

El arbitraje regulatorio en los fondos de inversión de oferta privada y las propuestas para evitarlo

Ayrton Alexis GONZÁLEZ IBARGÜEN*

En el 2019 el Banco Mundial realizó un diagnóstico del mercado de valores peruano. Uno de los problemas detectados fue el “arbitraje regulatorio” realizado por parte de algunos actores del mercado para evitar el régimen de oferta pública aplicable a los fondos de inversión. En este estudio se explica qué es el arbitraje regulatorio y se brindan propuestas para evitarlo.

MARCO NORMATIVO:

Decreto Legislativo N° 862.- *Ley de fondos de inversión y sus sociedades administradoras: passim.*

Resolución SMV N° 029-2014-SMV/01.- *Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras: passim.*

PALABRAS CLAVE: Mercado de valores / Fondos de inversión / Ofertas públicas / Ofertas privadas / Arbitraje regulatorio

Recibido : 10/03/2021

Aprobado : 18/03/2021

INTRODUCCIÓN

En agosto de 2019, la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) hizo públicos

tanto el diagnóstico del mercado de valores peruano¹ como las bases de una hoja de ruta para fortalecerlo² realizados por el Banco Mundial en colaboración con la Cooperación Suiza SECO. Estos documentos fueron solicitados por la SMV en el marco de las sesiones del Consejo Consultivo del Mercado de Capitales.

Este no es el primer (y consideramos, no será el último) intento de basarse en un documento marco de trabajo para reformar el mercado de valores en su integridad, aunque pareciera que esta vez sí se tiene la intención de seguirlo.

Dentro del diagnóstico se advierte que algunos actores del mercado estarían

* Asociado del Estudio Fernández Gates.

1 Denominado “Diagnóstico de apoyo para el desarrollo de una hoja de ruta del mercado de valores de cara al financiamiento del sector corporativo” (Grupo Banco Mundial, 2019a).

2 Denominado “Documento de apoyo para el desarrollo de una hoja de ruta para fortalecer el rol del mercado de valores peruano de cara al financiamiento del sector corporativo” (Grupo Banco Mundial, 2019b).

realizando un “arbitraje regulatorio” para evitar inscribir sus fondos de oferta privada bajo el régimen de oferta pública (Grupo Banco Mundial, 2019b, p. 25). Ante esto, se propuso una revisión por parte de la SMV del procedimiento de autorización de las ofertas públicas de los fondos de inversión y, en general, una revisión de los supuestos de oferta privada y un régimen de notificación obligatoria para las mismas ante la SMV (Grupo Banco Mundial, 2019b, pp. 11-17).

Ante la aceptación de que estas propuestas se implementarán así estemos de acuerdo o no con ellas, en el presente artículo plantearemos cómo consideramos que debería hacerse, a través de un análisis de la evidencia disponible, y cuáles son las consecuencias positivas o negativas que esto podría traer al mercado de fondos de inversión peruano.

I. PANORAMA DEL MERCADO PERUANO DE FONDOS DE INVERSIÓN

Los fondos de inversión son vehículos de inversión colectiva. Su función es captar fondos de inversionistas e invertirlos bajo cuenta y riesgo de los mismos. Las utilidades (o pérdidas) que se generen serán repartidas entre sus inversionistas de manera proporcional a sus aportes.

En el Perú, los fondos de inversión se estructuran a través de patrimonios autónomos³. Al no tener personalidad jurídica, estos requieren de una administración externa, realizada principalmente por

las sociedades administradoras de fondos de inversión (SAFI). Para la captación de fondos, las SAFI emiten valores mobiliarios (denominados “certificados de participación”) en representación del fondo, sea por oferta pública o privada, y aquellos inversionistas que suscriban dichos valores serán denominados como “partícipes”.

Como valores mobiliarios representativos de derechos de participación, los certificados de participación tienen una función idéntica a las acciones, pues brindan a los partícipes la representación de la propiedad de una porción alícuota del patrimonio y el derecho a votar sobre ciertos aspectos del fondo a través de su asamblea de partícipes, aunque de manera mucho más limitada y menos política que en una sociedad anónima.

A diferencia de los fondos mutuos, los fondos de inversión son de capital cerrado, lo que implica que el número de sus cuotas es fijo y que estas no son susceptibles de rescate hasta su liquidación, a menos que se genere un derecho de separación (Zapata, 2015, p. 268).

Esto es así porque las inversiones de los fondos de inversión suelen ser a largo plazo y estos no siempre tendrán la liquidez para permitir que sus partícipes retiren su inversión. Ello también explica que los montos mínimos de inversión de los fondos de inversión suelen ser mucho mayores a los de los fondos mutuos: los primeros suelen estar dirigidos a inversionistas más experimentados, mientras que los segundos al sector más *retail*.

3 En otros países pueden estructurarse a través de sociedades, contratos de inversión, *limited partnerships*, entre otras alternativas. El término “fondo de inversión” no debe asociarse a su naturaleza jurídica en un país en específico, sino a su calidad de vehículo de inversión.

Las SAFI ofrecen una gestión sofisticada de los activos aportados al fondo, lo que incluye el diseño de un portafolio (usualmente) diversificado y el acceso a mercados de difícil acceso para los inversionistas no institucionales.

1. La regulación de los fondos de inversión

Los fondos de inversión se regulan en la Ley de Fondos de Inversión y sus sociedades administradoras (LFI) y en el Reglamento de Fondos de Inversión y sus sociedades administradoras (RFI). En estas se exige que las SAFI tengan un comité de inversiones que se encargue de la administración de cada fondo, que estará a cargo de sus decisiones de inversión; asimismo, los fondos de inversión de oferta pública bajo el régimen general tendrán obligatoriamente un comité de vigilancia, que se encargará del cumplimiento por parte del fondo de la regulación que le corresponde y de lo dispuesto en su reglamento interno.

