



Universidad Nacional Mayor de San Marcos

Universidad del Perú. Decana de América
Facultad de Derecho y Ciencia Política
Escuela Profesional de Derecho

**El inexistente derecho de rescate de cuotas de
participación en los fondos de inversión públicos en el
Perú: Un análisis de sus efectos durante el periodo
2021 – 2025**

TESIS

Para optar el Título Profesional de Abogada

AUTOR

Judith PUERTA CULQUE

ASESOR

Dr. Víctor Enrique TORO LLANOS

Lima, Perú

2026



Reconocimiento - No Comercial - Compartir Igual - Sin restricciones adicionales

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>

Usted puede distribuir, remezclar, retocar, y crear a partir del documento original de modo no comercial, siempre y cuando se dé crédito al autor del documento y se licencien las nuevas creaciones bajo las mismas condiciones. No se permite aplicar términos legales o medidas tecnológicas que restrinjan legalmente a otros a hacer cualquier cosa que permita esta licencia.

Referencia bibliográfica

Puerta, J. (2026). *El inexistente derecho de rescate de cuotas de participación en los fondos de inversión públicos en el Perú: Un análisis de sus efectos durante el periodo 2021 – 2025*. [Tesis de pregrado, Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Facultad de Derecho y Ciencia Política, Escuela Profesional de Derecho]. Repositorio institucional Cybertesis UNMSM.

Metadatos complementarios

Datos de autor	
Nombres y apellidos	Judith Puerta Culque
Tipo de documento de identidad	DNI
Número de documento de identidad	75844981
URL de ORCID	https://orcid.org/0009-0006-7924-552X
Datos de asesor	
Nombres y apellidos	Víctor Enrique Toro Llanos
Tipo de documento de identidad	DNI
Número de documento de identidad	10331309
URL de ORCID	https://orcid.org/0000-0003-0977-9471
Datos del jurado	
Presidente del jurado	
Nombres y apellidos	Octavio Galvarino Delgado Guzman
Tipo de documento	DNI
Número de documento de identidad	08033687
Miembro del jurado 1	
Nombres y apellidos	Clotilde Cristina Vigil Curo de Quiroz
Tipo de documento	DNI
Número de documento de identidad	16644992
Miembro del jurado 2	
Nombres y apellidos	Pedro Enrique Bernui Ore
Tipo de documento	DNI
Número de documento de identidad	08204622

Datos de investigación	
Línea de investigación	Derecho
Grupo de investigación	Derecho
Agencia de financiamiento	Sin financiamiento.
Ubicación geográfica de la investigación	País: Perú Departamento: Lima Provincia: Lima Distrito de Lima Metropolitana Latitud: -12.059288 Longitud: -77.081793
Año o rango de años en que se realizó la investigación	2021 - 2025
URL de disciplinas OCDE	Derecho https://purl.org/pe-repo/ocde/ford#5.05.01 Derecho penal https://purl.org/pe-repo/ocde/ford#5.05.02



UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS
(Universidad del Perú, DECANA DE AMÉRICA)
FACULTAD DE DERECHO Y CIENCIA POLÍTICA

**ACTA DE EXAMEN ORAL VIRTUAL PARA EL OTORGAMIENTO DEL TÍTULO
PROFESIONAL DE ABOGADA CON SUSTENTACIÓN DE TESIS**

N°020

Reunido el Jurado Examinador, constituido por los señores profesores:

- 1.-PRESIDENTE: Dr. OCTAVIO GALVARINO DELGADO GUZMAN
- 2.- Mg. PEDRO ENRIQUE BERNUI ORÉ
- 3.- Abg. CLOTILDE CRISTINA VIGIL CURO DE QUIROZ
- 4.- Dr. VÍCTOR ENRIQUE TORO LLANOS (Docente Asesor)

La bachiller postulante al Título Profesional de Abogada doña:

JUDITH PUERTA CULQUE

Procedió la sustentación de su tesis titulado:

El inexistente derecho de rescate de cuotas de participación en los fondos de inversión públicos en el Perú: Un análisis de sus efectos durante el periodo 2021 – 2025

