



**Miguel Sánchez Monjo,**  
Asociado Senior y **Jorge Canta,**  
Socio de CUATRECASAS

### EL NUEVO CÓDIGO DE BUENAS PRÁCTICAS DE ASCRI: UNA MUESTRA DE MADUREZ DEL SECTOR DEL CAPITAL-RIESGO EN ESPAÑA

El sector del capital-privado español está viviendo uno de sus mejores momentos de los últimos años. No solamente ha visto cómo se han incrementado sus activos bajo gestión, gracias a su atractivo para nuevos inversores, sino también el número de sociedades gestoras y fondos, con la consiguiente mejora en la competitividad.

Precisamente, para apuntalar la continuidad de este proceso de expansión durante los próximos años, y como muestra del estado de madurez de la industria en España, la Asociación Española de Capital Riesgo (ASCRI) ha promovido, con la colaboración de miembros relevantes de la industria, tanto del lado de los gestores como de los inversores, y el apoyo de Cuatrecasas, la elaboración de una "Guía de Buenas Prácticas para el gobierno de entidades de capital privado", con la que pretende reforzar la transparencia y la confianza entre gestores e inversores.

La Guía establece los principios básicos de gobernanza de los fondos (entendidos como vehículos de inversión en general) y de relación entre gestores e inversores, con el objeto de evitar potenciales conflictos de interés durante toda la vida del fondo.

Su pretensión no es otra que la de constituirse en el estándar esencial de la industria local española, en línea con otros documentos de mejores prácticas existentes a nivel internacional, como los publicados por ILPA o Invest Europe. En este sentido, debe servir de base para la elaboración de los documentos que rijan cualquier vehículo de inversión, sin limitar, en ningún caso, la capacidad de negociación de gestores e inversores sobre los términos finales del fondo.

Precisamente por su carácter de estándar, la Guía no se limita sólo a fondos de private equity, sino que también resulta aplicable a otros vehículos de capital-riesgo en sentido amplio -incluyendo, venture capital o direct lending-, así como a otros tipos de fondos, como podrían ser los de inversión inmobiliaria.

En cuanto a su estructura, la Guía se desarrolla en torno a tres principios esenciales: (i) alineación de intereses, (ii) gobernanza adecuada y (iii) transparencia.

Dentro de la alienación de intereses, se incluyen la exigencia de dedicación del gestor al fondo; las condiciones para la extensión de la vida del fondo -o su período de inversión- más allá de lo inicialmente establecido; el derecho del gestor a percibir una comisión de gestión; el reparto de la rentabilidad generada por el fondo entre inversores y gestores, que podrán tener derecho a una comisión de éxito (carried interest) cuando los inversores ya hayan obtenido una determinada rentabilidad, y el establecimiento de límites a los distintos gastos a los que puede hacer frente el fondo, para evitar que mermen la rentabilidad de los inversores.

Respecto de la gobernanza, se prevé la posibilidad de constituir un comité de supervisión compuesto por determinados inversores. Dicho comité tendría como función la resolución de aquellas situaciones en que exista un conflicto de interés entre gestor e inversores.

Asimismo, en caso de que el fondo cuente con un gestor reconocido (key man), se deben prever las consecuencias para aquellos casos en que cese de actuar como gestor.

Por último, en cuanto al principio de transparencia, los inversores deben tener derecho a recibir información periódica y suficiente sobre la situación del fondo, así como a acceder a acuerdos particulares (side letters) que el gestor pueda alcanzar con determinados inversores.



**Vicente Paramio**  
Asociado Senior del Dpto. Mercantil  
de ARAOZ & RUEDA

### EN SEDE DE SOCIEDADES DE RESPONSABILIDAD LIMITADA, ¿QUÉ HACER CUANDO SE ADVIERTE UNA SOBREALORACIÓN DE APORTACIONES NO DINERARIAS?