Tanto la LFI como el RFI contienen regulación casi exclusivamente dedicada a los fondos de inversión de oferta pública. Lejos de ser algo negativo, esta es una de las razones por la cual los fondos de oferta privada tienen tanta flexibilidad (y, por lo tanto, mayor atractivo).

Como mencionamos, los fondos de inversión son administrados por las SAFI, entidades autorizadas y supervisadas por la SMV. Estas tienen permitido gestionar fondos de oferta pública y de oferta privada; las sociedades administradoras de fondos (SAF), pueden administrar fondos de inversión y fondos mutuos de inversión en valores. Adicionalmente, se admite que sociedades no autorizadas por la SMV administren fondos de inversión

“Los fondos de inversión son vehículos de inversión colectiva. Su función es captar fondos de inversionistas e invertirlos bajo cuenta y riesgo de los mismos. Las utilidades (o pérdidas) que se generen serán repartidas entre sus inversionistas de manera proporcional a sus aportes”.

de oferta privada, a las que se les denomina “sociedades gestoras”. Teniendo esto en cuenta, los regímenes de fondos de inversión son:

- Fondos de inversión de oferta pública de régimen general.
- Fondos de inversión de oferta pública de régimen simplificado.
- Fondos de inversión de oferta privada administrados por SAFI o SAF.
- Fondos de inversión de oferta privada administrados por sociedades gestoras.

2. Los fondos de oferta pública, de oferta privada y su relación estadística

La industria de los fondos de inversión es de las pocas bien desarrolladas en el mercado de valores peruano. Como se ha señalado, su desarrollo es impresionante por el volumen de dinero que administran, su gran nivel de especialización y la agresividad en su búsqueda de oportunidades (Rebaza, 2007, p. 102).

«A diferencia de los fondos mutuos, los fondos de inversión son de capital cerrado, lo que implica que el número de sus cuotas es fijo y que estas no son susceptibles de rescate hasta su liquidación».

Se ha demostrado que el mercado de valores ha pasado a ser uno de inversionistas institucionales. Como para colocar valores entre los mismos no se requiere realizar ofertas públicas, la mayoría de las ofertas del mercado son privadas (Torres, 2009, pp. 43-44). En la

industria de fondos de inversión el caso es el mismo.

Tomando en cuenta solo a los fondos administrados por las SAFI, la relación de fondos privados es de 66 %, contra un 34 % de fondos de oferta pública inscritos en la SMV (Peschiera, 2019). Según el Reporte Mensual de junio de 2020 de la SMV, sobre los principales indicadores de los fondos de inversión (con información al 31 de diciembre de 2019), la cantidad administrada por los fondos de inversión de oferta pública es S/ 4'827,739,189. Haciendo cálculos poco complejos, podemos determinar que la relación aproximada del patrimonio bajo administración (en inglés *assets under management* o AUM) entre fondos de oferta pública y oferta privada sería tal y como se observa en la Figura 1:

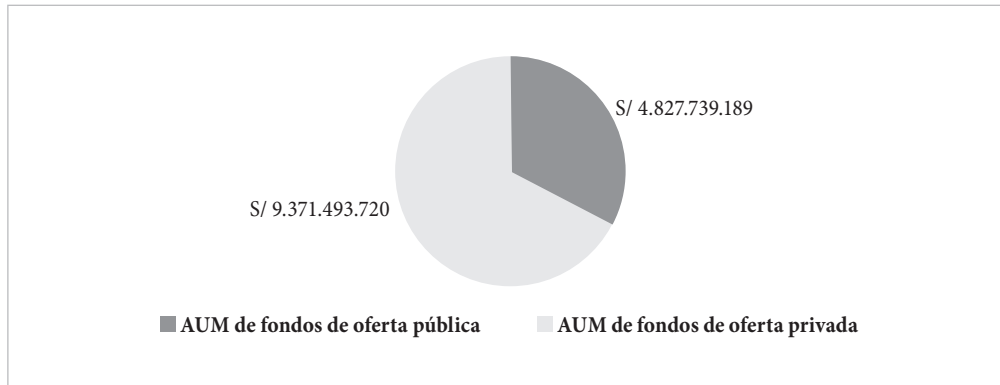


Figura 1. El AUM de los fondos de oferta pública fue obtenido del reporte mensual de junio de 2020 de la SMV. El AUM de los fondos de oferta privada fue calculado según la relación de 66 % a 34 % especificada previamente.

En los montos establecidos en la Figura 1 solo se toma en cuenta el AUM de fondos de oferta privada administrados por SAFI o SAF. Debido a que las sociedades gestoras no son supervisadas por la SMV, resulta imposible determinar

cuántos fondos administran, qué montos alcanzan, ni cuántos partícipes tienen; sin embargo, se estima que el patrimonio administrado por los fondos de inversión de oferta privada es el triple que el de los públicos (*Gestión*, 2018).

Como se observa, existe una predominancia de los fondos de oferta privada por sobre los fondos de oferta pública. Esto responde a la flexibilidad de los mismos, pues su regulación es mínima; ya que la mayoría de los inversionistas de los fondos de inversión son institucionales, lo que no haría atractivo emitir tantos fondos de oferta pública.

Cabe aclarar que, inclusive, los fondos de oferta privada administrados por sociedades gestoras están “regulados” indirectamente mediante las normativas de los diversos inversionistas institucionales que tiene el mercado peruano. Así, por ejemplo, de acuerdo al artículo 24 del Título VI del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones, para que una administradora de fondos de pensiones (AFP) pueda invertir en los fondos de una sociedad gestora, la misma deberá cumplir, entre otras, las siguientes características:

- Su equipo gestor debe tener al menos cinco años de experiencia en la administración de la estrategia específica.
- Su capital mínimo deberá ser, cuanto menos, 2.5 veces el capital mínimo y

“Los fondos de inversión son administrados por las SAFI, entidades autorizadas y supervisadas por la SMV.