En la redacción del examen escrito de fin de carrera, la graduanda fue aprobada con la nota de:

DIECISEIS (16)

Concluida la prueba oral, se practicó la votación correspondiente, resultando la candidata:

APROBADA POR UNANIMIDAD CON MAXIMOS HONORES CON NOTA DIECINUEVE (19)

Y para constancia se le extiende la presente Acta, en Lima a los DIECISIETE días del mes de JULIO del año 2026

Presidente del Jurado

Dr. OCTAVIO GALVARINO DELGADO GUZMAN

Mg. PEDRO ENRIQUE BERNUI ORÉ

Abg. CLOTILDE CRISTINA VIGIL CURO DE QUIROZ

VÍCTOR ENRIQUE TORO LLANOS

(Docente Asesor)



CERTIFICADO DE SIMILITUD

Yo, VICTOR ENRIQUE TORO LLANOS, en mi condición de docente asesor acreditado con el Dictamen de la Escuela Profesional de Derecho N° 000054-2026-EPD-FDCP/UNMSM de la Tesis, cuyo título es: El inexistente derecho de rescate de cuotas de participación en los fondos de inversión públicos en el Perú: Un análisis de sus efectos durante el periodo 2021 - 2025, presentado por la bachiller JUDITH PUERTA CULQUE, para optar el Título Profesional de Abogada.

CERTIFICO que se ha cumplido con lo establecido en la Directiva de Originalidad y de Similitud de Trabajos Académicos, de Investigación y Producción Intelectual. Según la revisión, análisis y evaluación mediante la plataforma PIDS, el documento evaluado cuenta con el 17% de similitud, nivel PERMITIDO para continuar con los trámites correspondientes y para su publicación en el repositorio institucional.

Se emite el presente certificado en cumplimiento de lo establecido en las normas vigentes, como uno de los requisitos para obtención del Título Profesional de Abogada.

Lima, 18 de junio de 2026

Firma del docente asesor :

Nombres y apellidos del docente asesor: VÍCTOR ENRIQUE TORO LLANOS
DNI No. 10331309

La vigencia del presente certificado corresponde a un período de noventa (90) días desde la fecha de su emisión; siempre que no haya observaciones en el texto durante el proceso de revisión por el jurado informante o surja alguna contingencia.

RESUMEN

La tesis aborda la influencia de la inexistencia del derecho de rescate en nuestro país para el caso de los fondos de inversión (los “FI”) de oferta pública operativos en los años 2021 al 2025, definiendo a dicho derecho como la facultad unilateral del partícipe de solicitar la devolución del monto invertido en el FI antes de que se produzca el vencimiento del mismo sin más limitaciones que aquellas que hubiesen sido establecidas en las normas que regulan su funcionamiento.

Ante ello se argumenta que regular el derecho de rescate en los FI promoverá su crecimiento mediante el alineamiento de su estructura al horizonte de inversión de los inversionistas, evitando de esa forma su desnaturalización como vehículo que principalmente emite deuda para alinearse a la expectativa de los inversionistas.

Asimismo, se plantea que la regulación de un derecho de rescate permitirá diversificar la política de inversiones del FI debido a que los requerimientos de liquidez que el FI tendrá para atender las solicitudes de rescate.

Por último, se concluye que es necesario regular el derecho de rescate en los FI con ciertos criterios mínimos que coadyuven a proteger al FI de salidas masivas de capital; regulación que, por economía legislativa, no se realiza a través de una nueva figura sino como una modificación al actual mecanismo de recompra previsto en el Reglamento de Fondos de Inversión.

PALABRAS CLAVE: Fondos de inversión / Derecho de rescate / Ofertas públicas / Horizonte de inversión / Diversificación de cartera.

ABSTRACT

This thesis addresses the impact of the absence of a redemption right in our country for publicly offered investment funds (FIs) operating in 2021 to 2025. It defines this right as the unilateral power of the participant to request the return of the amount invested in the FI before its maturity, subject only to the limitations established in the regulations governing its operation.

It argues that regulating the redemption right in FIs will promote their growth by aligning their structure with investors' investment horizons, thus preventing their transformation into vehicles that primarily issue debt to meet investor expectations.

