- (iv) Detalle de las comisiones recibidas por el Gestor, tales como comisión de gestión, de entidades participadas y otras;
- (v) Desglose de gastos del Fondo;
- (vi) Certificado emitido por un auditor en el que se manifieste que las asignaciones, distribuciones y comisiones efectuadas o repartidas lo fueron de manera consistente con la documentación que gobierna el Fondo;
- (vii) Resumen de todas las notificaciones de desembolsos y de distribuciones;
- (viii) Detalle del apalancamiento del Fondo, incluyendo los compromisos y las cantidades pendientes.

tes en líneas de crédito suscritas o en cualquier otra facilidad crediticia concedida al Fondo;

- (ix) Carta de la Gestora dirigida al LPAC en la que se describan las actividades del Fondo, pero distribuida a todos los Inversores;
- (x) Contribuciones políticas hechas por los agentes de colocación, la Gestora o cualquier persona asociada a "trustees", cargos electos, etc.

### 10.2. Cuentas trimestrales

Los Fondos deberían facilitar al final de cada trimestre (en un periodo de 45 días tras la finalización del trimestre) a los Inversores la siguiente información:

- (i) Balances trimestrales de pérdidas y ganancias no auditados, que incluyan resultados YTD;
- (ii) Detalle que muestre los cambios que se han producido con respecto al trimestre anterior;
- (iii) Detalle del apalancamiento del Fondo, incluyendo los compromisos y las cantidades pendientes en líneas de crédito suscritas o en cualquier otra facilidad crediticia concedida al Fondo;
- (iv) Información sobre cambios sustanciales en inversiones y gastos;
- (v) Comentarios de los Gestores sobre los cambios habidos durante el trimestre;
- (vi) Si las valoraciones han cambiado trimestre a trimestre, una explicación de dichos cambios;
- (vii) Detalle de los gastos del Gestor.

### 10.3. Informes de las entidades participadas

Los Fondos deberían facilitar cada trimestre un informe sobre cada entidad participada con la siguiente información:

- (i) Cantidad inicialmente invertida en la entidad participada (incluyendo préstamos y garantías);

(ii) Cualquier cantidad invertida en una entidad participada en concepto de "follow-on";

(iii) Informe por el Gestor de eventos recientes de importancia en relación a las entidades participadas;

(iv) Información financiera seleccionada (trimestral y anual) en relación a las entidades participadas, incluyendo:

- Valoración (junto con una explicación de la metodología de la valoración);
- Ingresos (deuda y vencimiento);
- EBITDA;
- Pérdidas y ganancias;
- Caja;
- Consumo de caja.

### 10.4 Notificaciones de desembolsos y de distribuciones

Un formato de informe estándar ha sido desarrollado por la ILPA y está a disposición en [ilpa.org](http://ilpa.org).

## 11. Conclusiones

Los términos y condiciones propuestos por ILPA no pretenden ser una guía que deba ser adoptada por todos los Fondos. Simplemente pretenden servir de pauta para que los Inversores y Gestores tengan unas referencias en base a las cuales llevar adelante sus negociaciones.

Es evidente que cada mercado y cada Fondo son distintos y que el entorno (ya sean las circunstancias económicas circundantes, una nueva legislación que entre en vigor durante la vida del Fondo, etc.) puede hacer que lo inicialmente acordado deba ser modificado.

Ello no ha sido óbice para que algunos Gestores se pregunten si los acuerdos adoptados en el seno de la ILPA no son realmente acuerdos colusorios que deberían ser prohibidos.