Estas tienen permitido gestionar fondos de oferta pública y de oferta privada; las sociedades administradoras de fondos (SAF), pueden administrar fondos de inversión y fondos mutuos de inversión en valores”.

actualizado exigido por la SMV a las SAFI⁴.

- Debe contar con una infraestructura y recursos suficientes para el cumplimiento de sus actividades y operaciones.

Por otro lado, las empresas de seguros y los fondos mutuos de inversión en valores tienen directamente prohibido invertir en fondos de inversión de sociedades gestoras^{5,6}.

4 El capital mínimo para las SAFI es de S/ 750,000.00 (art. 13 LFI) y se actualiza sobre la base del Índice de Precios al por Mayor para Lima Metropolitana (segunda disposición final LFI). Actualmente la cifra de capital mínimo para las SAFI actualizada es de S/ 1' 499,725.04 y el de las sociedades gestoras de S/ 3' 749,312.61, si es que buscan que las AFP puedan invertir en ellas (2020).

5 En el caso de las empresas de seguros, en el punto f.1) del inciso f) del Artículo 25 del Reglamento de Inversiones de las Empresas de Seguros, se establece que, para poder invertir en certificados de participación de fondos de inversión, la sociedad administradora deberá estar supervisada por la SMV.

6 Con respecto a los fondos mutuos de inversión en valores, si bien en el inciso b) del artículo 249 de la LMV se permiten las inversiones en valores no inscritos en el RPMV, estas deberán realizarse de acuerdo a las disposiciones de carácter general de la SMV. En el artículo 107 del Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras se señala una lista taxativa de valores no inscritos en los que se podrá invertir y no se encuentran los certificados de participación.

II. ARBITRAJE... ¿REGULATORIO?

A pesar de que al leer el título se pueda haber pensado en el arbitraje como medio privado de resolución de conflictos, cuando hablamos de que se está realizando un “arbitraje regulatorio” sobre las normas del mercado de valores, se hace mención del concepto de arbitraje en finanzas.

En finanzas, se conoce como arbitraje a la práctica de tomar ventaja de la subvaluación de valores, de manera que se obtienen ganancias libres de riesgo (Bodie, Kane, & Marcus, 2014, p. 324). La teoría del mercado de valores parte de que un mercado es racional si ya están descartadas las posibilidades de arbitraje, por lo que este se suele realizar entre dos mercados distintos que ofrezcan el mismo producto a diferentes precios.

Haciendo un símil con la práctica legal, un arbitraje sobre la regulación implicaría elegir dos o más regulaciones aplicables a un mismo caso y elegir la más conveniente. Esto *per se* no tiene que ser algo malo, pues es una práctica completamente legítima. En el caso de los fondos de inversión, pongamos un ejemplo:

Una SAFI desea lanzar un fondo de inversión nuevo y tienen la estimación de que todos los inversionistas que lo suscribirán serán AFP. Ante tal situación, existen tres regímenes aplicables: el régimen de oferta pública general, el régimen de oferta pública simplificada y el régimen de oferta privada.

El régimen de oferta pública supone altos costos de transacción, pero se llegaría a una mayor cantidad de inversionistas, sean institucionales o *retail*. El régimen de oferta pública simplificada implica que solo los institucionales podrán suscribir los certificados de participación, pero que se realizará una oferta pública a su segmento. El régimen de oferta privada implica que solo se contratará con institucionales y se tendrán que buscar la forma de conseguirlos, pues no realizan una oferta a través de medios masivos de difusión, lo que significa que los costos de transacción serán mucho menores en términos de regulación; asimismo, otros inversionistas institucionales, como los fondos mutuos, no podrán invertir en el fondo.

Al considerar que la totalidad de los inversionistas que suscribirán sus cuotas de participación serán AFP, descartan el régimen de oferta pública general. Al tener ya una red de contactos consolidada y suficiente como para conseguir a los inversionistas sin utilizar medios masivos de difusión, se deciden por el régimen de oferta privada⁷.

En el ejemplo antes descrito se realizó un arbitraje en el sentido financiero, pero sobre los distintos regímenes aplicables a un mismo supuesto: se elige la norma menos costosa aplicable a un supuesto dado. Como se evidencia, esta no es una práctica dañina en ningún sentido, pues se encuentra dentro del marco legal.

⁷ En el ejemplo en cuestión hay más puntos a tener en cuenta, pero desde el punto de vista de las AFP, pues estas pueden invertir poco porcentaje de sus fondos en ofertas privadas.

Pero puede existir el caso en que solo una regulación sea objetivamente aplicable y se busque la forma de que se fuerce la aplicación de otra que implique menos costos de transacción. En el ejemplo anterior, si el fondo igual utiliza medios masivos o idóneos de difusión y llega a contratar con inversionistas *retail* con los que no tengan relación sin realizar una oferta pública (como podría ser una invitación a invertir a través de correo electrónico o a través de visitas e invitaciones a reuniones), se estaría ante un arbitraje regulatorio que busca evitar la aplicación de una norma menos favorable, configurándose un fraude a la ley. Por ello, más propiamente, cuando se habla de arbitraje regulatorio se hace referencia a una práctica mediante la cual se aprovechan los vacíos legales existentes para evitar la aplicación de una regulación desfavorable. En palabras de Fleischer (2010, p. 18):

El arbitraje regulatorio es consecuencia de un sistema legal con normas de aplicación general que pretenden definir de antemano cómo el sistema legal tratará a las transacciones que se ajusten a dichas normas. Debido a que la definición legal no puede rastrear la relación económica oculta entre las partes, surgen brechas y estas brechas crean oportunidades.