Furthermore, it posits that regulating a redemption right will allow for diversification of the FI's investment policy due to the increased liquidity requirements the FI will have to meet redemption requests.

Finally, it is concluded that it is necessary to regulate the redemption right in investment funds with certain minimum criteria that help protect the fund from massive capital outflows; regulation that, for the sake of legislative economy, is not carried out through a new legal instrument but rather as a modification to the current buyback mechanism provided for in the Investment Funds Regulations.

KEYWORDS: Investment funds / Redemption right / Public offerings / Investment horizon / Portfolio diversification.

DEDICATORIA

A mis padres y hermanos, por ser mi centro de enseñanzas y de aspiraciones, así como mi soporte en cada momento y sin quienes no habría podido llegar a cumplir cada meta que me he trazado en el camino.

AGRADECIMIENTO

A mi familia, por buscar mejores oportunidades para permitirme extender mis conocimientos con libertad y ser mi ancla a tierra en los momentos en los que lo necesito.

Al Dr. Víctor Toro Llanos, por sus enseñanzas en mi época universitaria que me permitieron conocer el mundo del Derecho Societario y Corporativo, así como por asumir el rol de asesor en la presente investigación y ayudarme a concluirla.

A Aldo Fuerte, Fiorela Ccahua, Víctor Valdez y Fernando Melgar, por brindarme su tiempo y experiencias con el fin de que a través de ellas reconfirme mis planteamientos, los nutra o los cuestione.

A mis amigos, por acompañar mis días y brindarme palabras de aliento.

CITA DE PÓRTICO

«La ley es orden, y una buena ley es, necesariamente, un buen orden».

— **Aristóteles**, *Política*, Libro VII, 1326a.

ÍNDICE

RESUMEN	2
ABSTRACT	3
DEDICATORIA	4
AGRADECIMIENTO	5
CITA DE PÓRTICO	6
I. INTRODUCCIÓN	11
I.1 INTRODUCCIÓN	11
I.2 DESCRIPCIÓN DE LA REALIDAD PROBLEMÁTICA	11
I.3 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA	14
I.3.1. Problema principal.....	14
I.3.2. Problemas secundarios.....	15
I.4 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN	15
I.4.1. Objetivo general.....	15
I.4.2. Objetivos específicos	15
I.5. JUSTIFICACIÓN E IMPORTANCIA DE LA INVESTIGACIÓN	15
I.5.1. Justificación de la investigación	15
I.5.2. Importancia de la investigación	17
I.6 LIMITACIONES DE LA INVESTIGACIÓN.....	18
II. REVISIÓN DE LA LITERATURA	18
II.1 MARCO TEÓRICO	18
II.1.1. Doctrina jurídica	18
II.1.2. Marco normativo nacional.	19
II.1.3. Marco normativo extranjero.	19
II.2 ANTECEDENTES DEL ESTUDIO	20
II.2.1. Antecedentes nacionales	20
II.2.2. Antecedentes internacionales	21
II.2.3. Antecedentes doctrinarios	21
II.3 BASES TEÓRICAS.....	22
CAPÍTULO I: LOS FONDOS DE INVERSIÓN	22
1.1. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	22
1.1.1. Los orígenes de los fondos de inversión.	22