En el bien entendido de que:

- La cifra de capital social se tiene que corresponder, necesariamente, con el valor de las aportaciones realizadas; y
- Las aportaciones no dinerarias se tienen que valorar por su valor razonable o de mercado (PGC norma de registro y valoración 2.1.4).

¿Qué sucede cuando constituida la sociedad o aumentado el capital social se percata que dichas aportaciones no dinerarias se han sobrevalorado?

A fin de proteger a los socios, a la sociedad y a sus acreedores, la normativa de sociedades dispone, en el caso de las sociedades de responsabilidad limitada, una serie de cautelas para el supuesto de aportaciones no dinerarias, y que se sustentan en el régimen de responsabilidad solidaria de los socios y administradores. No contempla, sin embargo, ningún mecanismo de corrección de la cifra de capital social por revisión de la valoración dada a las aportaciones no dinerarias.

La solución a la discordancia entre la valoración de las aportaciones y la cifra de capital social puede pasar por actuaciones en los ámbitos contable y societario.

**Ámbito contable:** la inexactitud requiere una rectificación contable de la valoración, que se calificará como error y se apuntará como reserva negativa en una cuenta de reservas (PGC norma de registro y valoración 22 "cambios de criterios contables, errores y estimaciones contables").

**Ámbito societario:** se produce una situación irregular, ya que las participaciones sociales estarán asumidas y desembolsadas tan solo en la parte correspondiente al valor efectivo de las aportaciones no dinerarias realizadas, y no así en la parte correspondiente a la sobrevaloración.

Los socios, además de poder efectuar aportaciones en neto para compensar el diferencial, pueden reducir la cifra de capital social inscrita. Se deberán seguir inexcusablemente, para esta operación, los cauces legalmente previstos, ya que, de no ser así, se estaría actuando en perjuicio de aquellos terceros que han confiado en la realidad registral.

Para reducir la cifra de capital social, la sociedad podrá seguir alguno de los siguientes procedimientos:

- **Reducción por pérdidas:** esta modalidad será al objeto de cubrir las pérdidas correspondientes a la sobrevaloración de activos que resultan de la reserva negativa que se ha contabilizado, en caso de que la sociedad hubiera quedado en situación de desequilibrio patrimonial.

En este caso, además de los requisitos generales previstos para la operación de reducción de capital, será necesario que los administradores de la sociedad elaboren un balance ad hoc con antigüedad inferior a seis meses al acuerdo de reducción, que deberá ser, a su vez, verificado por el auditor de cuentas de la sociedad y, posteriormente aprobado por la junta general de socios. Caso de no disponer de auditor de cuentas, los administradores deberán designar uno al efecto.

- **Devolución del valor de las aportaciones:** a diferencia de lo que sucede en una reducción para la reintegración de aportaciones al uso, en la que se produce una variación patrimonial en sede de la sociedad por la salida efectiva y real de recursos en favor de los socios aportantes, en este caso no habrá reducción real, ya que los socios aportantes no recibirán patrimonio alguno, sino que dichos socios responderán por la diferencia surgida.

- **Amortización de participaciones:** esta modalidad se llevará a cabo en ejecución de un acuerdo de reducción del capital social aprobado por la junta general, en el que, tras la adquisición por la propia sociedad de las participaciones afectadas por la sobrevaloración de las aportaciones no dinerarias, se acuerde su amortización sin devolución de aportaciones a los socios.

La ausencia de devolución de aportaciones a los socios hará necesario que se constituya una reserva por el valor nominal de las participaciones amortizadas, la cual será indisponible durante un plazo de cinco años desde la publicación de la reducción en el BORME.

En conclusión, y así ha sido advertido por la Dirección General de Registros y Notariado, tras la inscripción en el Registro Mercantil, la solución a la sobrevaloración de aportaciones no dinerarias no podrá consistir en una mera subsanación o rectificación, ya sea de una escritura de constitución de sociedad o de aumento de capital social, sino que deberá tomarse el camino de la reducción de capital siguiendo todas las cautelas previstas en la normativa de sociedades.