Existen tres supuestos en los que puede existir arbitraje regulatorio (Fleischer, 2010, p. 19):

- Inconsistencias del régimen regulatorio: La misma transacción tiene diferente regulación bajo diferentes regímenes.
- Inconsistencias de la esencia económica: Dos transacciones con idénticos flujos de caja reciben diferentes

tratamientos bajo el mismo régimen de regulación.

- Inconsistencias en el tiempo: La misma transacción recibe diferentes tratamientos en el futuro, diferentes a las de hoy.

«Por otro lado, las empresas de seguros y los fondos mutuos de inversión en valores tienen directamente prohibido invertir en fondos de inversión de sociedades gestoras».

Estamos ante el segundo supuesto. La posibilidad de dividir los flujos de caja en variedades de formas crea oportunidades de arbitraje regulatorio, pues es posible reducir los costos de la regulación al cambiar la estructura de la transacción para aplicar normas más favorables (Fleischer, 2010, p. 22). Según el Banco Mundial (2019b):

(...) en el caso de fondos de inversión se está dando un arbitraje regulatorio importante por el cual, con el objeto de evitar pasar por el procedimiento de autorización de la SMV, algunos actores del mercado constituyen múltiples fondos privados con la misma política de inversión, pero en el que cada fondo se mantiene dentro del umbral de inversionistas permitido para la oferta privada (...). (p. 11)

En los términos que explicamos, se estaría dividiendo el flujo de caja de un gran fondo de inversión en varios de menor

dimensión, tanto en AUM como en cantidad de inversionistas, con la finalidad de que no entren en los umbrales de la SMV para las ofertas públicas.

Aunque no esté explicitado en el análisis del Banco Mundial, es claro que este arbitraje regulatorio, en principio, solo es realizado por sociedades gestoras, pues estas no presentan ningún tipo de información a la SMV, lo que vuelve imposible la detección de estas ofertas públicas encubiertas sin que medie una denuncia previa o una acción pública manifiesta contra la normativa que active las alarmas del supervisor.

Este no es el caso con las SAFI o SAF, pues de acuerdo a los artículos 158 y 159 del RFI, presentan a la SMV, al día siguiente de realizada una colocación privada, el monto colocado, el número de partícipes y la denominación del fondo. Periódicamente, presentarán un reporte con el monto actualizado de su patrimonio y el número de partícipes, con la indicación de si son institucionales o *retail*⁸.

La solución propuesta por el Banco Mundial es una revisión del procedimiento

de autorización de las ofertas públicas de los fondos de inversión; asimismo, para las ofertas privadas en general, se propone una revisión de sus supuestos y un régimen de notificación obligatoria para las mismas ante la SMV. En los siguientes puntos analizaremos estos supuestos.

III. LA NOTIFICACIÓN OBLIGATORIA DE LAS OFERTAS PRIVADAS EN CASO DE FONDOS DE INVERSIÓN

La propuesta del Banco Mundial de una notificación obligatoria para las ofertas privadas de sociedades no supervisadas tiene algunos antecedentes a lo largo del mundo. Nos encargaremos de presentar el caso más importante (el estadounidense) y el caso más cercano (el chileno). En ambos casos, se tomará en cuenta solo sus regulaciones de fondos de inversión. Luego definiremos qué características debe tener el sistema a implementar en el Perú.

1. Antecedentes e implementación en EE. UU.

A diferencia de como se hace en Perú, en la regulación estadounidense serán

8 Artículo 159.- Envío de Información sobre los Fondos de Oferta Privada y Facultades de la SMV
La Sociedad Administradora debe remitir en la misma oportunidad de remisión de información financiera intermedia, un reporte que contenga la siguiente información respecto a sus Fondos de Oferta Privada:

a) Monto de su patrimonio.

b) Número de partícipes, indicando el tipo de inversionista de acuerdo con su clasificación: público en general y la de los numerales 1, 2 o 3 del literal b) del artículo 29 del Reglamento, de ser el caso. Sin perjuicio de lo anterior, la SMV podrá requerir, a la Sociedad Administradora, la información adicional que considere necesaria para verificar el cumplimiento de todas aquellas obligaciones generadas con motivo de la administración de los Fondos de Oferta Privada.

Si se encuentran indicios que permitan concluir que la gestión de dichos fondos pudiera estar encubriendo una oferta pública, contravenga normas de carácter general o afecte el interés público, la SMV podrá dictar medidas cautelares, provisionales o correctivas, según corresponda, sin perjuicio del procedimiento administrativo sancionador que se pudiera iniciar contra la Sociedad Administradora.

ofertas privadas aquellas que prueben no ser públicas (Jara, 2011, p. 99).

Las ofertas públicas se deben registrar ante la *Securities and Exchange Commission* (SEC), lo que no aplica a las ofertas privadas; sin embargo, al ser el concepto de oferta pública el general, se debe probar cuándo una oferta no es pública mediante las reglas interpretativas de la *Securities Act* de 1933. Para estos casos se cuenta con *Rule 506* de la *Regulation D*, en la cual se encuentran las excepciones para que una oferta no sea calificada como pública.

Entrando al campo de los fondos de inversión, estos fueron regulados por la *Investment Company Act* de 1940, donde se define a los fondos privados como aquellos con menos de 100 inversionistas o aquellos cuyos inversionistas sean institucionales. Estos están excluidos del concepto de *investment company* y, por lo tanto, no deben registrarse.

