

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

Escuela de Posgrado



Propuesta de modificación de la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, con la finalidad de incluir un objeto social exclusivo y excluyente para las sociedades administradoras de fondos de inversión

Trabajo de investigación para obtener el grado académico de Magíster en Derecho Bancario y Financiero que presenta:

Jorge Daniel La Serna Felices

Asesor:

Omar Darío Gutiérrez Ochoa

Lima, 2022

Dedicatoria

A mis queridos padres, especialmente a mi madre, cuya firmeza, voluntad y desprendimiento siempre ha sido el pilar fundamental en mi familia.

A mis muy apreciados docentes de la maestría, a quienes reconozco y agradezco que hayan desempeñado con creces su rol de maestros, tal vilipendiado por otros.



RESUMEN EJECUTIVO:

Las fallas de mercado y los riesgos cuantificables y no cuantificables existentes en la relación jurídica entre una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión frente a los partícipes de los Fondos de Inversión que administren, justifican que se esgrima una regulación efectiva, suficiente y omnicompreensiva, que, considerando que las operadoras de fondos de inversión son una especie del género fiduciario, desmerece abiertamente, por su relevancia en el mercado, que se deba eximir a un grupo de operadores de los alcances de la regulación, máxime si de lo que se trata es cuidar un mercado emergente de fondos de inversión de cualquier mala práctica que pueda devenir en exclusión financiera para nuevos partícipes. Vista esta situación, resulta necesaria, pertinente e imperiosa una modificación de la Ley de Fondos de Inversión con la finalidad que esta incorpore como objeto de regulación a todas las operadoras de fondos de inversión, incluyendo a las gestoras actualmente no reguladas, privilegiando un objeto social exclusivo y excluyente como sociedades administradoras reguladas; dado que al ponderar los efectos positivos y negativos de la regulación, resulta más beneficioso incorporar regulación razonable y uniforme que corrija asimetrías y arbitrajes regulatorios y de gestión en el mercado peruano de fondos de inversión. Además, los estándares internacionales que sustentan técnicamente la regulación de fondos de inversión colectiva y sus operadores resaltan que estos vehículos están expuestos a conflictos de intereses; necesidad de transparencia; riesgo de selección adversa y riesgo moral; necesidad de implementación de un sistema eficiente de gestión de riesgos; constitución de un capital social proporcional para el alineamiento de intereses, sin distingo de si se tratan de operadores regulados o no regulados.

ÍNDICE

CAPÍTULO I: Introducción	3
Hipótesis	5
Objetivo principal de la investigación	7
CAPÍTULO II: Estado del Arte	8
2.1 Los Fondos de Inversión y sus sociedades administradoras, aproximaciones básicas	9
2.2 Gestión de Conflictos de interés:	12
2.3 Transparencia la presentación de información:	14
2.4 Fallas de mercado, asimetrías y arbitrajes:	15
2.5 Gestión de Riesgos en los Fondos de Inversión	17
2.6 Implementación del Programa de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo (PLAFT)	19
2.7 Capital regulatorio:	20
2.8 Los Fondos de Inversión y sus sociedades administradoras en la legislación peruana:	23
2.9 Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión vs Gestoras de Inversión	24
2.10 Fondos de inversión frente a otros vehículos de inversión	26
2.11 Una perspectiva comparada de los fondos de inversión:	29
Modelo de Chile:	32
Modelo de Colombia:	33
Modelo de México:	34
Modelo de España:	35
2.12 Modelos no regulados	36
CAPÍTULO III: Problema de Investigación:	41
CAPÍTULO IV: Discusión	47
CONCLUSIONES:	54
Referencias:	57

CAPÍTULO I: Introducción

La regulación prudencial y de conducta de mercado para los vehículos de inversión colectiva, así como en los demás intermediarios presentes en el mercado de valores, se esgrime por cuanto resulta necesario corregir las consecuencias negativas producto de fallas de mercado y riesgos que puedan devenir del vínculo principal – agente, así como de la inadecuación de sociedades a una estructura de gobierno corporativo sólido, o riesgos cuantificables y no cuantificables producto de deficiencias en la gestión o problemas de mercado, entre otros. Dichas fallas y riesgos, presentes en la mayoría de relaciones contractuales en el mercado de valores y en los mercados financieros en general, incluyendo por supuesto la relación entre una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión frente a los partícipes del Fondo de Inversión que administren, justifican que se esgrima una regulación en aras de que los inversionistas consigan seguridad razonable de que el administrador y/o gestor del vehículo de inversión colectiva, mantiene alineados sus intereses con los partícipes del mismo en la gestión de recursos de inversionistas que depositan sus recursos en dichos vehículos.

Dentro del espectro de vehículos de inversión colectiva presentes en el mercado peruano, las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (en adelante SAFI) son los únicos vehículos para los que no se ha previsto un objeto social exclusivo y excluyente garantizado por la regulación. Contrario sensu, en la legislación se ha previsto para todos los demás participantes del mercado, específicamente en la Ley del Mercado de Valores (LMV), Decreto Legislativo N° 861, regulación explícita para garantizar que dichas entidades tengan objeto social exclusivo y excluyente, tal es el caso de las Bolsas de Valores (Art. 139), Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos de Inversión (Art. 257), Sociedades Agentes de Bolsa (Art. 168 y 185), Sociedades Intermediarias de Valores (Art. 204), Sociedades Tituladoras (Art. 302), Instituciones de Compensación y liquidación de valores (Art. 228), Empresas Clasificadoras de Riesgo (Art. 269) y Sociedades de Propósito Especial (Art. 326).

Al respecto, de acuerdo a la Secretaría de Estado para Asuntos Económicos (SECO) del Banco Mundial, que en agosto de 2019 formuló el “Diagnóstico de apoyo para el desarrollo de una hoja de ruta del Mercado de Valores de cara al financiamiento del sector corporativo” se precisó que:

En el caso de los fondos de inversión, producto de las discusiones sostenidas se identificaron problemas con el proceso de oferta pública y la medida en que los participantes, con el objeto de obviarlo, están haciendo un arbitraje regulatorio importante por el cual constituyen varios fondos privados con el mismo objeto, cada uno con un número de inversionistas por debajo del que les exigiría que el fondo sea de oferta pública. De modo que este es un tema que debe revisarse (SECO-Banco Mundial, 2019, p 27).

La SECO prosigue sobre el particular, formulado las necesidades existentes respecto del tratamiento diferenciado existente entre administradoras reguladas y no reguladas:

[S]e observa un marco legal y normativo que en el tiempo ha ido generando una serie de estructuras que cumplen la misma función –administración de fondos de inversión colectiva– pero que cuentan con diversas regulaciones solamente explicadas en una definición legal, tema que debiese ser considerado por parte de la autoridad para favorecer una homologación en la regulación de la industria y en los requerimientos de capacidades de gestión por parte de los administradores. (SECO – Banco Mundial, 2019, p 27)

Cabe anotar que la justificación de la carga regulatoria dispuesta para los Fondos de Inversión se basa principalmente en que la gestión de las SAFI se alinee a los intereses de los inversionistas. Sin embargo, existen corrientes que propugnan preceptos de disciplina de mercado como estándares suficientes que regulen a los vehículos de inversión y a sus operadoras¹, los que volverían a estos más eficientes con un modelo regulatorio auto impuesto y acorde a las características propias de cada vehículo de inversión.

Con base en los hallazgos preliminares que se han expuesto, a continuación, se formula el problema sobre el que estructurará la presente investigación:

¹ Como apunte metodológico para el desarrollo del presente trabajo de investigación, toda referencia ulterior a “Operador de Fondo” debe entenderse como el género que agrupa dos especies: Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, reguladas y supervisadas; y, de otra parte, “Sociedades Gestoras de Fondos”, como operadoras en el mercado no regulado.

Desde una razón regulatoria principista ¿Existen razones para que los fondos de inversión - *closed funds* que no sean dirigidos exclusivamente a inversionistas institucionales, así como las operadoras de fondos de inversión, sean reguladas de manera omnicompreensiva en la legislación peruana y que por consiguiente justifiquen también una regulación uniforme para las sociedades administradoras de fondos de inversión y para las gestoras de inversión?

El alcance del problema propuesto abordará la exploración de supervisión y carga regulatoria que se ha implementado en la legislación comparada, evaluando así el diseño de la regulación de las Operadoras de Fondos de Inversión en la legislación comparada y explorando una posible propuesta de modificación en la regulación de la Ley de Fondos de Inversión y sus sociedades administradoras.

De otra parte, el problema formulado también importará que se aborde los beneficios de la regulación en base a principios prudenciales del negocio de las Operadoras de Fondos, así como en los fondos que administren, con la finalidad de ponderar los beneficios de que la carga regulatoria se imponga de manera global a todas las operadoras de fondos, incluyendo los beneficios que se logren conseguir respecto de operadoras que actualmente no se encuentran reguladas en el mercado peruano.

Adicionalmente, se abordará las ventajas de gestión de riesgos a partir del análisis de la regulación existente de las sociedades administradoras de fondos de inversión en contraposición con las sociedades no reguladas.

Hipótesis

Frente a la formulación del problema que se ha expuesto, a continuación, se propone la siguiente hipótesis:

Es necesaria una modificación de la Ley de Fondos de Inversión que incorpore como objeto de regulación, además de las SAFIs, a las gestoras privadas de fondos de inversión,

privilegiando un objeto social exclusivo y excluyente como sociedades administradoras reguladas; dado que existe un mayor beneficio de una regulación razonable y uniforme que corrija asimetrías y arbitrajes regulatorios en el mercado peruano, entre operadoras de fondos de inversión reguladas y no reguladas.

Asimismo, la supervisión de fondos de inversión solo debería excluirse de la supervisión estatal cuando se traten de fondos de inversión cuyos certificados de participación se coloquen exclusivamente por ofertas privadas y solo dirigidos a inversionistas institucionales.

Esta justificación radica en que los fondos de inversión deben ser gestionados por sociedades que cuenten con autorización y supervisión del regulador estatal, en tanto existe interés público en que dichos fondos, por cuanto la participación e importancia en el mercado financiero de estos vehículos de inversión colectiva extrapola per se a si estos operan como fondos de oferta pública o privada, sino que los mismos deben atender al interés del inversionista no institucional que encarga la administración de sus recursos (ahorro-inversión) a una administradora de fondos de inversión, que actúa con calidad de fiduciario. Por lo mismo, solo debería excluirse de la supervisión estatal a los fondos de inversión dirigidos exclusivamente de inversionistas institucionales, los cuales pueden hacer efectivos mecanismos más efectivos de disciplina de mercado para alinear intereses, hecho que no es viable para inversionistas *retail*.

Por ende, pese a que la racionalidad de la construcción de fondos responde a la estructura legal que mejor se acomode a la exposición a determinadas estrategias o a determinados activos se pretenda tomar, debe garantizarse que estos vehículos de inversión colectiva estén dotados de estructura legal mínima y que el operador ostente responsabilidades fiduciarias que garanticen el alineamiento de intereses entre los partícipes y las administradoras, cuyo mecanismo más eficaz radica en la efectiva regulación y supervisión de dichos fondos.

La hipótesis propuesta tiene carácter prescriptivo, ya que esboza una propuesta de modificación del sistema legal más acorde a los estándares internacionales de regulación de fondos de inversión, propuesta que debe sustentarse con solvencia razonable en que la imposición de carga regulatoria para operadoras y fondos no regulados actualmente es mucho menos gravosa en comparación con los beneficios que se traducirían de una regulación uniforme.

En tal sentido, se evaluará si la hipótesis formulada es acorde con la aplicación de modelos de regulación, que se adopten a partir del análisis de la normativa comparada, con la finalidad de que se uniformicen las prácticas y la gestión de los fondos de inversión, en la búsqueda de un mercado más eficiente, analizando los probables beneficios y riesgos de adoptar una u otra alternativa regulatoria.

Finalmente, se acota que la para abordar con suficiencia el problema de investigación, la perspectiva que se adopte no solo se agota en la de punto de vista interno del derecho, pese a que uno de sus ejes es la propuesta de modificación de una ley en el sistema legal peruano, con base en la regulación de los mercados financieros a partir de principios y estándares internacionales, sino que abordará también el entorno económico y de *soft law* de organismos internaciones.

Objetivo principal de la investigación

El plan metodológico del presente trabajo de investigación se abordará el siguiente objetivo principal:

- Identificar las razones que justifiquen la regulación de los fondos de inversión y de sus sociedades administradoras; y, a partir de las mismas, evaluar si dichas razones son o no aplicables a los fondos de inversión cuyos certificados de participación se coloquen a través de ofertas privadas que no se dirijan exclusivamente a inversionistas institucionales y a sus sociedades gestoras.

Sin perjuicio del objetivo principal planteado, la investigación abordará los siguientes objetivos secundarios en aras de consolidar el sustento del objetivo principal:

- Analizar los riesgos existentes en las gestoras de inversión y si en base a la investigación, la regulación sería o no un mitigante eficaz para estos.
- Identificar la configuración regulatoria que se adopta en la legislación comparada respecto al tratamiento de fondos de inversión cerrados y sus operadoras.
- Proponer un modelo regulatorio, que incluya un objeto exclusivo y excluyente para las SAFIs, así como regulación omnicompreensiva para fondos de inversión cuyos certificados no se dirijan exclusivamente a inversionistas institucionales.

Para consolidar el presente estudio, se analizará el impacto y calidad regulatoria como enfoque metodológico, ya que la conclusión de la presente investigación tenderá a implementar cambios regulatorios respecto del tratamiento de gestoras de inversión, con miras a la uniformización de las prácticas y la gestión de los fondos de inversión, en la búsqueda de un mercado más eficiente.

CAPÍTULO II: Estado del Arte

La presente parte del trabajo abordará conceptos preliminares básicos para poder enfocar el problema, hipótesis y objetivos propuestos, así como desarrollar la estructura metodológica de la presente investigación.

Así, es necesario analizar los principales aspectos de la gestión de administración de los fondos de inversión, con la finalidad de identificar los riesgos propios de dicha gestión, incidiendo en determinar si existe alguna diferencia sustancial entre una sociedad administradora (regulada) y una sociedad gestora (no regulada), que pueda justificar algún tratamiento diferenciado a nivel regulatorio entre dichas categorías.

Para los fines de investigación, se enfatizará el análisis de los informes públicos publicados por el IOSCO (Organización Internacional de Comisiones de Valores) respecto a la gestión de riesgos, deberes de transparencia, implementación del PLAFT (Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo), entre otros.

Adicionalmente, corresponderá indagar respecto al marco regulatorio previsto en legislación comparada respecto del problema que atañe a la presente investigación, enfocando el análisis en las legislaciones más cercanas a la realidad nacional, esto es los países de la Alianza del Pacífico: Chile, Colombia y México. Adicionalmente, se abordará la referencia correspondiente a la legislación de España.