1.1.2.	Los fondos de inversión en el Perú.	24
1.2.	DEFINICIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN	32
1.3.	CLASIFICACIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN EN EL PERÚ	33
1.3.1.	Fondos de Inversión de oferta pública.....	33
1.3.2.	Fondos de Inversión de oferta privada.....	34
1.3.3.	Fondos de Inversión de capital variable.....	35
1.3.4.	Fondos de Inversión de capital fijo o cerrado	36
1.4.	ÓRGANOS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	36
1.4.1.	Asamblea de Partícipes	36
1.4.2.	Comité de Inversiones	44
1.4.3.	Comité de Vigilancia.....	45
1.5.	LAS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN	46
1.6.	DERECHOS DE LOS PARTÍCIPIES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	48
1.6.1.	Derechos Políticos	48
1.6.2.	Derechos Económicos.....	51
CAPÍTULO II: ALTERNATIVAS DE SALIDA DE LOS PARTÍCIPIES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN.....		54
2.1.	LA RECOMPRA DE CUOTAS DE PARTICIPACIÓN.....	54
2.2.	EL EJERCICIO DEL DERECHO DE SEPARACIÓN	57
2.1.1.	Supuestos que gatillan su aplicación	59
2.1.2.	Forma de ejercer el derecho de separación	59
2.3.	LA COMPRAVENTA DE CUOTAS DE PARTICIPACIÓN	62
2.4.	¿EXISTEN OTRAS ALTERNATIVAS DE SALIDA PARA LOS PARTÍCIPIES?.....	63
CAPÍTULO III: EL DERECHO DE RESCATE DE CUOTAS DE PARTICIPACIÓN		64
3.1.	EL DERECHO DE RESCATE EN LOS FONDOS MUTUOS	64
3.1.1.	Regulación del derecho de rescate.	65
3.1.2.	Consideraciones para el ejercicio del derecho de rescate.	70
3.2.	DEFINICIÓN DEL DERECHO DE RESCATE DE CUOTAS DE PARTICIPACIÓN EN LOS FI.....	72
3.3.	PRINCIPALES JUSTIFICACIONES SOBRE LA INEXISTENCIA DEL DERECHO DE RESCATE EN LOS FI.	74
CAPÍTULO IV: LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN LA LEGISLACIÓN COMPARADA		77
4.1.	LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESTADOS UNIDOS.....	77

4.2.	LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA	80
4.1.1.	Sociedades de inversión (“SI”)	84
4.1.2.	Fondos de inversión	85
4.1.3.	Entidades de Capital Riesgo.....	91
4.1.4.	Entidades de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado (EICC)	94
4.1.5.	Los reembolsos en los Fondos españoles	96
4.3.	EL CASO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN CHILENOS	96
4.3.1.	Fondos de Inversión Públicos (“FIP”) y Fondos de Inversión Privados (“FIPR”) 98	
4.3.2.	Fondos de Inversión Rescatables (“FIR”).....	99
4.3.3.	Fondos de Inversión No Rescatables (“FINR”)	100
II.4	DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS DE ANÁLISIS	107
III.	HIPÓTESIS Y VARIABLES	109
III.1	FORMULACIÓN DE HIPÓTESIS O SUPUESTOS HIPOTÉTICOS	109
III.1.1.	Hipótesis principal.....	109
III.1.2.	Hipótesis secundarias.....	109
III.2	SISTEMAS Y CATEGORÍAS DE ANÁLISIS	112
IV.	MATERIALES Y MÉTODOS	113
IV.1.	ENFOQUE DE LA INVESTIGACIÓN.....	113
IV.2.	TIPO DE INVESTIGACIÓN	113
IV.3.	DISEÑO DE INVESTIGACIÓN.....	113
IV.4.	CREDIBILIDAD DE LA INVESTIGACIÓN	113
IV.5.	SUJETOS DE ESTUDIO	114
IV.6.	PROCEDIMIENTOS, TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN	114
IV.6.1.	Procedimiento de recolección de información	114
IV.6.2.	Técnica de recolección de información	114
IV.6.3.	Instrumentos de recolección de información	115
IV.7.	ANÁLISIS DE DATOS	116
IV.7.1.	Análisis de los fondos de inversión públicos operativos en el periodo 2021 - 2025.....	117
IV.7.2.	Análisis de la regulación del rescate en los fondos de inversión.....	124

IV.7.3. Los expertos opinan: Análisis del impacto en la decisión del inversionista, la desnaturalización de la forma de financiamiento del FI y la diversificación de su cartera de inversiones.	127
V. RESULTADOS (CONTRASTE DE HIPÓTESIS)	137
V.I PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS	138
VI. DISCUSIÓN.....	143
VI.1 SOBRE LA INFLUENCIA DE LA INEXISTENCIA DEL DERECHO DE RESCATE EN LOS FI EN EL PERÚ.	143
VI.1.1. Influencia en la decisión del inversionista.....	143
VI.1.2. Influencia en la forma de financiamiento del FI.	144
VI.1.3. Influencia en la diversificación de la cartera de inversiones.	144
VI.2. SOBRE LA CONVENIENCIA DE IMPLEMENTAR EL DERECHO DE RESCATE EN LOS FI.	145
VII. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	146
VII.1 CONCLUSIONES	146
VII.2 RECOMENDACIONES	147
VIII. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	147
IX. ANEXOS.....	156
ANEXO 1 – ENTREVISTAS.....	156