La regulación de los gestores de fondos (no confundir con el fondo en sí) se encuentra en la *Investment Advisers Act* de 1940, la cual inicialmente no se aplicaba a los gestores de fondos privados, pero fue modificada en 2004 y se establece por primera vez que estos deben registrarse, a menos que encajen en una excepción de regulación (*safe harbor*). Los gestores que no entren en un *safe harbor* deberán llenar la *Form ADV*, en esta se reportan el AUM, el tipo de inversión y los funcionarios del gestor de fondos.

Se actualiza anualmente y está disponible al público si el gestor maneja más de \$ 25 millones.

«Un arbitraje sobre la regulación implicaría elegir dos o más regulaciones aplicables a un mismo caso y elegir la más conveniente. Esto per se no tiene que ser algo malo, pues es una práctica completamente legítima. En el caso de los fondos de inversión».

Con motivo de la crisis financiera global del 2007-2008, a través del *Dodd-Frank Act* de 2010, se introduce la figura del *Form PF* (*private fund*). El *Form PF* es un formulario que deben llenar aquellos gestores de fondos de oferta privada (*private funds advisers*) cuyo activo “regulatorio” bajo administración (*regulatory assets under management* o RAUM) llegue a los montos considerados como relevantes para la regulación⁹.

La finalidad de la *Form PF* es estadística: conocer el riesgo sistémico que aportan al mercado los fondos privados. Debido a que esta regulación está destinada a los fondos con relevancia sistémica, no todos los fondos de oferta

9 El RAUM es un indicador creado por la SEC similar al AUM, pero que busca que se revelen los activos brutos bajo administración, no los netos, como es el caso del AUM. El RAUM solo tiene una utilidad para el regulador, pero no indica, como sí lo hace el AUM, el capital bajo riesgo de los inversionistas. El RAUM siempre será mayor que el AUM.

privada deben registrarse, sino solo aquellos cuyo RAUM es mayor a 150 millones de dólares.

La frecuencia de la presentación de información dependerá del fondo. Existen los gestores de fondos “grandes” y los gestores de fondos “pequeños”. Los pequeños solo reportarán información cada año y presentarán información más básica.

“La frecuencia de la presentación de información dependerá del fondo. Existen los gestores de fondos “grandes” y los gestores de fondos “pequeños”. Los pequeños solo reportarán información cada año y presentarán información más básica”.

2. Regulación en Chile

En Chile, las sociedades no autorizadas por la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) que administren fondos de inversión son consideradas “entidades informantes”.

Esto es contenido en el artículo 90 de la Ley N° 20.712, Administración de fondos de terceros y carteras individuales (conocida como “Ley única de fondos”):

Artículo 90.- La administradora. Los fondos privados podrán ser administrados por las administradoras de fondos fiscalizados por la

Superintendencia a que se refiere esta ley, o **por sociedades anónimas cerradas que deberán estar inscritas en el registro de entidades informantes que lleva la Superintendencia**, de conformidad a lo dispuesto en el artículo 7 de la Ley N° 18.045, y quedarán sujetas a las obligaciones de información que esta establezca mediante norma de carácter general.

En este último caso, en el nombre de esas sociedades anónimas cerradas y en cualquier documentación que emitan, no podrán utilizar la expresión “administradora general de fondos” (las negritas son nuestras).

En el caso de sociedades anónimas cerradas que administren fondos de inversión privados, la Norma de carácter general N° 364 establece los requisitos para su inscripción (su identificación, estructura de control y reseña histórica) e información continua, como la denominación del fondo privado y su Rol Único Tributario (similar al RUC en Perú), su listado de partícipes y el valor de los activos y pasivos del fondo. La información se presenta tomando en cuenta cada 31 de marzo, 30 de junio, 30 de setiembre y 31 de diciembre de cada año como fecha de corte y se entrega dentro de los primeros cinco días hábiles de los tres meses siguientes al que se informa.

No se establece normativamente si esta información será de libre disponibilidad para el público en general; sin embargo, sí se publica la lista de entidades informantes y sus datos básicos de constitución en la web de la CMF.

3. ¿Cómo implementarla en Perú?

Hay que tener en cuenta ciertas precisiones antes de plantear el modelo aplicable

en el Perú. Lo principal es que este no debe ser pernicioso para la industria de fondos, sino que simplemente debe permitir un nivel de supervisión básico y un desincentivo al arbitraje regulatorio.

Los fondos privados son vehículos de inversión cuyas estrategias son altamente confidenciales. Al no permitir que estas se registren bajo propiedad intelectual, prefieren simplemente evitar un mercado en el que toda la información es pública. Esto nos lleva a concluir que el régimen a proponer debe garantizar que la información entregada sea estrictamente confidencial y que solo sea para acceso del ente supervisor (Rivière, 2010, pp. 75-77).

Asimismo, debemos recordar que las principales razones por las cuales el mercado de fondos de inversión peruano es dominado por las ofertas privadas es por la predominancia de los inversionistas institucionales y por los altos costos de transacción de las ofertas públicas, así como la mayor flexibilidad de las ofertas privadas. Por ello, un futuro modelo no debe implicar aumento de costos de transacción de ningún tipo para las sociedades gestoras.

Otro tema es el AUM mínimo que debe administrar una sociedad gestora para requerir reportarse. Considerando que los fondos privados en el Perú manejan cantidades ínfimas en comparación a los fondos de países del primer mundo, tal vez sea necesario que todas las sociedades gestoras deban registrarse, pues poner un monto mínimo es arbitrario y podría incentivar otro tipo de arbitraje regulatorio: crear más de una sociedad gestora con montos menores al reportable.