2.1 Los Fondos de Inversión y sus sociedades administradoras, aproximaciones básicas

Los Fondos de Inversión son vehículos de inversión que constituyen patrimonios autónomos de administración profesional, que adoptando la denominación que José María Fanelli (2010) expone en la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, son vehículos que habilitan el concurso de diferentes inversores (grandes o *retail*) pero con objetivos similares (perfil de inversión común), cuyos recursos permiten la construcción de un portafolio de inversión más amplio y diversificado, administrado de forma profesional, esto es por una operadora del fondo (que el caso peruano sería una SAFI regulada y supervisada o una Gestora de Inversión). Por tanto, la industria de los Fondos de Inversión, a decir del citado autor, es maleable en cuanto a las formas que puede adoptar, respondiendo por ende eficazmente como vehículo de inversión colectiva adaptable a la clase de inversores que busquen participar en el referido vehículo, como a los tipos de fondo y la estrategia de inversión que tengan, como al marco regulatorio previsto en cada jurisdicción territorial².

Tal como precisa el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores del IOSCO (2000, p. 2) la principal ventaja de los vehículos de inversión colectiva radica en que la puesta en común de fondos permite aprovechar las economías de escala al reducir los costos de transacción en que incurrirían si cada inversionista, principalmente en caso de minoritarios o *retail*, invirtiera independiente y por cuenta propia; y, asimismo agrega, la ventaja de la inversión profesional a costos razonables.

² Sobre el particular cabe anotar que, por efecto de la globalización y traslado de capitales, se hace necesario que las regulaciones territoriales tiendan a uniformizarse, para permitir más fácilmente la gestión internacional de fondo de inversión.

Por su parte, Bodie, Kane y Marcus (2004) anotan que las empresas de inversión y las gestoras desarrollan funciones a favor de los inversionistas como la publicación “periódica” de informes de situación y gestión de la administración; la diversificación y divisibilidad de acciones o cuotas fraccionadas de muchos valores diferentes que individualmente solo conseguirían inversionistas institucionales; administración profesional por parte de analistas de valores y gestores de carteras y bajos costos de transacción, dado que al gestionar grandes volúmenes de inversiones ahorran en tarifas y comisiones de mediación.

Cabe anotar que los fondos de inversión se encuentran comprendidos como una tipología dentro de los Fondos de Inversión Colectiva o Compañías de Inversión, que a referencia de la *Security Exchange Commission* (SEC) de los E.E.U.U. (2013) comprende a las compañías de inversión abiertas o fondos abiertos, cuya característica fundamental es que venden acciones/cuotas constantemente que se compran y rescatan del propio fondo, equivalente a lo que en nuestro mercado se conoce como Fondos Mutuos. Luego, las compañías de inversión cerradas o fondos cerrados, que venden una cantidad fija de acciones a la vez (mediante una oferta pública inicial) que luego se comercializan en un mercado secundario; ello, con las diferencias del caso, sería equivalente a los fondos de inversión peruanos. Finalmente, los fideicomisos de inversión por unidad, vehículos que solo efectúan una única oferta pública de solo una cantidad fija específica de valores rescatables llamados unidades y que se extinguen y disuelven en una fecha fijada en el mismo acto constitutivo de este fideicomiso de inversión.

Además, corresponde referir que, de acuerdo a lo expuesto por Bodie, Kane y Marcus (2004), desde el acto constitutivo de su creación, los fondos de inversión cerrados obtienen beneficios vendiendo participaciones del fondo a una prima al coste de adquisición de los activos subyacentes con el objeto de recaudar las comisiones por establecer el fondo (p. 75). Esta es una gran diferencia con los fondos abiertos, ya que los fondos cerrados no amortizan ni emiten regularmente nuevas acciones o cuotas, por lo que cuando los inversionistas precisen obtener liquidez, solo pueden vender sus cuotas a otros inversores, en un mercado extrabursátil o bursátil, dependiendo claro está de las condiciones bajo las cuales se estructuró el *closed-end fund*.

Para exponer la relación entre el Fondo de Inversión y la Sociedad Administradora, a continuación, se muestra en el siguiente gráfico la estructura básica de la operación de estos vehículos:

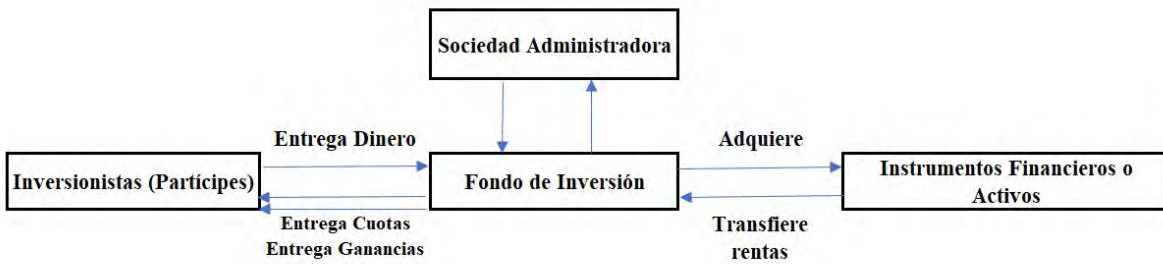


Figura 1. Constitución y operación básica de un fondo de inversión.

En la constitución de los fondos de inversión, se desarrollan varias etapas, comenzando el proceso con la estructuración financiera, legal y tributaria del fondo que se vaya a constituir, para luego, ofrecer las cuotas de participación a inversionistas, bajo un modelo de oferta pública o privada, gestionando el ingreso de nuevos partícipes, las asambleas, comités de inversión, la posibilidad de recurrir a gestores externos de inversión especializados, elaboración de estados financieros, rendición de cuentas y tratamiento fiscal de la renta del fondo, entre otros.

Asimismo, deberá evaluarse dentro del *core business* del fondo de inversión la construcción del portafolio de inversión, con diferentes activos o instrumentos financieros acordes al objetivo de inversión que tenga el fondo, que se desarrolla al momento de estructurar financieramente el mismo, con la finalidad de que en la oferta primera sea lo suficientemente atractiva para que inversionistas con similares horizontes de inversión y perfil de riesgo puedan participar del fondo, ya sean estos inversionistas rentistas o sostenibles (v.gr. bonos verdes); con horizonte de inversión de corto, mediano o largo plazo; institucional o no institucional, etc.

Por los servicios de gestión de fondos, las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión pactan retribuciones fijas y compensaciones variables (*carried interest*) por los resultados favorables de la gestión de los fondos que administren. Es precisamente esta compensación variable la que sustenta uno de los argumentos que se esgrimen para apoyar la no regulación de estos vehículos de inversión, especialmente cuando se trata de una estrategia de inversión de *private equity*, porque la compensación variable de gestión sería suficiente para alinear los intereses de la gestora o los partícipes del fondo. Cabe anotar los fundamentos para la exclusión de supervisión se desarrollarán más adelante.

2.2 Gestión de Conflictos de interés:

Sobre el particular, el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores del IOSCO (2000) reconoce que la dicotomía de separación entre la propiedad y la Gestión del Fondo también implica un riesgo evidente en la relación de principal – agente, el potencial conflicto de intereses entre el operador (sea sociedad administradora de fondos o gestora de inversión) y los inversionistas, resaltando que, tales conflictos “en ausencia de mecanismos adecuados de control no sólo afectan negativamente a la intereses de los inversores, sino que también tienen el potencial de socavar la confianza de los inversores en un vehículo de inversión” (p. 2).

La necesidad de mitigar conflictos de intereses en materia de vehículos de inversión también ha sido abordada por el IOSCO (2008), precisando que parte función de la regulación es mitigar la posibilidad de que existan conflictos de intereses en la operación del fondo, cuando se favorezcan intereses de las operadoras y/o sus relacionadas en detrimento de los inversionistas del fondo. No obstante, en caso de que el diseño de la regulación no sea suficiente para evitar la existencia de conflictos de intereses, la regulación y la supervisión deberían tender a que los conflictos de interés que puedan surgir durante vida del fondo se revelen veraz, suficiente y oportunamente a los inversionistas y al mercado en general cuando se traten de fondos sujetos a oferta pública. Cabe precisar que, en el modelo peruano, los inversionistas de un fondo bajo la regulación de ofertas privada y más aún, las gestoras de inversión, solo tienen como garantía de cumplimiento de los deberes de divulgación los estándares de gobierno corporativo que se haya adoptado en el cumplimiento del fondo.

Ahora bien, vista la posibilidad de que cualquier servicio de administración lleva inmerso el potencial riesgo de conflicto de intereses, máxime si encontramos intereses económicos involucrados, resulta imperioso que se implemente un sistema razonable para mitigar el citado riesgo. Sin embargo, definir la razonabilidad y asegurar su aplicabilidad escapa por lo general de la voluntad espontánea de los sujetos privados, máxime si el inversionista no tiene los medios para ejercer control sobre el agente, por lo que la participación de un regulador muchas veces se hace

indispensable, regulando y monitoreando la actividad de los vehículos de inversión y la de la alineación de intereses entre la sociedad administradora y la de los partícipes del fondo.

Casos típicos donde suelen acaecer conflictos de intereses a los que se ha hecho énfasis se dan en las transacciones con partes vinculadas, especialmente en la adquisición de valores de estas, cuyo precio de adquisición no corresponde al valor de mercado o adolece de falta de liquidez, selección de inversiones, etc.

En materia de fondos cerrados, los conflictos de interés también surgen de las decisiones de inversión del fondo, las cuales puedan privilegiar ganancias para la administradora o sus vinculadas en detrimento de los inversionistas, operadoras que, bajo el cumplimiento de su deber fiduciario, deberían privilegiar los intereses de los inversionistas más que de terceros. Similar problema puede acaecer de operaciones de préstamo de valores, conflicto expuesto por Dunham, Jorgensen y Washer (2014), operación que acaece cuando el objeto de estos préstamos son instrumentos en los que el fondo está invirtiendo, práctica cuestionable si no existe adecuada divulgación de dichas operaciones a los partícipes del fondo, cuyo riesgo es asumido íntegramente por los inversionistas del fondo.

Con la finalidad de mitigar posibles conflictos de intereses, el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores del IOSCO (2000) reconoce que el objetivo de los modelos regulatorios en general tiene como objetivo común garantizar la protección de los inversores mitigando el impacto adverso los conflictos de intereses que surjan entre las operadoras de inversión reguladas, o sociedades administradoras de fondos de inversión el Perú, con sus inversionistas (p. 10 - 11) Así reconoce que los mecanismos regulatorios deben imponer, entre otros, el deber del operador de fondos de actuar en el mejor interés de los partícipes del fondo; la supervisión de las actividades de los operadores de fondos; incluir prohibiciones directas de transacciones que puedan dar lugar a conflictos de intereses y que bajo ciertos presupuestos el regulador pueda revisarlas o incluso aprobarlas; la divulgación de información concerniente a conflictos de intereses que identifique el operador de fondos; la implementación de normas, procedimientos y códigos de conducta para la actuación de los operadores en la gestión de fondos; entre otros.

Sobre las consideraciones precedentes, queda claro que los fondos de inversión gestionados por operadoras no reguladas se encuentran expuestos, al igual que en los fondos y administradoras regulados, a que acaezcan conflictos de interés, dado que, también se genera los mismos riesgos producto del vínculo agente – principal que existe entre las operadoras y los inversionistas, producto de lo que, ante la existencia de un conflicto de interés, las operadoras pudieran actuar atendiendo a sus intereses particulares más no así a los intereses de los inversionistas; situación que, la regulación y supervisión efectiva mitigan cuando se trata de sociedades administradoras que operan bajo altos estándares regulatorios y de gobierno corporativo.

2.3 Transparencia la presentación de información:

Una de las aristas más importantes de la regulación en el mercado de valores es la transparencia y divulgación periódica y eventual de información, especialmente de los agentes regulados. En tal sentido, es imposible excluir de la misma a una operadora de fondos, que tal como ha reconocido el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores del IOSCO (2002b, p. 7), los inversionistas suelen utilizar los rendimientos históricos como factor de elección tanto del fondo como de su operadora y, asimismo, la operadora de fondos utiliza dichos rendimientos históricos como técnica de marqueteo en el mercado. Por tanto, el IOSCO precisa que si la información de rendimiento de los fondos, y, por consiguiente, el performance de gestión de los operadores importa inexactitudes o se presentan de manera que no reflejan con precisión el desempeño de los fondos, los inversionistas pueden ser fácilmente sujetos de decisiones impropias respecto de la elegibilidad del fondo con base en información insuficiente o falseada.

En tal sentido, el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores del IOSCO (2002b, p. 8) resalta el papel de los reguladores en la regulación y supervisión que prohíba el uso de declaraciones engañosas o fraudulentas o con omisiones respecto de la información de rendimiento; garantizar que los inversores puedan hacer comparaciones de la información de desempeño de los fondos y de sus operadoras en base a información que estandarice tiempo de evaluación y metodología y parámetros para el cálculo de rendimiento.

En esta línea, corresponde anotar que Mishkin (2008) expone que la producción privada y venta de información no resuelve totalmente el problema de la selección adversa en los mercados

de valores, debido al problema *free rider*, el que tiene lugar cuando personas que no pagan por la obtención de la información toman ventaja de ella (p. 188).

De la misma forma, a decir de Bodie, Kane y Marcus (2004) en materia de administración de fondos de inversión, la falta de información que no llega a los inversores es un problema evidente, el mismo que no se soluciona con exigir más información, máxime si esta no es necesariamente la mejor. En tan sentido, recomiendan incluir información clara y directa de la rentabilidad ajustada después de impuestos por un periodo de 10 años (p. 88), el conocimiento de los recursos del fondo antes de la realizar la inversión en el mismo, el conocimiento claro del gestor de inversiones, así como el desglose de las compensaciones por la administración y gestión del fondo.

Otro elemento importante en los estándares de regulación internacional es la entrega del folleto simplificado, que a decir del Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores del IOSCO (2002c, p. 3-4) facilita que la información sea clara, concisa, comprensible y bien organizada, con la finalidad de que el inversor tome en cuenta al momento de su decisión de inversión. Prosigue anotando que esta información debe presentarse en un lenguaje sencillo y con formatos concisos y estandarizados, lo que permitirá que el inversionista pueda comprender adecuadamente la naturaleza y situación del fondo de inversión en el que pretenda participar, incluidos sus derechos y la relación entre riesgo y rendimiento de esa inversión del mismo, pudiéndolo comparar con diversas opciones en el mercado.

Por tanto, el IOSCO (2002c) concluye que la información será por cuenta y cargo del operador del fondo, siendo además que este será responsable si a pesar de cumplir con los requisitos de contenido, el documento sea sustancialmente engañoso.

2.4 Fallas de mercado, asimetrías y arbitrajes:

Para abordar en particular, en palabras Gregory Mankiw, se define falla de mercado:

Este fenómeno [falla de mercado] es la incapacidad que tienen algunos mercados sin regulación de asignar recursos de una manera eficiente. Cuando fallan los mercados, las políticas públicas pueden remediar el problema e incrementar la eficiencia económica. (Mankiw, 2017, p 150)

A partir de la cita previa, se puede concluir que cuando los mercados dejan de ser eficientes, es deber del Estado intervenir con regulación que corrija las fallas de mercado cuando el propio mercado no puede corregir por si solas, siendo particularmente las que devienen de la asimetría de información.