I. INTRODUCCIÓN

I.1 INTRODUCCIÓN

La investigación aborda la influencia de la inexistencia del derecho de rescate en nuestro país para el caso de los fondos de inversión (los “FI”) públicos, centrándose en aquellos que se encontraban operativos en el periodo 2021-2025, definiendo a dicho derecho, tal como se establece más adelante, como la facultad del partícipe de solicitar la devolución del monto invertido en el FI antes de que se produzca la liquidación del mismo y sin que sea necesario que se produzca algún otro evento previo dentro de este, supuesto en el cual la sociedad administradora se encontrará obligada a atender dicha solicitud sin más limitaciones que aquellas que hubiesen sido establecidas en las normas que regulan su funcionamiento.

De esta forma, la investigación aborda como punto de partida a la evolución de los FI para establecer su origen y los fines para los que fue constituido este vehículo de inversión, pasando luego de ello a detallar el funcionamiento de los FI en el Perú clasificándolos entre FI y fondos de inversión privados con el fin de enfocar el objeto de investigación y destacando los órganos que regulan su funcionamiento, así como los derechos políticos y económicos de los partícipes.

Habiendo conceptualizado los principales aspectos referidos a los FI, se desarrollan las alternativas de salida de los partícipes de los FI; esto es: i) la recompra de cuotas de participación; el ejercicio del derecho de separación; la compraventa de cuotas de participación; y iv) la reducción de capital. Los cuales, conforme se desarrolla en la investigación, requieren que se materialicen hechos externos a la voluntad del partícipe que podría requerir la devolución de su inversión y/o que se realicen determinados actos, tales como asambleas.

Luego de ello, con el fin de definir al derecho de rescate en los FI se aborda la regulación de este en los fondos mutuos que existen en el Perú, así como del rescate en general para el caso de otros instrumentos; además de lo cual se desarrolla cuáles son las principales justificaciones sobre la inexistencia del derecho de rescate en los FI.

Finalmente, se hace referencia a la legislación de tres países con el fin de conocer cómo es que dichos países regulan a i) los FI y ii) el derecho de rescate en los mismos; a partir de ahí se destaca que en la regulación española se cuenta con un concepto similar al derecho de rescate en los fondos de inversión, el reembolso, mientras que en Chile, además de los fondos mutuos, se regula la figura de los FI rescatables y los FI no rescatables.

I.2 DESCRIPCIÓN DE LA REALIDAD PROBLEMÁTICA

Los Fondos de Inversión (en adelante, los “FI”) son patrimonios autónomos que agrupan el capital de varias personas (naturales o jurídicas) para su inversión en distintos instrumentos, activos u operaciones financieras. Los FI son administrados por Sociedades Administradoras y cuentan con diversos órganos para la realización de sus actividades y la toma de decisiones relacionadas a las inversiones que realizará o a su funcionamiento (Comité de Inversiones y Asambleas de Partícipes, por ejemplo).

Asimismo, los FI, a diferencia de los Fondos Mutuos (en adelante, los “FM”), se caracterizan principalmente por tener un plazo de duración definido, ser de capital cerrado y tener un número fijo de cuotas de participación; lo cual implica que dichas cuotas no pueden ser rescatadas antes de la liquidación del Fondo, salvo que el partícipe ejerza su derecho de separación del FI, ello según el artículo 3 de la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, aprobado por el Decreto Legislativo No. 862 (en adelante, la “Ley de FI”).

De lo antes mencionado, se desprende que en los FI las opciones de salida de los partícipes (rescate) se limitan principalmente a las siguientes: (i) que ejerza su derecho de separación; (ii) la venta de sus cuotas en mercado secundario; y (iii) la recompra de cuotas de participación; sin embargo, en los FM los partícipes también pueden rescatar su dinero cuando lo deseen sin necesidad de que se produzca o realice un hecho externo que genere dicho derecho.