Si de todas maneras se opta por determinar un monto mínimo, este deberá

ser sobre el total del AUM que administra una sociedad gestora y no sobre cada fondo. Lo contrario generaría incentivos para evitar la notificación: crear varios fondos para evitar el AUM mínimo. Entonces, este modelo debe:

- No ser intrusivo para las ofertas privadas. Debe sentirse como un pequeño paso más en cada operación. Reducir lo más posible sus costes y burocracia.
- La SMV debería mantener dicha información de manera confidencial, de ninguna forma deberá publicarla en sus portales institucionales, ni debería ser solicitable mediante pedidos de información pública.
- La información mínima a solicitar sería el nombre de la sociedad gestora, su AUM, la cantidad de fondos que tiene y la cantidad de partícipes, **con la distinción de si son institucionales o retail.**

«Asimismo, debemos recordar que las principales razones por las cuales el mercado de fondos de inversión peruano es dominado por las ofertas privadas es por la predominancia de los inversionistas institucionales y por los altos costos de transacción de las ofertas públicas, así como la mayor flexibilidad de las ofertas privadas».

- La SMV solo deberá poder solicitar más información e incluso actuar cuando encuentre indicios de arbitraje regulatorio. Las facultades ya las tiene. Las sociedades gestoras no son entes supervisados, así que mientras no realicen actividades exclusivas de estos, no deberían cargar con costos regulatorios.

«La finalidad debe ser brindar a la SMV información básica y suficiente como para evitar el arbitraje regulatorio (la cual inclusive podría serle beneficiosa para fines estadísticos), no cargar con costos regulatorios a las gestoras de fondos, preguntado cada pequeño detalle de la administración de cada fondo que administren. Recordemos que la *Dodd-Frank Act* se aplica solo a fondos gigantescos y con relevancia sistémica».

No tomar esto en cuenta puede generar problemas. Retomando el caso de la *Form PF*, un estudio sobre su impacto deja en claro que el simple hecho de pedir información periódica afecta la toma de decisiones del 27.91 % de los administradores de fondos obligados a reportar (Kaal, 2013, p. 53); asimismo, que el 17.98 % toma en cuenta la regulación para determinar el AUM de sus fondos. Para el 47.67 % de las gestoras,

el costo regulatorio oscila entre \$ 50 000 y \$ 100 000 anuales, mientras que para el 3.49 % toma más de \$ 400 000 (Kaal, 2013, p. 56), cantidades prohibitivas para cualquier empresa en el Perú.

Esto es así porque la información solicitada en la *Form PF* es bastante exhaustiva, ya que se consideró que estos fondos tienen alta relevancia en el riesgo sistémico del país. El dato más revelador es que la *Dodd-Frank Act* afecta negativamente las utilidades del 78.26 % de las gestoras de fondos obligadas a reportar (Kaal, 2013, p. 67).

Esto no puede suceder en el Perú. La finalidad debe ser brindar a la SMV información básica y suficiente como para evitar el arbitraje regulatorio (la cual inclusive podría serle beneficiosa para fines estadísticos), no cargar con costos regulatorios a las gestoras de fondos, preguntado cada pequeño detalle de la administración de cada fondo que administren. Recordemos que la *Dodd-Frank Act* se aplica solo a fondos gigantescos y con relevancia sistémica.

El modelo chileno, mucho más modesto y cercano, es menos exigente y coherente con la realidad del país, por lo que debería utilizarse como referencia. Sin ir más lejos, los propios artículos 158 y 159 del RFI podrían ser replicados en la Tercera Disposición Complementaria Final del RFI, única disposición normativa dedicada expresamente a las sociedades gestoras.

Tercera.- Sociedades gestoras de fondos privados

Las sociedades gestoras que no tengan como fin administrar fondos cuyos certificados de participación se coloquen por oferta pública y que por tanto

no se encuentren bajo la competencia de la SMV, deberán difundir a los destinatarios de dichas ofertas que, respecto de ellas, la SMV no ejerce supervisión alguna y por tanto la gestión de dichos fondos, la información que brindan a tales personas y los demás servicios que les prestan, son de exclusiva responsabilidad de la sociedad gestora.

La SMV, de verificar que existen indicios de incumplimiento del presente artículo, podrá comunicar tal circunstancia a la entidad competente con el fin de adoptar las sanciones respectivas, de ser el caso.

Una vez identificada la posibilidad de una oferta pública encubierta, debemos recordar que la SMV tiene todas las facultades necesarias para intervenir a la sociedad gestora y confirmar dichas infracciones. Así, entre otras, las siguientes facultades se encuentran en el artículo 3 de la Ley Orgánica de la Superintendencia del Mercado de Valores:

- Examinar libros, cuentas, archivos, documentos, correspondencia y cualquier información que sea necesaria para el cumplimiento de sus funciones.
- Recibir testimonio de terceras personas (como un inversionista *retail* a quien hayan contactado mediante medios idóneos de difusión sin hacer oferta pública).
- **Intervenir administrativamente locales donde se presuma la realización de actividades exclusivas de personas autorizadas por la SMV sin contar con la debida autorización y clausurar dichos locales.**

«En principio, será una oferta privada aquella que no sea pública, pero se podrá presumir que la oferta es privada cuando o esté dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales (lo que no significa que siempre tenga que ser así) o cuando el valor nominal de los valores sea igual o superior a S/ 250 000.00».

IV. REVISIÓN DE LOS PROCEDIMIENTOS DE OFERTAS PRIVADAS

Las propuestas sobre revisión de los supuestos de ofertas privadas en general y revisión de procedimientos de autorización de oferta pública de fondos de inversión son bastante complementarias entre sí, a pesar de estar contenidas en secciones distintas.

Sobre el particular, consideramos que la SMV ya estableció de manera adecuada los supuestos de ofertas privadas y cuando estas encubren una oferta pública en la resolución de primera instancia del caso Trust. Primero recordemos que, según la Ley del Mercado de Valores (LMV):

Artículo 4.- Es privada la oferta de valores mobiliarios no comprendida en el artículo anterior. Sin perjuicio de ello, se consideran ofertas privadas las siguientes:

a) La oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales. Los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no pueden ser transferidos a terceros, salvo que lo hagan a otro inversionista institucional o se inscriba el valor previamente en el Registro Público del Mercado de Valores.