Con la finalidad de poder corregir, o al menos mitigar las fallas en los mercados financieros, se tiende a exigir más cantidad y calidad de información disponible en el mercado al alcance de todos los inversionistas y con ello asegurar la integridad del sistema financiero.

Es así que, como consecuencia de la información asimétrica en los mercados financieros, conforme expuesto Frederic Mishkin (2008), los inversionistas están expuestos a la selección adversa al momento de elegir sus inversiones y riesgos morales posteriores por parte de los administradores de las mismas, lo que incide directamente en que muchos inversionistas queden excluidos de los mercados financieros (p. 44). Por consiguiente, es tarea de la regulación y supervisión gubernamental reducir las precitadas consecuencias de la asimetría de información.

Más a detalle, siguiendo a Mishkin (2008), corresponde anotar que la información asimétrica, se presenta cuando el conocimiento insuficiente de una parte en relación con la otra parte implicada en una transacción hace imposible tomar decisiones exactas cuando ésta se realiza (p. 186). La primera consecuencia de la información asimétrica, ex ante a la inversión, es la selección adversa, ya que ante la falta de información las inversiones e incluso operadoras de inversiones más riesgosas tienen más probabilidades de cerrar la transacción, dado que podrían ofrecer mayores beneficios de forma artificial frente a alternativas más realistas. La segunda, el riesgo moral que se presenta después de ocurrida la inversión, se da porque el principal puede realizar actividades que ponga en peligro la inversión.

De otra parte, las asimetrías de gestión, que se originan en un tratamiento disímil debido a la regulación, se producen cuando la legislación no alcanza a un grupo de sujetos, cuyas características o actividad no son sustancialmente disímiles de los sujetos regulados, pero que sin embargo tienen amplio margen para excluirse de los alcances de la regulación. En el caso particular

de las sociedades administradoras de fondos de inversión, estas tienen en el mercado su correlato no regulado a las que se denominan grosso modo solo como “gestoras de inversión”³.

En cuanto a los arbitrajes regulatorios, cabe precisar que siendo las gestoras de inversión sociedades que no se encuentran bajo el umbral de regulación de conducta de mercado y prudencial de la SMV, estas pueden adoptar las prácticas regulatorias que estimen pertinentes y descartar las garantías que prevé la norma que consideren demasiado gravosas para su gestión.

Por consiguiente, es claro que bajo el presupuesto de que las operadoras no licenciadas de fondos de inversión también mantienen el vínculo principal-agente frente a los inversionistas que depositan sus recursos en estos fondos privados, potencialmente son fuente de estas fallas de mercado que ciertamente están presentes en cualquier fondo de inversión, sea público o privado.

2.5 Gestión de Riesgos en los Fondos de Inversión

Conforme a los Objetivos y Principios de la Regulación de Valores propuestos por el IOSCO (2008), la regulación en materia de fondos colectivos de inversión, en general, debe tender a que se garantice razonablemente la integridad del operador y que este sea competente para la gestión del fondo. Además, debe garantizarse que los deberes del operador estén debidamente establecidos, así como debidamente implementados los procedimientos de gestión interna. Finalmente, por materia prudencial, la capacidad financiera del operador también debe ser razonablemente acreditada.

En dicha línea, el Iosco (2008) prosigue señalando la estructura legal que adopte el vehículo de inversión, ante todo debe ser transparente para que los inversionistas puedan evaluar los riesgos de participar en este vehículo. Considerando que el eje del presente trabajo son los vehículos de inversión cerrada o *closed funds*, el análisis de a priori del horizonte de inversión y los riesgos involucrados son aún más importantes dado que por la configuración del vehículo de inversión, para el inversionista salir de su posición podría resultar mucho menos expeditivo.

³ Por cuanto la denominación Sociedad Administradora de Fondos de Inversión es exclusiva de las sociedades autorizadas por al SMV

Además, la estructura de vehículo de inversión implica que las obligaciones estén bien definidas en el estatuto constitutivo del vehículo de inversión y además exista correcta divulgación de las políticas de inversión.

En tal sentido, el reglamento de Fondos de Inversión, aprobado por RESOLUCION SMV N° 029-2014-SMV-01 y ulteriores modificatorias prevé requerimientos básicos para la gestión de riesgos en la administración de fondos de inversión, entre las que corresponde mencionar:

- Literal b) del Art. 22: Cuando la SAFI realice actividades complementarias a su objeto principal, deberá describir los riesgos asociados con el desarrollo de la actividad que pretenda incorporar y con la correspondiente autorización de la SMV, exponiendo el probable impacto dichas actividades podrían tener sobre las actividades o funciones que desarrolla, así como su solvencia patrimonial.
- Art. 135: La actividad de gestión del Fondo de Inversión debe implicar que la SAFI deba proceder con la identificación, medición, control y gestión de los riesgos inherentes del portafolio de inversión, así como mantener sistemas de control interno en la medida del nivel de exposición al que se encuentre expuesto.
- Literal d) Art. 151: Es causal de suspensión de la autorización de funcionamiento de las SAFIs cuando el capital operativo no alcance el mínimo regulatorio en función de los riesgos que asuma de conformidad con las disposiciones de carácter general que apruebe la SMV.
- Anexo D de la R. SMV N° 029-2014-SMV-01: La Sociedad Administradora de Fondos de Inversión debe contar obligatoriamente con manuales y planes que le permitan cumplir adecuadamente sus funciones, entre los que se encuentra Plan de Seguridad de Información (PSI) que aborda el análisis y evaluación de riesgos de los procesos e impacto.

En lo que concierne a la gestión de riesgos que asumen los fondos de inversión, y especialmente los fondos privados, el bufete de abogados MacFairlanes comenta:

(...) es importante para los administradores, incluidos los administradores de fondos privados, que ofrecen productos y administran inversiones con exposición a activos y

estrategias alternativas para considerar la idoneidad o idoneidad de esas inversiones para sus inversores objetivo. [Es por ello que] deben garantizar que los inversores solo estén expuestos a productos y niveles de riesgo adecuados. (Henderson & Ellison & Robinson & Twigger, 2020)

Por consiguiente, queda claro que las mejores prácticas regulatorias tienden a construir una industria de fondos saludable, por lo que es importante contar con un marco regulatorio que promueva un alto nivel de protección y movilidad de los consumidores.

2.6 Implementación del Programa de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo (PLAFT)

Las sociedades administradoras de fondos de inversión deben diseñar e implementar un programa orientado a mitigar los riesgos de lavado de activos y financiamiento de terrorismo respecto de los fondos que administren, con la finalidad de mitigar los riesgos de blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo. Cabe anotar que los fondos de inversión en Perú están diseñados como vehículos de inversión colectiva cerrados, a diferencia de los fondos mutuos que en nuestra legislación tienen naturaleza de fondos abiertos⁴.

En tal sentido, por la naturaleza propia de cada vehículo de inversión colectiva (cerrado, abierto o mixto), los fondos abiertos están probablemente más expuestos a los riesgos de canalización de fondos ilícitos o para el financiamiento del terrorismo.

Así, el Comité Técnico del IOSCO (2005, p. 9) acota que el Programa de Prevención para mitigar Riesgos de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo debe ser implementado tomando en cuenta el riesgo y vulnerabilidad al que se encuentre expuesto el vehículo de inversión colectiva del que se trate, tomando en cuenta como criterios objetivos para definir el nivel de

⁴ Al respecto, es conocido que en otras regulaciones existen mayor diversificación de vehículos de inversión colectiva, ya que no solo existen vehículos de capital cerrado, con los fondos de inversión peruano, o abierto, como el caso de los fondos mutuos, sino que existen estructuras mixtas de nivel semi cerrado o semi abierto. Se revisará sumariamente la naturaleza de dichos fondos, así como sus operadores en el acápite de regulación comparada.

exposición el tamaño, la ubicación y actividades del negocio. Por consiguiente, el programa debería incluir como mínimo:

- i) el establecimiento de políticas, procedimientos y controles internos;*
- ii) un programa de formación continua para empleados;*
- iii) una función de auditoría independiente para probar el programa de cumplimiento;*
- iv) arreglos apropiados de gestión del cumplimiento.*

Además, como criterio transversal a toda actividad financiera (bancaria y mercado de valores) debe seguirse la política de “Conoce a tu cliente” (KYC). Como elementos de cumplimiento de la citada política, el Comité Técnico del IOSCO (2005) ha considerado mínimamente que se deba cumplir: la identificación y verificación del cliente, y, verificación de la identidad del inversor. Ambos criterios deben responder a un proceso de debida diligencia.

2.7 Capital regulatorio:

La necesidad de que los reguladores y supervisores impongan como requisitos para la autorización de constitución y funcionamiento en el mercado la necesidad de constituir un capital inicial y mantenerlo en el tiempo también ha sido resaltado por el IOSCO (2008), en aras de salvaguardar el interés de los inversionistas, actualizando dicho capital en el tiempo conforme a los riesgos que haya sido expuesto.

El capital regulatorio es considerado como una exigencia a las sociedades administradoras de fondos de inversión en el Perú, que necesita para asumir riesgos y para el fondeo de sus operaciones.

Dicha solvencia financiera se precisa con el propósito de evaluar qué tan resistentes o vulnerables son los operadores en el mercado frente a los riesgos que están asumiendo, con la finalidad de proteger a los inversionistas, pero además con la finalidad de mitigar riesgo sistémico y de contagio en el sistema.

La medición del capital regulatorio, recursos de calidad disponibles para absorber pérdidas por los riesgos a los que se está expuesto, técnicamente conocida como determinación de suficiencia

de capital, actualmente importa que el requerimiento de capital regulatorio sea determinado bajo pruebas de estrés que involucren supuestos de riesgo no esperados y en escenarios adversos.

Siguiendo esta línea, el capital regulatorio es un margen mínimo que se exige a las entidades autorizadas por el regulador, cuyo incumplimiento devendría en la revocación del título habilitante para realizar sus operaciones en el mercado. Así, resulta pertinente acotar el siguiente apunte respecto a las diferencias entre capital regulatorio y capital económico:

Si bien solo existe una definición de capital regulatorio y del coeficiente de capital regulatorio, cada institución que aplica el concepto de capital económico tiene su propia definición de capital económico. Y mientras los requisitos de capital regulatorio se imponen a instituciones, los cargos de capital económico son fijados por cada institución en función del medio ambiente en el que opera. (MURIEL TIESSET y PHILIPPE TROUSSARD 2005, p. 62)

Sobre el particular, cabe anotar que se ha definido como capital económico, siguiendo a Charles Horngren (2010, p. 10) a los derechos de los propietarios sobre los activos de la empresa, en base a la toma de decisiones autónoma (sin considerar requerimientos regulatorios), evaluando entre otros aspectos, el costo de oportunidad de capital y el grado de exposición que desean frente al negocio. Situación diferente implica el capital regulatorio, que en palabras de Abel Elizalde y Rafael Repullo (2004, p.143), cuya definición parte de la búsqueda de bienestar social, ponderando los costes frente a los beneficios de requerimientos de capital que disponga la regulación.

Es así, que los requerimientos de capital, que en materia de Banca recomienda Basilea, implican entre otros, estabilidad del sistema financiero, absorción de pérdidas, etc. Sin embargo, en materia de mercado de valores, la regulación del capital regulatorio, además de compartir algunas finalidades con los parámetros de banca, tiene características particulares. Sobre el particular, el IOSCO (1998, p. 4) anota, entre otros elementos, que bajo la premisa que la protección del inversionista y la consecución de la integridad de mercado, como finalidades del supervisor, además de la mitigación del riesgo sistémico hacen que los requerimientos de capital regulatorio tiendan a reducir la posibilidad de insolvencia y en su defecto, permitir la liquidación ordenada de una empresa. Por ende, se resalta al capital regulatorio como uno de los instrumentos que involucran menos intrusismo de parte del regulador, ya que cuando se impone el requisito de

capital regulatorio, se posibilita el cumplimiento de este requisito sin necesidad de interferir en las decisiones de mercado que opten los socios, o reduciendo la sustancialmente la misma; resaltando desde luego, que este requerimiento es proporcional a los riesgos que corre la empresa. Ello permitiría concluir que, dependiendo de la madurez de la industria de fondos de inversión en un determinado mercado, la técnica de regulación que se adopte, debe ponderar el requerimiento de capital regulatorio con el modelo de gestión de riesgos que implemente la administradora de fondos, aunque ciertamente para estas es preferible la mayor carga regulatoria en la gestión de riesgos que en el capital exigido.

Cabe anotar que este instrumento de regulación es abordado de forma muy variable en los países. Así, Chile, por ejemplo, exige a las administradoras que siempre mantengan un patrimonio de no inferior a 10000 unidades de fomento, que en dólares representa USD \$ 389 400.00. Colombia, por su parte, optó por una regulación inversa, previendo que el monto total de los recursos manejados por sociedades administradoras de fondos de inversión colectiva en desarrollo de la actividad de administración de fondos de inversión colectiva, no podrá exceder de cien (100) veces el monto del capital pagado, la reserva legal, ambos saneados y la prima en colocación de acciones, de la respectiva sociedad administradora, menos el último valor registrado de las inversiones participativas mantenidas en sociedades que puedan gestionar recursos de terceros bajo las modalidades de administración de valores, administración de portafolios de terceros o administración de fondos de inversión colectiva (Artículo 3.1.1.3.3 de la Ley 2555). España, en su caso, impone un capital social mínimo íntegramente desembolsado de 125.000 euros para las Sociedades gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y 300.000 euros para las sociedades de inversión autogestionadas. Sin embargo, algunos países, como EEUU, han optado por no imponer requisitos de capital neto a los asesores de inversión, lo que denotaría a priori que, por el grado de madurez alcanzado en mercados como el norteamericano, la disciplina de mercado relega en varios aspectos a la intervención del regulador.

En suma, el capital regulatorio es de meridiana importancia en la gestión de fondos de inversión, máxime si con la finalidad de alinear intereses entre el operador de fondos y los inversionistas, a decir de Nicolás Ferrer (2015), bien implementado el modelo de capital regulatorio reduce costos de supervisión; es transparente y debería evitar la existencia de arbitrajes regulatorios (p. 20).

2.8 Los Fondos de Inversión y sus sociedades administradoras en la legislación peruana:

La regulación de los fondos de inversión y sus sociedades administradoras, como antecedente directo, data de la promulgación del Decreto Legislativo 862, Ley de Fondo de Inversión y sus sociedades administradoras, publicada el 22 de octubre de 1996, así como por sus ulteriores modificatorias dispuestas por la Ley 27641, Decreto Legislativo 1046 y Ley 30708; siendo esta última la que modificó el Art. 1 del referido cuerpo legislativo, anotando como definición de Fondos de Inversión:

Fondo de Inversión es un patrimonio autónomo integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en instrumentos, operaciones financieras y demás activos, bajo la gestión de una sociedad administradora constituida para tal fin, por cuenta y riesgo de los partícipes del Fondo. La denominación “Sociedad Administradora de Fondos de Inversión” es exclusiva de aquellas sociedades administradoras que cuenten con autorización de funcionamiento de la SMV. Las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos de Inversión en Valores a las que se refiere la Ley del Mercado de Valores pueden también gestionar Fondos de Inversión.