“Puedes evitar la regulación expresa, pues puedes estructurar una oferta evitando entrar en los supuestos de oferta privada, pero si en la práctica la estructura financiera de dicha oferta funciona como una pública, será sancionable por parte de la SMV”.

b) La oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo sea igual o superior a doscientos cincuenta mil nuevos soles (S/ 250 000,00). En este caso, los valores no pueden ser transferidos por el adquirente original a terceros con valores nominales o precios de colocación inferiores.

c) Aquellas que establezca Conasev.

En principio, será una oferta privada aquella que no sea pública, pero se podrá presumir que la oferta es privada cuando o esté dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales (lo que no significa que siempre tenga que ser así) o cuando el valor nominal de los valores sea igual o superior a S/ 250 000.00 (pues el alto monto mínimo de inversión impide el acceso a inversionistas poco sofisticados)¹⁰.

En la resolución de primera instancia del caso en mención (Resolución N° 124-2003-EF/94.12), se establecieron los siguientes supuestos para determinar cuándo estamos ante una oferta pública:

- 1) Cuando haya una invitación adecuadamente difundida: Cuando la oferta haya sido adecuadamente difundida podríamos estar ante una oferta pública. Adecuado no es sinónimo de masivo, según la definición de invitación “adecuadamente difundida” contenida en el Reglamento de Oferta Pública Primaria y venta de valores mobiliarios.
- 2) Cuando esté dirigida al público en general o a un segmento de este: Se considera que un conjunto mayor de cien inversionistas amerita un interés público, lo que no significa que ante un número menor de inversionistas no se deba analizar cada caso concreto.
- 3) Cuando exista un acto jurídico referido a la colocación de los valores mobiliarios: Debe tener la naturaleza de un acto de inversión para su posible inversionista.

10 Esta cifra se actualiza anualmente sobre la base del Índice de Precios al por Mayor para Lima Metropolitana. El monto actual es de S/ 499,908.34 (2020).

- 4) La necesidad de tutela de los inversionistas: Según la resolución, “se considera que los inversionistas en el mercado de valores requieren de tutela, cuando en orden a la posibilidad de acceso a la información relevante o a que esta sea procesada por ellos, encuentren dificultades para adoptar una decisión libre e informada.

Los criterios planteados son más que suficientes para detectar y actuar ante una oferta pública encubierta. Si bien estos no son vinculantes para la SMV, hace relativamente poco tiempo fueron ratificados en su documento informativo “Elementos constitutivos de la oferta pública de valores”, aunque señalan expresamente “que la determinación final de si una oferta de valores es pública o privada debe realizarse atendiendo a las características y particularidades de cada oferta” (Superintendencia de Mercado de Valores, 2020).

Un criterio más abstracto y que permite mayor capacidad de acción al supervisor es el planteado por la Securities and Exchange Commission (SEC) de los Estados Unidos de América en *SEC v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119 (1953): la apariencia de oferta pública.

La práctica comercial establece criterios no necesariamente fijados por ley, como podrían ser la cantidad a emitirse, el bajo valor nominal de las ofertas para facilitar su colocación, la dispersión, la forma de difusión de la oferta y, especialmente, la nula relación de los inversionistas con el emisor

Esta medida es clave para evitar el arbitraje regulatorio. Puedes evitar la regulación expresa, pues puedes estructurar una oferta evitando entrar en los supuestos de

oferta privada, pero si en la práctica la estructura financiera de dicha oferta funciona como una pública, será sancionable por parte de la SMV.

Sobre la revisión de los procedimientos de autorización de fondos de oferta pública, aunque el Banco Mundial no da mayor guía, podemos intuir que se refieren o a revisar vacíos en su regulación (los cuales no consideramos graves) y a diferenciar cuando estamos ante una oferta pública o privada, lo cual ya abarcamos.

Sobre esto, debemos hacer una aclaración: para las administradoras de fondos (sociedades gestoras y SAFI) no es atractivo estructurar fondos de inversión de oferta pública y el problema es tanto de regulación como de la estructura del mercado misma. Muchos fondos de inversión existen solo porque la regulación lo exige.

Como mencionamos, para que una AFP invierta en un fondo de inversión administrado por una sociedad gestora, debe cumplir con requisitos bastante prohibitivos (y otros inversionistas institucionales lo tienen directamente prohibido) por lo que las sociedades gestoras buscaban obtener una licencia de SAFI solo para que las AFP pudieran invertir en sus fondos privados.

Al momento de promulgar el actual RFI, en el 2014, se estableció que todas las SAFI debían tener, por lo menos, un fondo de inversión de oferta pública operativo, bajo sanción de perder la licencia (obligación que no existía en el reglamento anterior). El plazo era de 18 meses a partir de la promulgación del reglamento.

Evidentemente, luego de esta disposición muchas SAFI comenzaron a

estructurar sus fondos de oferta pública, pues ahora se les imponía hacerlo. Pasados seis años, gracias a esta imposición regulatoria, podemos apreciar lo siguiente:

- La mayoría de SAFI, según las estadísticas de la SMV, solo tienen un fondo de inversión por oferta pública (o un par)¹¹. Inclusive, la mayoría son del régimen simplificado, lo que prueba el poco interés de colocarlos en el mercado en general, pues los fondos de este régimen están dirigidos a inversionistas institucionales.

“Los fondos de oferta pública, en general, no son atractivos para las sociedades gestoras ni para las propias SAFI o SAF”.

- La mayoría de las SAFI concentran casi todo el patrimonio obtenido de sus patríctipes en sus fondos de oferta privada.