Además, se ha implementado el cuerpo normativo reglamentario, habiéndose aprobado mediante Resolución SMV N° 029-2014-SMV-01 el Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, el mismo que en su artículo 2 ha incorporado el glosario de términos, de los que resalto con especial importancia para los fines del presente trabajo de investigación los siguientes:

Fondo: *El fondo de inversión administrado por una Sociedad Administradora cuyos certificados se colocan o se puedan negociar mediante oferta pública.*

Fondo de Oferta Privada: *Fondo de inversión gestionado por una Sociedad Administradora, cuyas cuotas no se encuentran inscritas en el Registro.*

Sociedad Administradora: *Sociedad Administradora de Fondos de Inversión o Sociedad Administradora de Fondos autorizadas por la SMV.*

Cabe anotar que los dos primeros títulos del precitado reglamento abordan aspectos de conducta de mercado y normativa prudencial que deberán observar las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, las que incluyen:

- Normas generales de gestión
- Normas generales de conducta
- Autorizaciones e inscripciones (Organización y Funcionamiento)
- Autorización de transferencia de acciones y actos societarios

Todo lo expuesto hace concluir que en el Perú se ha logrado construir un marco regulatorio escrupuloso tendiente a conseguir el mejor alineamiento de intereses en el mercado entre los partícipes del fondo de inversión que asumen el riesgo y las sociedades administradoras que gestionan dicho patrimonio autónomo. No obstante, el cuestionamiento formulado al principio del presente trabajo, radica en que la regulación, pese a su énfasis prudencial, tiene un alcance bastante acotado por la propia Ley de Fondos de Inversión, ya que la supervisión estatal solo alcanza a las administradoras de fondos licenciadas, así como a los fondos de inversión que administren estas colocados exclusivamente por oferta pública.

2.9 Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión vs Gestoras de Inversión

A partir de las consideraciones precedentes, y enfocándonos en la denominación de Sociedades administradoras de Fondos de Inversión, exclusiva de las sociedades autorizadas por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), corresponde indicar que la actual regulación legislativa no ha logrado prevenir el problema de la coexistencia en el mercado peruano de SAFIs autorizadas y supervisadas por la SMV, y, de otra parte, la existencia de gestoras de inversión.

Al respecto, este fenómeno ha sido abordado por la Comisión de Investigación del Equipo de Derecho Mercantil (Comisión de Investigación del Equipo de Derecho Mercantil, 2015, p 269), precisando por un lado que las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, cuya autorización para la organización y funcionamiento, así como su ulterior supervisión, están previstas en el Art. 12 de la Ley de fondos de inversión y sus sociedades administradoras, aprobado

por Decreto Legislativo N° 862; y, de otra parte, las sociedades gestoras, definidas en el último párrafo del citado artículo, como sociedades que no administran Fondos de Inversión cuyos certificados de participación se colocan por oferta pública y que por lo tanto no se encuentran bajo la competencia de la SMV, agregándose por tanto la obligación de difundir a su público objetivo que la SMV no ejerce supervisión alguna respecto de la gestora de inversión no regulada, por lo que la gestión de los fondos que administren las citadas gestoras, la información divulguen a sus clientes y los demás servicios que les presten son de exclusiva responsabilidad de la sociedad gestora.

Sobre el particular, entendiendo que coexisten en el mercado sociedades administradoras de fondos de inversión y gestoras no reguladas, debe concluirse que, parafraseando a la Secretaría de Estado para Asuntos Económicos (SECO) del Banco Mundial cuando formuló el Diagnóstico del Mercado de Valores en el Perú(2019), las administradoras reguladas gozan de mayor confiabilidad para que grandes inversionistas en el mercado financiero peruano, como los Administradoras de Fondos de Pensiones puedan canalizar fondos a través de vehículos supervisados como fondos de inversión. (SECO - Banco Mundial, 2019, p 21).

En la misma línea, se prosigue desarrollando en el Diagnóstico elaborado por la SECO, resaltando que es interés de la regulación que se corrijan efectos nocivos para el mercado de valores, como la percepción de manejo inadecuado de conflictos de interés que impacta la confianza en la integridad del mercado, problema evidente cuando se aborda a las gestoras de inversión no reguladas. (SECO Banco Mundial, 2019, p 32).

Es por ello que más allá del conocimiento y experiencia en la gestión de fondos, y el registro comercial que tenga la administradora o gestora de fondos de inversión, el mercado percibe más confiables, que implica mejor gestión de riesgos y conflictos de interés cuando son entidades autorizadas y supervisadas por un regulador cuya función esté acorde a estándares internacionales.

Cabe anotar que la investigación no aborda *in extenso* el análisis de la carga regulatoria que soportan los vehículos de inversión, por lo cuanto este enfoque debe abordar la percepción del

mercado respecto de la carga regulatoria que soportan como administradoras reguladas, que implica un análisis de campo independiente.

Ahora bien, cabe resaltar nuevamente los beneficios de la regulación en operadoras de fondos de inversión, entre los que figuran la reducción de incertidumbre y asimetría de información para el financiamiento; exigencias prudenciales en aras de que las administradoras sean confiables; la regulación y supervisión de estándares de entrega de información para obtener información útil de las características del fondo con lo que pueda evaluarse la inversión.

Sin perjuicio de lo expuesto, algunos países están flexibilizando la carga regulatoria respecto de fondos alternativos, especialmente cuando se traten de fondos de capital de riesgo o fondos de emprendimiento social, principalmente en Europa. Esta flexibilización que propugnan algunos reguladores propende a que se facilite “la creación de fondos de crédito alternativos que puedan ayudar a fomentar el crecimiento económico, mientras que otros están permitiendo fondos no regulados. (KPMG, 2017)

2.10 Fondos de inversión frente a otros vehículos de inversión

Al respecto, para un mejor enfoque de la comprensión del vehículo, corresponde anotar algunos apuntes respecto de patrimonios autónomos comparables por su finalidad con los fondos de inversión

En tal sentido, los fondos de inversión al igual que otras estructuras por los que se pueden canalizar inversiones como los fideicomisos, constituyen encargos de confianza para el cumplimiento de una finalidad, en un plazo determinado y bajo determinadas condiciones y limitaciones previamente pactadas por las partes que suscriben el contrato.

*FIDEICOMISO

El fideicomiso tiene especial importancia dado que en este se constituye un patrimonio autónomo, según el artículo 241 de la Ley General del Sistema Financiero (LGSF), independiente del patrimonio personal del fideicomitente, del fiduciario y de los fideicomisarios.

Recurriendo a los fines específicos de la investigación corresponde examinar la figura del fiduciario como parte depositaria de la confianza del fideicomitente y que debe cumplir con la finalidad prevista en el contrato de fideicomiso, además del factor fiduciario o comisión administradora, según sea el caso, como agente administrador del fideicomiso.

La figura del fiduciario, sujeto muy comparable a una administradora de fondos, es el sujeto central en el fideicomiso ya que en el recae el deber de diligencia bajo el parámetro de leal administrador, cuyas obligaciones generales y específicas se definen en la Ley, aunque en mayor medida a partir del contrato de fideicomiso que suscribe con el fideicomitente. Cabe señalar que la SBS, considerando la relevancia de este sujeto, no ha dejado de lado que sea un sujeto no licenciado (Entidades financieras o fiduciarias especializadas). Cabe anotar que este solo responderá por daños en caso haya mediado dolo o culpa grave

*COMISIÓN DE CONFIANZA

Este vehículo tiene por finalidad administrar carteras de carteras de portafolios, aunque a diferencia de los fondos de inversión y de los fideicomisos, en esta estructura no se constituye un patrimonio autónomo, por lo que no hay una transferencia de dominio fiduciario del comitente al comisionista. Asimismo, esta se caracteriza porque se puede convenir un manejo discrecional de las inversiones por parte del comisionista, es decir, que el comitente autorice al comisionista actuar a su arbitrio y conforme a las necesidades y objetivos de inversión, se indicará la forma en que esta discrecionalidad podrá ser revocada por el comitente (Milénka Villca Pozo (2012, p. 300).

Elemento resaltante en la comisión de confianza es que el comisionista también se ha reservado para sujetos licenciados por la SBS, ya que también constituye un tipo de encargo fiduciario, incluso de mayor confianza ya que como se expuso es posible autorizar una mayor discrecionalidad en los actos de administración y representación.

Otra figura comparable en el mercado peruano a los fondos de inversión podría ser el fideicomiso de titulización, comparación que resumo en el siguiente cuadro resumen:

Tabla 1

Resumen comparativo entre Fideicomisos de titulización

	Fideicomiso de Titulización	Fondos de Inversión
Estructura	Transferencia de dominio del subyacente o derechos, previo a la oferta de inversionistas	Transferencia de dominio del subyacente por adquirir de acuerdo al reglamento de participación del fondo
Objeto	Emisión de valores mobiliarios	Emisión de valores mobiliarios
Administrador	Fiduciario Licenciado	Fiduciario no necesariamente licenciado

Fuera de la jurisdicción peruana, donde las figuras fiduciarias se han desarrollado mucho más que en el Perú, vale la pena mencionar el caso de Colombia, donde existen muchas más tipologías. En particular, la fiducia de inversión como tipo de fiducia mercantil se reserva para las entidades financieras especializadas, conocidas como “sociedades fiduciarias”. Para prestar servicios fiduciarios se exige que la sociedad fiduciaria sea organizada como sociedad anónima, con objeto exclusivo de desarrollar negocios fiduciarios, según las normas que rigen a los bancos (Milena Villca Pozo (2012, p. 280).

Además, es resaltante que, en el caso de fondos de inversión, además de las administradoras de fondos de inversión también se haya facultado a las fiducias de inversión e incluso a las comisionistas de bolsa como administradoras, diseño de regulación que haría prever el interés del legislador colombiano en fomentar la competencia de administradores, aunque todos ellos sujetos licenciados.

2.11 Una perspectiva comparada de los fondos de inversión:

Para comenzar esta parte, resulta conveniente mostrar una breve aproximación económica de la importancia de los fondos de Inversión. Al respecto, José María Fanelli, propone un interesante diagrama en base a la información de Banco Mundial y de la Asociación Europea de Gestión de Fondos y Activos:

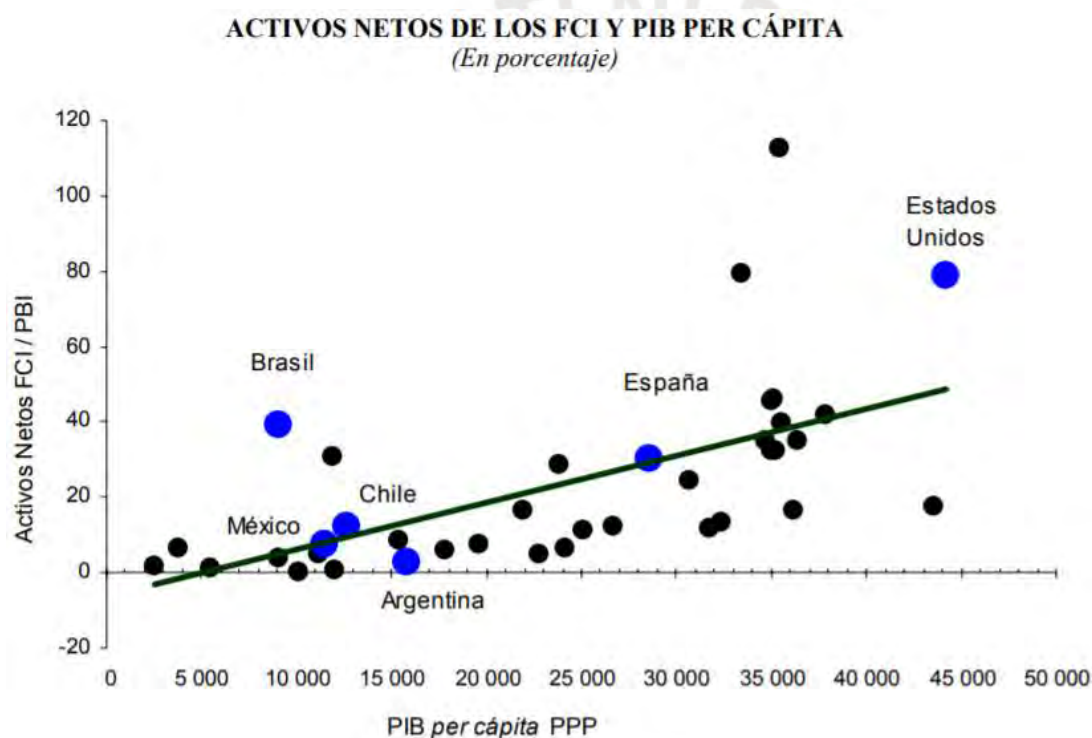


Figura 2. Fondos comunes de inversión y desarrollo financiero (CEPAL, 2010).

Nótese que el coeficiente resultante de dividir los activos netos entre el PBI de los países resulta en el porcentaje de activos de que administran Fondos de Inversión Colectiva (FIC) respecto del total del PBI, que, aunque no son exclusivamente fondos cerrados, sí visibilizan que los FICs son estructuras vitales en el crecimiento económico de los países, debido a que, parafraseando a José María Fanelli (2010, p. 51), una característica económica vital de los fondos de inversión cerrados que contribuye en el crecimiento económico es que estos relacionan estrechamente la actividad

productiva y los recursos que se canalizan a través de los fondos de inversión, por cuanto las necesidades apremiantes de liquidez en los rescates de participaciones no forman parte del común desarrollo de estos; y, precisamente esta situación hace que normalmente se diseñen para inversiones de mediano y largo plazo, que financieramente calzan perfectamente con el financiamiento de activos de capital.

Al respecto, un estudio del Centro de Estudios Económicos en Colombia (Asofiducieras, 2016, p. 1) expuso que, en Colombia, pese a que ha existido crecimiento de los Fondos de Inversión Colectiva, pasando del 5% al 7.3% del PBI en el lapso transcurrido entre el año 2009 al 2016, estos siguen siendo menores que referentes directos como Chile con 18% del PBI o Brasil con 50% del PBI, sin contar con el caso de EE.UU. cuya estimación al 2016 estimaba que se canalizaban recursos incluso equivalentes al 150% del PBI de este país. Incluso a nivel de los referentes más directos como Chile o Colombia, el caso de Perú es bastante más reducido.

Otra forma de identificar la apremiante necesidad de masificación de fondos de inversión, especialmente cerrados, deviene de analizar el volumen de activos en los fondos de inversión, que comparado con el volumen de PBI per cápita, nos permite inferir una evidente correlación entre el desarrollo de los países con la cantidad de recursos que se canalizan a través de fondos de inversión:

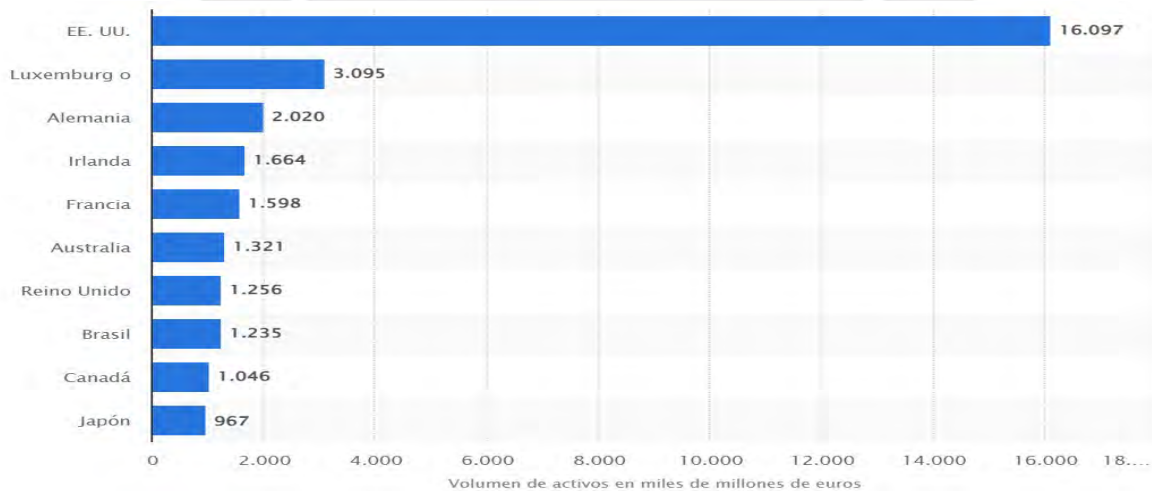


Figura 3. Volumen de activos de los Fondos de Inversión Colectiva a nivel mundial Año 2014 (Statista, 2014)⁵.

⁵ Extraído de <https://es.statista.com/estadisticas/600574/ranking-de-los-paises-con-mas-activos-de-fondos-de-inversion-colectiva-mundial/>

Siguiendo con este análisis comparativo, a nivel regional el Perú muestra desarrollo aún incipiente de la industria de fondos mutuos y fondos de inversión respecto de sus pares más cercanos:



Figura 3. Regulación, supervisión y desarrollo de patrimonios autónomos en el Perú. (SMV, 2022)⁶.

Así, queda claro que la importancia de los fondos de inversión cada vez es más resaltante a nivel mundial. Por ejemplo, el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores del IOSCO (2002a, p. 2 – 3) ha reconocido el creciente papel de estos como inversionistas institucionales con un papel cada vez más ostensible en el gobierno corporativo de las empresas en papel de accionista, que ciertamente tiene fundamento debido a que la gestión de los activos del fondo de inversión debe incluir el deber de votar en interés de los inversionistas del fondo cuando las decisiones corporativas de la empresa puedan afectar el valor de las inversiones (acciones) del fondo. Aunque dicha actuación puede implicar conflictos de intereses, ya que el operador del fondo podría privilegiar intereses comerciales o financieros no alineados al interés de sus partícipes, tal como se ha expuesto en un acápite precedente.

⁶ Extraído de la presentación del Superintendente del Mercado de Valores de Perú en el Foro Internacional: “Regulación y desarrollo de las industrias de patrimonios autónomos”.

Asimismo, la presencia de vehículos de inversión en los mercados financieros, incluyendo los *closed funds* objeto de la presente investigación, ha denotado especial consideración de IOSCO, dado que problemas como el exceso de apalancamiento y los riesgos sistémicos por contagio del fondo a otros intermediarios financieros, considerando la magnitud del fondo, exceden más que los intereses de los inversionistas.

Adicionalmente, para sustentar cualquier modificación al marco jurídico peruano, es preciso analizar la experiencia comparada del tratamiento de fondos cerrados que son los más similares a la naturaleza de los Fondos de Inversión, primero con los países más cercanos a la realidad peruana, aunque ciertamente superior en volumen de mercado, como es el caso de Chile y Colombia; para luego explorar a México y España.

Modelo de Chile:

- El desarrollo del marco general de la administración de Fondos de Terceros se desarrolla en la Ley No 20.712, la misma que define a los Fondos abiertos y cerrados en general como sociedades anónimas especiales, cuyo objeto exclusivo es la administración de recursos de terceros (administración de Fondos Mutuos, Fondos de Inversión Rescatables, Fondos de Inversión no Rescatables y Administración de Cartera de Terceros), pudiendo desarrollar otras actividades complementarias a su giro que les autorice la Comisión.
- El desarrollo legislativo de los Fondos prosigue en el Art. 03 del precitado cuerpo legislativo, exponiendo que las administradoras deberán constituirse como sociedades anónimas especiales, cuyo objeto exclusivo será la administración de recursos de terceros.
- Finalmente, el Art. 4 prevé expresamente que se reserva el uso de la expresión “Administradora General de Fondos” a aquellas sociedades a que se refiere este capítulo. En consecuencia, ninguna entidad que no se hubiere constituido o transformado en una entidad de este tipo conforme a las disposiciones de esta ley como Administradora General de Fondos, podrá arrogarse la calidad de tal o utilizar este nombre en su razón social.

A partir de las definiciones expuestas podemos advertir que el modelo chileno de regulación respecto de fondos de inversión prevé un marco uniforme para los distintos vehículos de

inversión colectiva, resaltando la necesidad de que exista un objeto social exclusivo y excluyente de las administradoras de todos los fondos que administren inversiones de terceros, incluyendo claro está los fondos cerrados de inversión.

Modelo de Colombia:

- El tratamiento de los fondos de inversión colectiva ha sido desarrollado en la Parte 3 del Decreto 2555, donde se enfatiza que los Fondos de Inversión Colectiva – FIC Abiertos y Cerrados “Sólo podrán ser administradas por sociedades administradoras de Fondos de Inversión Colectiva”.
- En tal sentido, un apunte importante respecto del modelo colombiano es que en su Artículo 3.1.1.1.1. incorpora que sociedades pueden operar fondos, incluyendo a las Sociedades comisionistas de bolsa de valores, las sociedades fiduciarias y por supuesto a las Sociedades administradoras de inversión.
- Finalmente, el Artículo 3.1.1.3.1. desarrolla los requisitos para la constitución y funcionamiento de los Fondos de Inversión Colectiva, previendo que las sociedades administradoras, al momento de la constitución y durante la vigencia del fondo deberán cumplir los requisitos que prevé el D 2555.

Lo expuesto respecto del modelo colombiano hace notar que es un modelo mucho más flexible en materia de administración de fondos que el Perú y que Chile, ya que incorpora otras entidades, siempre autorizadas claro está, como posibles administradoras. Además, debe anotarse que en la legislación colombiana no se ha advertido la posibilidad legal expresa de que existan operadoras que puedan excluirse de la regulación y supervisión estatal.

Además, corresponde abordar algunos aspectos de la fiducia mercantil colombiana, específicamente respecto de la fiducia de inversión, contrato que a decir de Milenka Villca Pozo (2012, p. 300), consiste en que un fideicomitente busca maximizar los rendimientos de sus recursos valiéndose del servicio financiero especializado del fiduciario, transfiriendo un bien o conjunto de estos para que el fiduciario los enajene y con lo producido invierta en actividades que generen ganancias en provecho del beneficiario.

Este contrato no ha dejado de merecer la atención de la Superintendencia Bancaria de Colombia, evolucionando desde una administración individual a la administración colectiva de carteras, no obstante, esta se diferencia de la administración de fondos comunes, cuya administradora se rige bajo las normas de autorización y funcionamiento de Decreto 2555/2010. Cabe destacar que estos dos regímenes distan bastante en su marco de regulación y supervisión.

Al respecto, el Centro de Estudios Económicos de la Asociación Nacional de Instituciones Financieras y Asofiduciarias (2016, p. 59) expone como uno de los principales problemas de los fondos colectivos de inversión a la “supervisión sobre-protectora”, cuyos fines de regulación y supervisión tienden a la protección de los fondos de público, puede limitar el proceso de aprendizaje financiero de los consumidores y a su vez desestimular la creación e innovación de Fondos Colectivos de Inversión, y reduciendo su espectro solo a la oferta en productos de bajo riesgo-retorno.

Modelo de México:

El marco general regulatorio del México está definido por su Ley de Fondos de Inversión que data del 2001 aunque con ulteriores modificaciones.

La primera premisa en la regulación mexicana es que, tanto la sociedad operadora de fondos de inversión como la sociedad valuadora de acciones de fondos inversión (CNBV) son instituciones autorizadas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores; mientras que las sociedades de Depósito y custodia de Activos Objeto de Inversión; Contabilidad de fondos de inversión; Administrativos para fondos de inversión; auditoría externa independiente y contralor normativo, no necesariamente.

Además, respecto de los fondos de inversión de capitales, vehículo similar a los fondos de inversión en Perú, cuyo objeto es la inversión diversificada en empresas promovidas, se establece que Consejo de administración de la sociedad operadora de fondos de inversión, en su actuar, se regirán por los deberes de diligencia y lealtad (Art. 34 Bis)

Además, existen otros elementos característicos en la Ley de Fondos mexicana, por ejemplo relacionada con que las Sociedades operadoras de fondos de inversión ajustan su capital

regulatorio íntegramente suscrito y pagado en efectivo, el cual es mayor cuando sea una sociedad independiente que cuando corresponde a un grupo financiero.

Además, son obligaciones de la operadora establecer procedimientos para asegurar que se cumpla con la normatividad externa e interna, así como proponer al consejo de administración el establecimiento de medidas para **prevenir conflictos de interés y evitar el uso indebido de la información.**

Queda claro que, a partir de las consideraciones expuestas, la normativa mexicana es clara en la necesidad de que las operadoras de fondos cuenten con autorización del supervisor estatal, precisando enfáticamente que las expresiones sociedades de inversión, fondos de inversión, portafolios de inversión u otras similares cuyas actividades reservadas por esta Ley (objeto exclusivo y excluyente) a los fondos de inversión, no podrán ser usadas por sujetos distintos a los autorizados (Artículo 5 Bis).

Modelo de España:

En marco en materia de fondos de inversión está dispuesta por Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva. Queda claro que España es un referente no por ser comparable al Perú, ya que es un mercado mucho más desarrollado, sino porque es un referente al que debería apuntarse en el desarrollo del mercado.

Sobre el particular, los fundamentos de la Ley 35/2003 radican en que a) es necesaria la liberalización de la política de inversión – restricciones de los fondos; b) la necesidad de conseguir el reforzamiento de la protección a los inversores con nuevos instrumentos - fortalecimiento de las obligaciones de transparencia y de las normas de conducta para prevenir conflictos de interés como una medio más eficaz para proteger a los inversores que la imposición de restricciones a las posibilidades de actuación financiera de las IIC; c) el perfeccionamiento del régimen de intervención administrativa - procedimiento administrativo y la seguridad jurídica para los administrados.

Sobre la base del particular, la normativa española prevé normas de conducta específicos para prevenir los conflictos de interés: operaciones con vinculadas procedimiento de control interno de dichas operaciones y a informar de su realización en los documentos informativos

correspondientes; así como separación de funciones, o implementación de procedimientos internos específicos para prevenir conflictos de interés

Como características relevantes respecto de la configuración de fondos de inversión, precisan en su naturaleza que estos son patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, incluidos entre ellos otras instituciones de inversión colectiva, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo. Asimismo, también se autoriza la constitución de sociedad de inversión bajo la forma de sociedades anónimas.

En cuanto al problema que sustenta el presente trabajo de investigación, cabe anotar que, según el Artículo 14, se precisa la reserva de actividad y denominación de los fondos, como autorizados e inscritos en los registros de la Comisión Nacional de Mercado de Valores de España para desarrollar las actividades legalmente reservadas a las instituciones de inversión colectiva, al igual que para las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, por lo que corresponde a la CNMV autorizar su constitución y registro.

Finalmente, cabe anotar que Ley 22/2014, expone el régimen de intervención administrativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre las entidades de capital-riesgo y las entidades de inversión colectiva de tipo cerrado (que sólo serán objeto de registro) aunque se mantiene la autorización para las sociedades gestoras. Esta es una muestra de flexibilización para determinados sectores, no obstante, no se ha exonerado de regulación y supervisión a las gestoras que los administran.

2.12 Modelos no regulados

Como se expuso precedentemente existen corrientes que esgrimen argumentos que sustentan la no regulación de estos vehículos de inversión, exponiendo que, por ejemplo, la compensación variable de gestión sería suficiente para alinear los intereses de la gestora o los partícipes del fondo.

Sobre el particular, un ejemplo claro es el propuesto por *The Institutional Limited Partners Association* (ILPA), el mismo que desarrolla importantes argumentos para los contratos asociativos de gestión de inversiones que celebran de una parte los *General Partners* – GP (que administran los fondos privados) y de otra los *limited partners* - LP (inversionistas del fondo),

símil de las operadoras de fondos y los partícipes en el caso peruano, con la finalidad de que estas estructuras asociativas no reguladas alineen intereses y manejen eficientemente los riesgos sin necesidad de regulación y supervisión estatal, bajo la premisa del cumplimiento de una serie principios y buenas prácticas denominadas **ILPA Principles 3.0**: Fomento de la transparencia, la gobernanza y la alineación de intereses para socios generales y comanditarios (limitados).

Los criterios propuestos giran en torno a definir adecuadamente el plazo y estructura del fondo, las personas clave, la Gobernanza de fondos, las Divulgaciones financieras, las Divulgaciones de notificación y política a los *limited partners*.

Algunos elementos que merece resaltar, dado que esgrimen lineamientos mínimos de la estructuración, modificación de estatutos constitutivos, remoción de gestores, así como el alineamiento de intereses, la gobernanza y la transparencia en los los *Limited Partnership*, son los lineamientos convencionales o más específicamente preceptos específicos en los acuerdos de asociación para la gestión de fondos, considerados como estándares mínimos que se sugieren adoptar, que sin embargo, de acuerdo al ILPA (2019, p. 6) deben ser aplicados considerando las circunstancias concretas, esto es la gama de productos, tipos de estrategias y diversas tipologías de inversores, además de preferencias en el mercado, que a continuación se exponen con mayor detenimiento⁷:

A) LPA AMENDMENTS (Modificación de acuerdos constitutivos del Fondo):

La primera de las recomendaciones para cambios clave en el fondo están referidas a las modificaciones en el Acuerdo constitutivo del mismo, exigiendo que para ello se cuente con una decisión mayoría calificada para cualquier modificación, y la previa notificación a todos los partícipes. Asimismo, que aquellas modificaciones que causen perjuicio económico de un solo partícipe deben requerir de su consentimiento⁸.

⁷ Los extractos subsiguientes se extraen de un trabajo de investigación desarrollado para uno de los cursos de la currícula de la escuela de postgrado del que el suscrito es coautor.