Esto nos permite llegar a una conclusión: muchos fondos de inversión de oferta pública existen solo porque es obligatorio que existan.

Lo que nos hace llegar a otra conclusión: los fondos de oferta pública, en general, no son atractivos para las sociedades gestoras ni para las propias SAFI o SAF.

Por ello, la tercera conclusión a la que llegamos es que el hecho de revisar los supuestos de oferta pública y privada, modificar el procedimiento de autorización o imponer una notificación previa no van a aumentar la cantidad de ofertas públicas. La única opción viable para enfrentar el arbitraje regulatorio es mantener el *statu quo*, pero aumentando la fiscalización a través de la notificación planteada previamente.

CONCLUSIONES

Es común caer en el error de pensar que los mercados se desarrollan gracias a la regulación; sin embargo, la regulación debe ser una aliada del mercado, no su salvadora o líder.

El hecho de regular mejor la distinción entre ofertas públicas y privadas o mitigar el arbitraje regulatorio no va a cambiar la realidad del mercado: que este está dominado por inversionistas institucionales y que, por lo tanto, no se realizan muchas ofertas públicas.

Entendido eso, no debe dejarse de lado el hecho de que a veces se aprovecha la flexibilidad de las ofertas privadas para realizar actos que atentan contra la integridad del mercado, principio rector del mercado de valores. La solución no es, ni será nunca, prohibir o limitar a las ofertas privadas, sino asegurar que dentro de estas también se respeten las reglas de juego.

Una solución real es la notificación obligatoria en los términos expuestos,

11 Hay 31 SAFI/SAF registradas en el Registro Público del Mercado de Valores. De todas esas, solo seis tienen más de dos fondos de inversión de oferta pública inscritos a diciembre de 2020. En: Intendencia General de Estudios Económicos. *Reporte mensual de diciembre. Principales Indicadores de los fondos de inversión*. Lima: SMV. Disponible en: https://www.smv.gob.pe/Frm_RptMensual?data=A443A60E1EA5C448E79AFA74965ACDF1A19F66CAB9.

pues desincentiva las conductas contra el mercado aprovechando la flexibilidad de las ofertas privadas e incluso puede ser un indicador para medir el riesgo sistémico (pues las ofertas privadas son un mundo oculto estadísticamente). Como ya comentamos, no consideramos que revisar los supuestos de ofertas públicas y privadas sea una solución, pues la regulación ya contiene todo lo necesario para sancionar el arbitraje regulatorio, en la medida de que este se pernicioso.

La notificación obligatoria podría inspirarse en la utilizada para los fondos privados administrados por SAFI o SAF. La solución siempre estuvo ahí.

REFERENCIAS

- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2014). *Investments*. Nueva Jersey: McGraw-Hill.
- Fleischer, V. (2010). Regulatory Arbitrage. *Legal Studies Research Paper Series (University of Colorado Law School)*, pp. 2-65.
- Gestión. (17 de febrero de 2018). Fondos de inversión ya administran un patrimonio superior a US\$ 4,000 millones en el mercado local. *Gestión*. Recuperado de: <https://gestion.pe/economia/mercados/fondos-inversion-administran-patrimonio-superior-us-4-000-millones-mercado-local-227505-noticia/>.
- Grupo Banco Mundial. (2019a). *Diagnóstico de apoyo para el desarrollo de una hoja de ruta del mercado de valores de cara al financiamiento del sector corporativo*. Lima: Confederación Suiza SECO.
- Grupo Banco Mundial. (2019b). *Documento de apoyo para el desarrollo de una hoja de ruta para fortalecer el rol del mercado de valores peruano de cara al financiamiento del sector corporativo*. Lima: Confederación Suiza SECO.
- Intendencia General de Estudios Económicos. (2020). *Reporte mensual de junio. Principales Indicadores de los fondos de inversión*. SMV. Recuperado de https://www.smv.gob.pe/Frm_RptMensual?data=A443A60E1EA5C448E79AFA74965ACDF1A19F66CAB9
- Jara, R. (2011). Oferta pública y privada de valores en el mercado norteamericano: una visión comparada. *Revista chilena de Derecho*, 28(1), pp. 87-111.
- Kaal, W. (2013). Hedge Fund Manager Registration Under the Dodd-Frank Act. *San Diego Law Review* (50), pp. 1-80.
- Peschiera, J. (2019). *La agenda de desarrollo regulatorio para el mercado de valores*. Lima: SMV.
- Rebaza, A. (2007). Las fusiones y adquisiciones de empresas: a propósito de la proliferación de los fondos de inversión. *Themis* (54), pp. 101-111.
- Rivière, A. (2010). The Future of Hedge Fund Regulation: A Comparative Approach (United States, United Kingdom, France, Germany, Italy). *International Finance Seminar (April)*, pp. 1-83.
- Superintendencia de Mercado de Valores. (2020). *Documento Informativo SMV. Elementos constitutivos de la oferta pública de valores*. SMV. Recuperado de <https://www.smv.gob.pe/Uploads/Documento%20informativo.pdf>
- Superintendencia de Mercado de Valores. (2020). *Reporte mensual. Principales indicadores de los fondos de inversión (octubre)*. SMV. Recuperado de <https://www.smv.gob.pe/Uploads/Documento%20informativo.pdf>
- Torres, N. (2009). Contradicciones y paradigmas: Repensando la regulación de las ofertas públicas y privadas a partir del desarrollo del concepto de valor mobiliario en el Mercado de Valores. *Derecho y Sociedad* (32), pp. 42-50.
- Zapata, K. (2015). ¿Cómo actúan los fondos de inversión en el mercado de peruano? *Revista de Derecho Mercantil* (4), pp. 267-283.