⁸ No obstante, la imposición de que el LP pasible de sufrir detrimento económico deban manifestar consentimiento sobre las enmiendas que tengan el referido efecto, podría ser sustituido con el derecho de separación que pueda ejercitar el referido LP, ya que, si el impacto negativo solo tiene efecto tan singular al respecto, la enmienda debería pasar a deliberación para su aprobación, ya que las decisiones deben apuntar con el beneficio de la asociación en su conjunto.

Este contrato por su naturaleza crea una relación jurídica a largo plazo, que se caracteriza por la asimetría de información, entre los gestores y los partícipes, en la que éstos tienen pocas posibilidades de interferencia en la gestión del fondo. Por lo tanto, es importante comprender qué se debe incluir en las regulaciones herramientas estandarizadas para promover la alineación entre el los Gestores y Los Partícipes, y mitigar los posibles conflictos de intereses, fortaleciendo el poder deliberativo de la asamblea de partícipes.

Al respecto, dada la relación agente principal que existe entre los GP y LP respectivamente, la aprobación de los LP deviene en absolutamente indispensable respecto a cualquier enmienda al contrato, ya que, al estar desprovistos de actuación efectiva en el fondo, poder ejercer la aprobación las modificaciones del contrato sobre los que los GP manifiestan consentimiento deviene en una estructura más tuitiva para los partícipes limitados.

B) GP REMOVAL: (Remoción del General Partner)

Los Principios actuales de ILPA amplían y especifican que, en el caso de una remoción por causa justificada del gestor, el retiro del responsable de dicha causal no es en sí misma suficiente y, además, debe ser revocado cualquier derecho económico con respecto al fondo.

Si bien el umbral recomendado para la remoción por justa causa del gestor sigue siendo el mismo que la versión previa los Principios ILPA (una mayoría simple), para la remoción SIN CAUSA del gestor, de una mayoría calificada de dos tercios, en lugar de las tres cuartas partes recomendados en los Principios Previos⁹.

La disolución sin causa del fondo debería requerir la decisión de la mayoría calificada de dos tercios, lo que refleja un umbral más bajo que los Principios Previos, que recomendaban tres cuartos.

Cabe agregar que en un supuesto de remoción de GP presupone que se haya planificado la transición garantizada hacia nuevos GP que tomen la gestión del vehículo de inversión, es por ello que se resalta que la mera remoción de GP no es per se un remedio.

⁹ Remover al GP sin causa es también una clara facultad tuitiva para los LP, ya que suma a la capacidad expeditiva de estos. Contrario sensu, tener que fundamentar y probar malos actos en la gestión del vehículo de inversión podría tonarse en una carga desproporcionada para los LP, cuya finalidad es siempre adoptar decisiones más acordes con los intereses generales del fondo.

C) SUSPENSION OF COMMITMENT/INVESTMENT PERIOD (Suspensión del periodo de inversión):

El alineamiento de intereses¹⁰, la gobernanza y la transparencia ejes centrales sobre los que se esbozan las mejores prácticas señaladas en el ILPA, cualquier vulneración hacia estos principios como el fraude, incumplimiento sustancial de las obligaciones fiduciarias, incumplimiento sustancial del acuerdo, mala fe, negligencia grave, entre otras, debe gatillar la posibilidad de que se suspenda el periodo de inversión que merituaron en su decisión de participar los LP.

Este umbral es de simple mayoría para decidir SIN CAUSA la terminación anticipada o suspensión del período de vigencia del acuerdo, o la inversión. Mientras que para JUSTAS CAUSAS como los acontecimientos de persona clave, fraude, incumplimiento del deber fiduciario, incumplimiento del acuerdo, la mala fe, negligencia grave, etc., se debe producir una SUSPENSIÓN AUTOMÁTICA del período de inversión, para convertirse en permanente dentro de los 90 días, salvo decisión contraria de la mayoría de partícipes.

Así, la opción de extender el plazo de duración brinda, por ejemplo, a los gestores flexibilidad para administrar mejor el momento de desinversión de acuerdo con la situación del mercado, evitando posiciones de venta cuando los precios de mercado estén a la baja. Esta ampliación del plazo de duración está contemplada por ILPA, que recomienda que se realicen en incrementos de un año y limitadas al máximo de dos veces, siendo aprobado por la mayoría calificada de accionistas.

D) STATED INVESTMENT STRATEGY (Cambios en la política de inversión del fondo):

Los partícipes evalúan su inversión en el fondo tomando en cuenta diversos factores, entre los cuales se considera especialmente la estrategia de inversiones, que debe estar claramente definida con las reglas de cómo se va a desarrollar la misma. Las mismas a las que los partícipes

¹⁰ Cabe anotar que se expone el dilema de compromiso y propiedad como fuente de alineamiento de intereses, por lo que las mejores prácticas proponen que los GP mantengan participación sustancial en el capital; no en forma selectiva y con vocación de permanencia.

se adhieren y con las que el gestor debe de mantener coherencia. Tal como se recomienda respecto a diversificación y los límites de concentración.

Al respecto, cabe anotar que la construcción del portafolio de inversión en vehículos de private equity, debe ser acorde al objetivo de inversión que tenga el fondo y del perfil de los inversionistas de este, de acuerdo a su horizonte de inversión, entre otros elementos.

Por tanto, cualquier modificación a la estrategia de inversión establecida previo al ingreso de los LP debe pasar necesariamente por su aprobación o en su defecto devenir en causal de separación.

Como una particularidad aparte, ILPA incorpora recomendaciones específicas sobre la necesidad de contar con políticas y criterios ambientales, sociales y de gobierno (“ESG”). Así, si el gestor declara tener una estrategia de inversión de impacto, debe adoptar un marco bajo el cual pueda medir, auditar y reportar los impactos generados, recomendándose a los partícipes cerciorarse que la información entregada en relación con ESG sea verificable.

Como consecuencia de las líneas expuestas es preciso mencionar que preliminarmente se pueden esbozar grandes beneficios de la regulación y supervisión de los fondos de inversión (cerrados), la misma que a partir de los estándares internacionales que expone el IOSCO y que aplican los reguladores y supervisores, resguardan los intereses de los inversionistas, mitigando la existencia de conflictos de intereses, garantizando divulgación de hechos de importancia e información eventual y periódica de forma veraz, suficiente y oportuna, gestión de riesgos con criterios y estándares internacionales, implementación de programas de prevención y lavado de activos, entre otros.

No obstante, existen propuestas que propugnan la autorregulación sin supervisión estatal, por lo que la investigación debe cotejar ampliamente los beneficios y desventajas de la carga regulatoria para proponer un modelo de regulación más apropiado.

CAPÍTULO III: Problema de Investigación:

Actualmente, el espectro regulatorio peruano en materia de fondos de inversión impone grandes retos en materia regulatoria, por lo que el enfoque de la presente investigación en base a un criterio de impacto y calidad regulatoria, que para el caso es un diseño de regulación bajo los principios IOSCO, supera la evaluación del diseño de un marco normativo para que las gestoras debe ser licenciadas con las mismas exigencias que las sociedades administradoras reguladas, ya que en el mercado existen otros elementos de riesgo que en la actualidad ya han sido identificados.

Tal como resalta José María Fanelli (2010, p. 7), en países con mercados emergentes surge la interrogante que cuestiona si la magnitud de la industria de fondos de inversión merece atención particular a la hora de diseñar políticas que promuevan el acceso a los mercados de capital de la población y motorizar el desarrollo de la estructura financiera, costos que podrían desincentivar la creación y el desarrollo de más de los precitados vehículos de inversión colectiva, máxime en un mercado incipiente, a lo que debería responderse positivamente, ya que los vehículos de inversión colectiva generan dinamismo en el mercado de financiamiento, considerando que en países como el Perú, donde además de poder constituir una eficaz herramienta de inclusión financiera, el grueso de los intermediarios financieros está concentrado en pocas instituciones bancarias, lo que por supuesto no se condice con una economía social de libre mercado.

Por tanto, debe quedar claro que, como conclusión a priori, el solo licenciamiento de las gestoras de inversión no es suficiente para mitigar los riesgos identificados. Al respecto, paso a exponer algunos problemas de los que se tiene conocimiento.

El primero, concerniente a la atomización de ofertas privadas, modalidad bajo la cual, y que también se citó como parte del diagnóstico de la SECO, incluso las sociedades administradoras reguladas, ofrecen cuotas de participación de forma compartimentada para no llegar a la regulación propias de las ofertas públicas. Este problema, resaltando que incluso alcanzan a sociedades reguladas y supervisadas por la SMV, hace concluir que el problema va mucho más allá que la sola necesidad de licenciar gestoras que actualmente no están reguladas, sino que esta alineación debe estar aparejada de ajustes al modelo actual de participación de las sociedades administradoras en el mercado.

El segundo, en el mercado pueden confluír además de las gestoras de fondos de inversión, como “competidoras desleales” de las sociedades administradoras, por no estar sujetas a las exigencias prudenciales pese a tener un modelo de negocio sustancialmente similar a la que tienen las sociedades reguladas, pero sin tener que cubrir requerimientos como la implementación del PLAFT, capital regulatorio, exigencias de divulgación y transparencia, elementos que se han desarrollado previamente en el capítulo estado del arte, otros sujetos y/o vehículos que pueden potencialmente también “competir deslealmente”.

Al respecto, en el mercado la actuación de fondos mutuos del exterior, empresas FOREX o los Limited Partnerships pueden perfectamente desarrollar las mismas actividades que los fondos de inversión regulados y sus sociedades administradoras, por lo que debe evaluarse efectivas mitigantes a partir de la regulación; o, en su defecto, podría concluirse que el solo alineamiento de gestoras de inversión con las sociedades administradoras, bajo un marco de licenciamiento común, solo sería una cobertura parcial de posibles asimetrías de gestión que seguirían acaeciendo con otros vehículos no regulados por la SMV.

En la misma línea, incluso se ha esbozado que, entre los competidores, que también pueden sustituir las actividades de las sociedades administradoras, se encuentran los contratos de mandato con las limitaciones propias del modelo como la no autonomía de los patrimonios del mandatario y los fondos que administren.

De otra parte, temas en materia prudencial, como el riesgo asumido, que teóricamente debería justificar el incremento del capital regulatorio exigido de forma directamente proporcional a la exposición de riesgo de los fondos que administre la sociedad, parece que el actual diseño normativo no satisface una mitigación efectiva de riesgos. Por ejemplo, bajo el actual modelo las Sociedades Administradoras mantienen una obligación de preservar mínimo un millón y medio de soles como capital regulatorio, el mismo que podrá incrementar hasta los tres millones de soles por exposición al riesgo. Teóricamente, la sociedad administradora podría estar expuesto a ingentes riesgos manejando fondos de gran magnitud y a lo sumo estaría obligada a mantener un capital regulatorio de tres millones de soles, por lo que cabría preguntarse si no sería más razonable que los activos que administre un fondo de inversión, operados por una administradora, respondan a un multiplicador máximo con en el caso de la legislación comparada. Preliminarmente podría concluirse que lo propio sería establecer como regla un modelo omnicompreensivo de regulación y

supervisión de fondos de inversión, solo excluyendo a los fondos cuyos certificados de participación sean exclusivamente colocados por ofertas privadas y solo dirigidas a inversionistas institucionales.

Por consiguiente, más allá del licenciamiento de las gestoras de inversión, actualmente no reguladas, el modelo regulatorio que se proponga debe tender a mitigar los riesgos holísticamente, ya que una regulación parcial que se implemente puede mitigar los riesgos de un segmento de operadoras, pero dejando de lado otras puertas de arbitrajes regulatorios a través de otras estructuras.

Por ejemplo, la participación de operadores en el mercado que a través de contratos de mandato o comisiones de confianza que desarrollen el mismo objeto que los fondos de inversión ocasiona evidentes riesgos para los inversionistas que participen en estos, máxime si se busca reducir la supervisión de estos a la vinculación con el interés público conducente de las ofertas públicas, falencia evidente considerando la facilidad que una operadora pueda manejar fondos de múltiples inversionistas (incluso mayores a 100 según la presunción que adopta el ordenamiento del mercado de valores peruano), con la sola atomización de las ofertas de “cuotas de participación” en varios fondos, con la finalidad de evadir la supervisión estatal.

Así, bajo el modelo de impacto y calidad regulatoria, el diseño de marco regulatorio propuesto, debe contener todos los vehículos que pueden ser competidores directos de las sociedades administradoras de fondos de inversión, siempre y cuando en virtud de la presente investigación no se identifiquen finalidades distintas y riesgos distintos, que no deban regularse.

Definido el problema de investigación, que tienda a la justificación razonable de si existe necesidad o no de formular una regulación uniforme para sociedades administradoras y gestoras de inversión, y que además alcance a cualquier estructura u operadora expuesta a los mismos riesgos y con finalidades similares, a partir de estado del arte expuesto, va quedando más claro que, al menos preliminarmente, no existe un motivo aparente para que existan operadoras de fondos de inversión reguladas y no reguladas paralelamente en el mercado, sea cual fuere la operadora de la que hablemos.

Así, se ha identificado que el estado natural de las relaciones principal agente presentes entre una operadora de fondos y los partícipes del fondo de administración que administra, pueden

traducirse en la ausencia de alineamiento de intereses, dado que en gestoras de inversión no reguladas no existe ni regulación ni supervisión que corrija dichas asimetrías, y, por ende, la gestora de administración puede adoptar las medidas que consideren o no de forma discrecional, teniendo probablemente como único coto el acto constitutivo del fondo. En dicho escenario, es probable que la disciplina de mercado no sea suficiente para alinear los intereses en la gestión de fondos de inversión, máxime si se trata de inversionistas no institucionales.

De otra parte, queda claro que el capital regulatorio es un mecanismo eficiente de alineamiento de intereses, que, como se concluyó en apartados precedentes, puede reducir ostensiblemente los costos de supervisión. Además, la gestión de riesgos propio del manejo de fondos de inversión, es un elemento que importa una imperiosa estandarización y supervisión constante, por lo que excluir de regulación y supervisión un grupo de operado parece una medida no coherente con la lógica regulatoria de los mercados financieros en general.

Es así que, concentrándonos en la gestión de riesgos, como uno de los ejes centrales de la gestión de fondos de inversión, bajo el principio de que la protección de los inversores y la confianza del mercado, conforme precisa el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores del IOSCO (2002d, p.3), el regulador debe enfocar de su trabajo en la evaluación de riesgos de las empresas que administran fondos, enfocando sus recursos en los riesgos que estas empresas generan para la correcta gestión de fondos.

Así, Informe del Comité Técnico del IOSCO (2002d, p. 4-7), ha definido como Áreas de preocupación regulatoria y métodos de evaluación de riesgos ha identificado sobre la base de riesgos empresariales inherentes y áreas de riesgo de control, diversos factores de identificación de riesgos:

Riesgos empresarial inherentes:

- *Factores del tipo de producto e inversor (naturaleza del tipo de cliente; la sofisticación financiera del tipo de consumidor; la complejidad de los productos de inversión ofrecidos)*
- *Factores de estrategia empresarial (frecuencia de cambios en los productos; introducción de nuevos productos, etc.)*

- *Factores de viabilidad financiera (historial financiero del operador; niveles y composición de capital; flujo de ganancias en relación con los índices de referencia de la industria)*

Áreas de riesgos de Control:

- *Cultura de gestión y factores de eficacia (calidad de la gestión; integridad de la gestión; reputación de la dirección).*
- *Factores organizativos (estructura corporativa; posibles conflictos de intereses; segregación de deberes; delegación de funciones; subcontratación de funciones; recursos financieros y humanos).*
- *Factores relacionados con los procesos y procedimientos operativos (sistemas y procedimientos administrativos; procedimientos de control interno; pista de auditoría; naturaleza y complejidad de los acuerdos tarifarios; procedimientos de decisión de inversión; Sistemas de Información Gerencial; historial y procedimientos de cumplimiento).*
- *Factores obligatorios de terceros (reputación y calidad del custodio; reputación y calidad del auditor).*
- *Factores de prácticas de marketing (agresividad de las prácticas publicitarias y de venta; uso de declaraciones de desempeño pasado; uso de intermediarios; naturaleza y complejidad de las comisiones de venta; quejas de inversores).*
- *Factores de historia regulatoria (acciones regulatorias; seguimiento de acciones regulatorias y observaciones de inspección).*

(Énfasis agregado)

A partir del despliegue expuesto en líneas precedentes, específicamente en los apartados a los que se agregó el énfasis, se puede advertir que son circunstancias eminentemente vinculadas al operador de fondos de inversión y de cualquier estructura u operadora a las que se ha hecho referencia.

Sobre el particular, uno de los ejes centrales en la gestión de riesgos de la operadora es el aislamiento de su objeto social, debiendo en caso de actividades complementarias, que deben ser

previamente autorizadas por el supervisor, estar sujetas a una efectiva revelación al mercado incluyendo la mayor exposición que representa el desarrollo de las citadas actividades. A ello se suman las actividades propias de la gestión del fondo que incluye identificar, medir controlar y gestionar los riesgos sobre el portafolio del fondo, gestión de riesgos está íntimamente atada al capital de la administradora, cuya autorización de funcionamiento puede ser suspendida cuando dicho capital regulatorio sea menor al mínimo legal previsto para los riesgos asumidos. Cabe anotar que la gestión de riesgos debe ser debidamente revelada a los inversionistas.

A partir de lo precedente, corresponderá evaluar en el desarrollo del presente trabajo si es justificado o no, que estas entidades que administran o gestionan vehículos de inversión colectiva necesitan regulación tendiente a configurar estándares mínimos para mitigar los riesgos derivados del riesgo principal agente, carga de capital, Sistema de Gestión de Riesgos, Sistemas de prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo (PLAFT), la necesidad de implementar un funcionario como Oficial de Cumplimiento, contar con un Director Independiente y demás obligaciones de Gobierno Corporativo, etc.

Cabe resaltar que el análisis de impacto y calidad regulatoria tiene importante significancia, dado que la participación de los fondos de inversión en los mercados financieros son cada vez más preponderantes, llegando por ejemplo, bajo las recomendaciones para un marco que evalúa el apalancamiento en los fondos de inversión IOSCO (2019), a considerar que el uso del apalancamiento por parte de los fondos de inversión plantea riesgos potenciales, tanto para los inversionistas como para los mercados financieros en general, ya ante un apalancamiento excesivo, se puede perjudicar el funcionamiento de los mercados, ya que por la magnitud del fondo se puede llegar a riesgos sistémicos y de contagio entre intermediarios financieros. En sentido concreto para los inversionistas el apalancamiento permite maximizar la rentabilidad de los fondos, aunque también puede amplificar las pérdidas, por lo que el IOSCO ratifica que es pertinente que los reguladores y supervisores monitorear el uso del apalancamiento por parte de los fondos.

De otra parte, queda claro que en materia de fondos de inversión privados y públicos, existen transversalmente todos los riesgos que han sido materia de desarrollo en el estado del arte, por lo que ante la ausencia de mecanismos de disciplina de mercado que solo pueden implementar eficientemente los inversionistas institucionales, cualquier inversionista *retail* quedaría desprovisto de protección en caso se trate de un fondo privado administrado por una operadora

que no ha pasado por el filtro de la autorización de organización y funcionamiento que detenta el regulador estatal.

Elemento particular, es que dicha previsión es exclusiva del legislador peruano, tomando como referentes países del Mercado Integrado Latinomericano, ya que como se abordó en el tratamiento de legislación comparada, que incluía España, no se ha identificado ninguna configuración legislativa similar que excluya de regulación a sociedades gestoras que solo administren fondos privados, ya que cualquier arbitraje regulatorio que se desarrolle en dichos vehículos, como la atomización de ofertas públicas o la ausencia de supervisión prudencial y arbitrajes regulatorios que desencadena en competencia bajo condiciones disímiles no acordes a un estándar propio de libre competencia, sería cubierto por el velo de la exclusión regulatoria y por ende prácticamente no identificables para el supervisor. Ello no quiere decir, por supuesto, que, dado el grado de desarrollo del mercado de Fondos de Inversión, haya otras jurisdicciones que privilegien el desarrollo autónomo de estos vehículos, solo basados en los instrumentos privados de constitución, como los *limited partnership agreement*.

CAPÍTULO IV: Discusión

Expuesto el problema circundante a la falta de alcance regulatorio dispuesto por el legislador para el mercado de fondos de inversión y sus administradoras, cuando se traten de certificados que se negocien bajo los alcances de la oferta privada, frente a los intereses de los inversionistas no instituciones, a diferencia de vehículos comparables como los fideicomisos en el Perú, ni tampoco en otras jurisdicciones, bajo la estructura de patrimonio autónomo, así como tampoco para administradoras en países como Chile, Colombia o México, a continuación se revisan una serie de ajustes regulatorios que devienen en necesarios de acuerdo al desarrollo del presente trabajo.

Queda claro que el legislador no ha compulsado adecuadamente la estructura de los fondos de inversión en el Perú, dado que en algunos aspectos de su configuración legislativa solo ha atendido a la expansión económica, obviando los estándares internacionales previstos en la normativa del IOSCO.

El primero de ellos, parte de la propia premisa o razón de ser de los fondos de inversión, expuesta muy escuetamente en un solo párrafo de la exposición de motivos que compartieron el Decreto Legislativo 861 y 862, precisando que los fondos de inversión tienen por finalidad dinamización del proceso ahorro-inversión, canalizando el ahorro hacia el financiamiento de inversiones menos líquidas de mayor plazo de maduración, que permitirá, a su vez, ampliar las posibilidades de inversión en la economía.

Parece que el sustento del Ejecutivo reduce la regulación solo al objetivo de crecimiento económico, entendible considerando la década de los 90, caracterizada por la necesidad apremiante de la recuperación económica. No obstante, han transcurrido más de dos décadas de ello, habiéndose esgrimido internacionalmente varias recomendaciones necesarias en materia de fondos cerrados, parámetros internacionales que tienen la finalidad de garantizar vehículos de inversión colectiva con mejor alineamiento de intereses y mejor control del riesgo, finalidad absolutamente coherente con la protección del ahorro, bien jurídico constitucionalmente protegido y que el estado garantiza. Por consecuencia, devendría en ilógico reducir esta necesidad solo a la Supervisión de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs a sabiendas que las inversiones que se canalizan a través de cualquier vehículo de inversión colectiva canalizan ahorros de personas no necesariamente tienen calidad de inversionista institucional.

La finalidad de que la CONASEV (Hoy SMV) solo supervise fondos de inversión cuyas cuotas sean colocadas por oferta pública y a sus sociedades administradoras, excluyendo a los fondos que sean colocados por oferta privada, no obstante, se trate de una sociedad administradora de fondos de inversión supervisada, facilita la arbitrajes y atomización de ofertas privadas para excluirse de las obligaciones de transparencia, alineamiento de intereses, gestión de riesgos, entre otras, propias de la oferta pública.

Al respecto, cabe anotar que el favorecimiento de la creación de nuevos fondos de inversión atados al crecimiento económico ha sido abordado por Gitman y Joehnk (2009), precisando que los rendimientos positivos de los fondos de inversión se atribuyen a las sólidas condiciones del mercado y/o a la reinversión de dividendos y ganancias de capital; aunque sin embargo deben considerarse que históricamente, como sucedió después de la caída financiera de 1929 o tras la crisis del 2008, las sociedades de inversión cerradas han perdido el crédito ganado luego de crisis financieras, crédito que solo han podido recuperar hasta nuevas épocas con mercados alcistas, tal

como ocurrió a principios de la década de 1980, o en el caso peruano a partir de la segunda mitad de la primera década del 2000.

Es por tanto sumamente arriesgado reducir la regulación financiera solo al tenor de un mercado alcista como al parecer se produjo al publicarse el Decreto Legislativo N° 1046, que aprobó modificaciones al Decreto Legislativo N° 862, cuyo análisis prosigue a continuación.

En la misma línea que el Decreto Legislativo N° 862, la exposición de Motivos del Decreto Legislativo N° 1046 – Decreto Legislativo que aprueba modificaciones a la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, Decreto Legislativo N° 862, desarrolla con mejor detalle la lógica de la regulación de los fondos de inversión y sus sociedades administradoras, analizando el crecimiento del número de sociedades licenciadas, que administran igual o mayor cantidad de fondos de oferta privada que fondos de oferta pública, administrados por inversionistas institucionales.

Dadas estas consideraciones, cuando se expidió el Dec. Leg. N° 1046 se expuso como necesidad que las administradoras solo sean autorizadas por la CONASEV cuando tengan como fin administrar fondos de inversión cuyos certificados de participación se vayan a colocar por oferta pública, exponiendo que solo es necesario que la administradora incluya en su oferta “que la CONASEV no ejerce supervisión alguna sobre dichas ofertas y sobre la información que brindan a los posibles compradores, así como los demás servicios”.

Acorde con los estándares de supervisión internacionales expuesto por el IOSCO dicha regulación deviene en insuficiente, primero porque el supervisor de valores no cuenta con un mecanismo eficiente que permita supervisar que efectivamente las gestoras de inversión (administradoras de fondos cuyos certificados se colocan exclusivamente por ofertas privadas) y que no exista irregularidades en el camino, como la probable atomización de fondos para eximirse de la regulación propias de las ofertas públicas¹¹.

Además, bajo la lógica que sustenta la regulación del Dec. Leg. N° 1046, no tendría razón suficiente que las administradoras de fondos o tituladoras licenciadas por la SMV que administren fondos o fideicomisos privados respectivamente, deban informar estos al regulador,

¹¹ Asentando la posición expuesta, el PRECEDENTE DE OBSERVANCIA OBLIGATORIA N° 001-2020-SMV sentó un hito importante de la necesidad de supervisión de acceso a información relacionada con ofertas privadas formuladas por las sociedades tituladoras y otras entidades autorizadas.

ya que deviene en paradójico que se brinde una vigilancia tuitiva de estos que por lo menos cuentan con una administradora o titulizadora que ha sido autorizada por la SMV; mientras que a los fondos que son administrados por una sociedad gestora sobre la que la SMV no ejerce ningún tipo de supervisión, son dejados totalmente descubiertos de la supervisión estatal, máxime si se tiene en cuenta que en estos no hay per se garantías de que exista alineamiento de intereses entre esta sociedad y los inversionistas más que la propia disciplina de mercado muy poco débil considerando que no sea un inversionista institucional.

Sin embargo, bajo consideraciones de técnica regulatoria, debe establecerse puertos seguros para evitar preceptos que devengan en inseguridad jurídica. Así, a primera vista, la supervisión, fiscalización y control debería excluir solo a los fondos de inversión cuyos certificados de participación se colocan exclusivamente por ofertas privadas y solo a inversionistas institucionales. Sobre el particular, corresponde precisar que se toma este criterio como puerto seguro usando el conector “y” como conjuntivo, dado que solo excluir a las ofertas privadas per se, supuesto que puede incluir a personas que no son inversionistas institucionales, adolecería de falta de garantismo tuitivo, considerado por ejemplo que se utilice la atomización de fondos para excluirse de la regulación, con participación solo de inversionistas *retail*.

Al respecto, la exclusión de la supervisión de fondos de inversión con las características precedentes operaría por regla general. No obstante, sí serían admisibles algunas excepciones al respecto, por ejemplo, cuando individualmente o a nivel de un conglomerado financiero el fondo de inversión importe riesgo sistémico del mercado. En el caso de la operadora del fondo, sí es claro que dada la posibilidad de que administre varios fondos de inversión, públicos y/o privados, siempre deberían tener la calidad de intermediario autorizado sujeto autorización y supervisión, con el correspondiente cumplimiento de parámetros prudenciales mínimos como es el capital regulatorio proporcional a la magnitud de los fondos administre.

Lo precedente se constituye en otra razón fundamental de que las operadoras de fondos (administradoras y gestoras de fondos de inversión) tengan una regulación omnicompreensiva, ya que el riesgo sistémico que pudiera involucrar los fondos de inversión que administran, solo puede ser supervisado eficazmente cuando estas sociedades licenciadas reporten todos los fondos que administren, independientemente si son públicos o privados, más allá de que la supervisión excluya

a los fondos privados. Además, con esta configuración legislativa podría ejercerse supervisión constante respecto de las exigencias prudenciales de los administradores de fondos de inversión.

Así, la supervisión efectiva de fondos de inversión y sus administradoras, necesaria para dichos vehículos, cuyas ofertas se dirijan a inversionistas no institucionales permitiría corregir fallas de mercado evidentes en estas estructuras, esencialmente riesgo moral y selección adversa, evidentes porque más de allá de que son fondos de inversión públicos o privados siguen manteniendo la relación principal agente que siempre sitúa en posición de desventaja al principal-partícipe; así como aminora en alguna medida costos de agencia que se presenten, definitivos si tenemos en cuenta que en estos vehículos participan inversionistas retail con recursos limitados.

Desde el punto de vista económico, tratándose de ofertas de certificados de fondos de inversión dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales, no se requeriría supervisión de la SMV dado que no esta no es de interés público, así como tampoco es óbice para que este tipo de inversionistas puedan canalizar grandes flujos de dinero hacia la economía. Sin embargo, por la consideración de riesgo sistémico si resultaría razonable imponer regulación prudencial que aumente la exposición de operadores de fondos de inversión de forma proporcional al volumen de fondos de inversión que administre.

De otra parte, siguiendo las recomendaciones de Gerardo Serra Puente Arnao (2009), la supervisión de fondos de inversión y sus administradoras de forma omnicompreensiva, excepto los puertos seguros antes descritos, toman en cuenta un análisis costo beneficio, ya que ausencia de regulación, los beneficios de protección a los inversionistas exceden los costos de la regulación para las administradoras o fondos, máxime si se tiene en cuenta que la construcción del mercado se basa en la confianza de los superavitarios, la misma que se perdería en caso devenguen perjuicios para los inversionistas no institucionales en el mercado de fondos de inversión.

Por consiguiente, de incorporarse dicha consideración regulatoria en el Decreto Legislativo N° 862 podría conjugarse mejor la necesidad de constituir a los fondos de inversión como vehículos de inversión colectiva que viabilicen el financiamiento al mercado peruano, al mismo tiempo que se garantizarían la efectiva protección del inversionista retail o cualquier otro inversionista institucional.

Pasando a los estándares internacionales que sustentan la regulación de fondos de inversión colectiva en general, a partir de la literatura expuesta, que independientemente de la supervisión estatal que se ejerza, claro está entendida esta como un mitigante eficaz, los vehículos de inversión colectiva en general, así como sus operadoras, están expuestos entre otros a la existencia de conflictos de interés que puedan devenir en el favorecimiento de intereses particulares de las operadoras y/o sus relacionadas en detrimento de los inversionistas del fondo; necesidad de transparencia y periodicidad razonable de la información que se proporcione al inversionista; existencia de selección adversa en la elección del vehículo y riesgo moral en la actuación de la operadora; necesidad de implementación de un sistema eficiente de gestión de riesgos en la actividad del vehículo de inversión colectiva; implementación de un programa de prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo, así como la constitución de un capital social proporcional por parte de la operadora que alinee intereses a través de la exposición que tenga la operadora con el total de fondos de inversión que administre; justifican en su conjunto que como se refirió anteriormente, más allá de que sean instituciones licenciadas o no, se encuentran expuestos a los mismos riesgos.

Tomando como premisa lo anterior, bajo la sola aplicación del aforismo latino *Ubi eadem ratio, idem jus*, “Donde hay igual razón, igual derecho”, la justificación regulatoria de las sociedades administradoras de fondos de inversión es igualmente aplicable a las gestoras de inversión, ya que como se ha recalcado, están expuestas a los mismos riesgos y a mismas vulnerabilidades. Adoptar el razonamiento netamente economicista del legislador peruano de privilegiar el desarrollo económico sobre la protección de los inversionistas y la eficiencia en el mercado de fondos de inversión resultaría un contrasentido. A continuación, esgrimo los principales fundamentos sobre los que se esgrime esta premisa.

Actualmente, no hay evidencia estadística cierta y corroborada de cuál es la participación de los fondos de inversión privados en la economía peruana administrados por gestoras de inversión no reguladas ni supervisadas, ni mucho menos de si se están asignando eficientemente dichos recursos en el mercado, principalmente porque en estos vehículos y en sus operadoras hay una evidente falta de transparencia sobre la gestión de fondos de inversión, por cuanto las gestoras de inversión no informan los fondos que administran, tampoco sus políticas de inversión, los participantes del fondo ni los instrumentos en los que invierte, bajo el velo del amparo de la

previsión del legislador de que son fondos que colocan sus certificados de participación solo mediante ofertas privadas y por ende no precisan regulación ni supervisión estatal.

La reducción del alcance de la regulación y supervisión de los fondos de inversión privados y de sus operadoras sustentado en que los certificados de participación de estos se colocan solo mediante ofertas privadas, por lo que carecería de interés público supervisarlos, queda descartada por sí sola, considerando que el interés público de protección a los inversionistas no institucionales, eficiencia en el mercado e incluso prevención de riesgo sistémico desvirtúan cualquier sustento de exclusión de regulación de estos vehículos de inversión colectiva.

Una regulación acorde a estándares internacionales de los fondos de inversión importa que los fondos de inversión privados únicamente sean excluidos de supervisión cuando la colocación de los certificados de participación únicamente sea dirigida a inversionistas institucionales, los cuales poseen mecanismos y recursos para ejercer medios que gestión de riesgos y alineamiento de intereses sobre el operador, que los inversionistas *retail* no poseen. Sobre el particular, decanta la pregunta obvia, cómo supervisar eficazmente estos vehículos, cuando ni siquiera son informados públicamente en el mercado, máxime si sus operadoras que potencialmente estarían en capacidad de generar riesgo sistémico en el mercado, ni siquiera están sujetas a mantener un capital regulatorio ni a implementar un sistema de gestión de riesgos acorde a estándares internacionales.

En lo que concierne a las operadoras de inversión, el puerto seguro de que su supervisión, propuesto originalmente, que propuso que se excluya de supervisión cuando se trate de gestoras que administren exclusivamente fondos de inversión cuyas cuotas se dirijan y coloquen exclusivamente a inversionistas institucionales adolece de un punto débil, ya que ante el potencial riesgo sistémico que acaezca a partir de los fondos que administren dichas operadoras, quedaría sin regulación estatal, incoherente si se realiza un parangón con la supervisión que existe en otros mercados financieros, tal como ocurre en el bancario. Por consiguiente, este extremo merece mayor detenimiento y también justifica la regulación omnicompreensiva de todas las operadoras de inversión, independientemente de si estas administran fondos de inversión privados y públicos.

De otra parte, hay que considerar es el objetivo estatal la inclusión financiera, que incluso ha merecido una Estrategia Nacional de Inclusión Financiera propuesta por el Ministerio de Economía y Finanzas en el 2015, se desvirtúa cuando el propio Estado Peruano reduce su rol tuitivo de garantizar transparencia en el mercado, supervisión prudencial, gestión de riesgos, entre

otros, de los fondos de inversión. Tal como se ha señalado en la literatura, la ineficiencia del mercado es una muy potente causa de exclusión financiera, la que es más evidente en mercados no regulados no supervisados, como es el caso de fondos de inversión privados y las sociedades gestoras que los administren, que se traduce en que la ineficiencia excluye a los participantes que actualmente participan en el mercado de fondos de inversión y obstaculiza que nuevos participantes puedan sumarse a este mercado, lamentablemente aún incipiente en el Perú. Este fenómeno resulta evidente por ejemplo cuando un inversionista, sujeto a una evidente posición asimétrica de información frente a un operador de fondos no regulado ni supervisado, por cuanto dicha falla propia del mercado no es mitigada por la revelación de información con un estándar mínimo garantizado, obtiene certificados de participación de un fondo no coherente con su perfil de riesgo, por ejemplo, y que se traduce en un resultado no esperado para este y su muy probable salida temprana del mercado financiero; o, que la participación de una heterogeneidad de sujetos no regulados, puedan desencadenar el efecto de selección adversa y consiguientemente se ocasione la salida del mercado de los mejores actores, máxime si se tiene en cuenta que solo algunos soportan la carga económica de la regulación (SAFIs), dado que nuestra actual legislación permite la competencia bajo condiciones disímiles.

Finalmente, queda claro que las aseveraciones que se han esgrimido resultan absolutamente coherentes con la configuración legislativa de países que integran el Mercado Integrado Latinoamericano, pares muy comparables al caso peruano, o incluso con la configuración legislativa de España, donde la autorización e inscripción de los fondos de inversión y operadoras son la regla general, existiendo casos muy específicos en los que la regulación y supervisión se flexibiliza, aunque no se ha identificado una desregulación absoluta como sí ocurre en el caso peruano para el caso que ha sido materia de análisis en las líneas precedentes.

CONCLUSIONES:

Los fondos de inversión, fondos cerrados o *closed end funds* en el mercado local e internacional se constituyen como un potente medio de canalización en el mercado, importancia que se acrecienta dado que por su estrategia de inversión no redimible bajo condiciones normales por el periodo que se prevea en el acto constitutivo, podría favorecer proyectos de mediano y largo plazo, así la inversión en el *capex* de proyectos de inversión o activo fijo de empresas a las que se desee

promocionar. Es por ello que se ha identificado que existe una relación directamente proporcional entre la inversión en estos vehículos de inversión colectiva y el desarrollo de los países, tal como se expuesto en el marco teórico, estando lamentablemente el Perú muy por debajo proporcionalmente a nivel del PBI, de los recursos que se canalizan por los fondos de inversión a nivel de sus pares de la región como Chile y Colombia.

Se ha corroborado que las operadoras de fondos de inversión, género que incluye a las administradoras y a las gestoras de fondos de inversión, fungen en calidad de agente respecto de los partícipes de fondo, quienes serían los principales que dependen de la actuación de aquellos; y por consiguiente, están expuestos de los mismos riesgos sean o no supervisados, como el riesgo moral en la actuación de la operadora; el prácticamente inevitable surgimiento de conflictos de interés que puedan devenir en el favorecimiento de intereses particulares de las operadoras y/o sus relacionadas en detrimento de los inversionistas del fondo; la necesidad de transparencia y periodicidad razonable de la información que se proporcione al inversionista; existencia de selección adversa en la elección del vehículo; la necesidad de implementación de un sistema eficiente de gestión de riesgos en la actividad del vehículo de inversión colectiva; implementación de un programa de prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo, así como la constitución de un capital social proporcional por parte de la operadora que alinee intereses a través de la exposición que tenga la operadora con el total de fondos de inversión que administre.

Consecuencia de lo precedente, la legislación no puede excluir de supervisión a un grupo de fondos de inversión cuya colocación de certificados no sean dirigidos y colocados exclusivamente a inversionistas institucionales, sino que también incorporen a inversionistas *retail* desprovistos de los medios para alinear intereses, por lo que en estas estructuras bajo esta composición de partícipes la disciplina de mercado resulta insuficiente para garantizar el alineamiento de intereses cuando, para recalcar, existen partícipes que no están premunidos de los mecanismos para ejercer presión suficiente sobre las operadoras para alinear intereses tanto del principal como del agente.

Por consiguiente, queda claro que no hay una razón plausible para excluir a los fondos de inversión cuyas cuotas de participación no se dirijan exclusivamente a inversionistas institucionales de la supervisión estatal, ya que los riesgos a los que se encuentran expuestos son los mismos de los que adolecen los fondos y sus administradoras supervisadas, pero considerando

que en el supuesto de estas últimas, la regulación estatal se constituye como un mitigante eficaz acorde con estándares de supervisión internacional.

De otra parte, la exclusión de regulación y supervisión de las gestoras de inversión no resulta coherente con los estándares internacionales bajo ningún supuesto, dado que su supervisión estatal importa por cuanto, entre otros, es pertinente conocer el volumen de administración de fondos que puede desembocar en riesgo sistémico, que por consideración histórica no puede ser ajena al interés estatal, o, adicionalmente, el interés público por supervisar esta actividad económica regulada actualmente solo para un sector de operadoras (SAFIs), considerando que todos los actores del mercado (operadoras de fondos cerrados) deben competir bajo similares condiciones de carga regulatoria para que el mercado de fondos de inversión tienda a una mejor eficiencia en la asignación de recursos. Por consiguiente, estas operadoras que administren fondos de inversión con las características descritas también deben ser incluidas dentro las exigencias de autorización de organización y funcionamiento a las que están sujetas las demás sociedades administradoras de fondos de inversión, principalmente por la regulación prudencial que tiene como fundamento prevenir que acaezcan en el mercado riesgos sistémicos particularmente prenupciales para la economía en general.

En concordancia con lo expuesto, la legislación comparada es más coherente con los estándares de supervisión internacional, ya que se ha identificado que, en los pares más comparables con el Perú, e incluso con países con mercados más desarrollados, las operadoras de fondos no quedan exentas de regulación y supervisión estatal, así como la mayoría de fondos de inversión al menos están sujetos a la obligación de registro ante el regulador estatal.

Queda claro que la exención de regulación y supervisión estatal en el caso peruano es coetánea a periodos de necesidad de crecimiento económico o a periodos alcistas, que no justifican retraer la regulación mínima necesaria para conseguir que los fondos de inversión se constituyan como eficientes vehículos de canalización de recursos a la economía en conjunción con la protección al inversionista no institucional, regulación prudencial, gestión de riesgos, entre otros.

Referencias:

- Bodie Z., Kane A. y Marcus A. J. (2004) Principios de inversiones. 5a. ed España: McGraw-Hill
- Centro de Estudios Económicos en Colombia (2016) Estudio sobre Fondos de Inversión Colectiva en Colombia: Evolución y Oportunidades. Asofiduciarias. Extraído de <https://www.asofiduciarias.org.co/wp-content/uploads/2017/10/estudios-fondos-inversion-colectiva-asofiduciarias.pdf>
- Dunham L.M., Jorgensen R Ken W (2014). Securities Lending Activities in Mutual Funds and ETFs: Ethical Considerations. Springer
- Fanelli, J.M. (2010). Fondos comunes de inversión y desarrollo financiero. Santiago de Chile. Naciones Unidas. Extraído de: https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/3739/1/S201092_es.pdf
- Ferrer N. (2015) Regulación de Mercados de Capitales y Financieros luego de la Crisis Internacional. Implicancias para la normativa en Argentina. Bolsa de Comercio de Rosario. Argentina. Extraído de: <http://www.capacitacion.bcr.com.ar/Documentos/EdicionesBCR/18/Regulaci%C3%B3n%20de%20Mercados%20de%20Capitales%20y%20Financieros%20luego%20de%20la%20Crisis%20Internacional.pdf>
- Henderson & Ellison & Robinson & Twigger, (2020) The FCA and alternative fund managers in 2020: regulatory priorities. Extraído de: <https://www.macfarlanes.com/what-we-think/in-depth/2020/the-fca-and-alternative-fund-managers-in-2020-regulatory-priorities/>
- IOSCO (1998) Methodologies for Determining Minimum Capital Standards for Internationally Active Securities Firms
- IOSCO (2000) Conflicts Of Interests Of Cis Operators
- IOSCO (2002a) Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure
- IOSCO (2002b) Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes
- IOSCO (2002c) Investor Disclosure and Informed Decisions: Use of Simplified Prospectuses by Collective Investment Schemes

IOSCO (2002d) Investment Management: Areas of Regulatory Concern and Risk Assessment Methods

IOSCO (2005). Anti-Money Laundering Guidance For Collective Investment Schemes

IOSCO (2008). Proposed Elements of International Regulatory Standards on Funds of Hedge Funds Related Issues Based on Best Market Practices

IOSCO (2015) Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets

Mankiw, N. G. (2017). Principios de Economía. (7.ª ed.). México, D. F.: Cengage Learning.

Mishkin F.S. (2008). Moneda, Banca y Mercados Financieros. Octava Edición. México. Pearson

Secretaría de Estado para Asuntos Económicos (2019). Diagnóstico de Apoyo para el Desarrollo de una Hoja de Ruta del Mercado de Valores de Cara al Financiamiento del Sector Corporativo. Lima. Extraído de: <https://www.smv.gob.pe/uploads/peru-diagnostico-del-mv-vf-aprobada.pdf>.

Security Exchange Commission (SEC) de los E.E.U.U. (2013) FONDOS MUTUOS Y FONDOS COTIZADOS Una guía para los inversionistas. Extraído de <https://www.sec.gov/pdf/espanol/fondosmutuos.pdf>

TIESSET M. TROUSSARD P. (2005). Capital réglementaire et capital économique. Banque de France. Extraído de <https://acpr.banque-france.fr/sites/default/files/200511-capital-reglementaire-et-capital-economique.pdf>

Villca Pozo M. (2012) Aspectos jurídico-tributarios del fideicomiso. Especial atención a los países de la Comunidad Andina. TESIS DOCTORAL. Tarragona