Teniendo en consideración lo antes expuesto es que advertimos que en los FI para que los partícipes puedan retirar su capital invertido deben producirse algunos de los siguientes supuestos:

- (i) Para efectos del ejercicio del derecho de separación: El hecho externo que origina este derecho es un acuerdo de la Asamblea General que esté referido a (A) modificaciones sustanciales al Reglamento de Participación tales como variaciones en la política de inversiones, elevación de la estructura de gastos, el incremento del apalancamiento financiero, la exclusión del Registro, procesos de reorganización (fusión, escisión o transferencia del FI), o la ampliación del plazo de duración; (B) invertir en (i) instrumentos o derechos sobre bienes de Personas Relacionadas (PR)¹, (ii) instrumentos que hayan sido emitidos o sean garantizados por PR, o (iii) bienes futuros contruidos por una PR (en adelante, las “Inversiones en una PR”).

Sin embargo, aun cuando la Asamblea General acuerde aprobar alguno de los supuestos antes mencionados, el partícipe no puede ejercer su derecho de forma automática, sino que debe haber hecho constar en el acta que recoge los acuerdos de la Asamblea General su oposición al acuerdo o haber sido ilegítimamente privado de emitir su voto o no haber asistido a la Asamblea General.

Asimismo, otra de las limitaciones es que si el partícipe es una PR, funcionario o dependiente de esta no podrá ejercer el derecho de separación incluso cuando la Asamblea General decida realizar Inversiones en una PR.

- (ii) Para efectos de la venta de las cuotas de participación en el mercado secundario: El hecho externo es encontrar un inversionista interesado en adquirir las cuotas de participación objeto de la venta lo cual implica un costo en términos de tiempo considerando además que dicha transferencia de cuotas debe ser comunicada a la Sociedad Administradora, quien también realizará su evaluación del inversionista interesado en la adquisición de

¹ Término referido a las partes vinculadas a la Sociedad Administradora de acuerdo con lo establecido en el Reglamento de Propiedad Indirecta, Vinculación y Grupos Económicos, aprobado por Resolución SMV No. 019-2015.

dichas cuotas de participación para cumplir con su política de debida diligencia en el conocimiento del cliente; y, asimismo, también podríamos considerar un costo adicional que será expresado en términos económicos, ya que el partícipe podría contratar a una entidad intermediadora que realice dicha actividad la misma que cobrará comisiones por realizar dicha labor.

- (iii) Para efectos de la recompra de las cuotas de participación: El hecho externo que debe producirse es la celebración de una Asamblea General, la misma que debe pronunciarse específicamente sobre la recompra de cuotas de participación del Fondo; sin embargo, debe considerarse que para efectos de la validez de su celebración esta debe realizarse, en primera convocatoria, con la concurrencia de al menos dos tercios ($2/3$) de las cuotas suscritas, o, en segunda convocatoria, deben concurrir al menos tres quintos ($3/5$) de dichas cuotas; y además de ello se requiere que el acuerdo sea aprobado por la mayoría absoluta de las cuotas de participación que se encuentren representadas en la Asamblea General, es decir, la mitad más uno de los votos de los participantes en la misma.

Lo mencionado en este acápite constituye una limitación debido a que en los FI, precisamente por estar conformados por varias personas, difícilmente la persona que quiera rescatar sus cuotas de participación podrá alcanzar el quórum y las mayorías requeridas para acordar la recompra de sus cuotas de participación de manera válida, o incluso si fuesen varias personas las que deseen realizar la salida de su inversión es perfectamente posible que no se logre alcanzar la mayoría normativa requerida para la aprobación del acuerdo por parte de la Asamblea General.

Respecto a lo mencionado en el párrafo previo se podría argumentar que si los FI tienen pocos partícipes puede ser perfectamente posible alcanzar el quórum y las mayorías requeridas y con ello adoptar el acuerdo de recompra de cuotas de participación; sin embargo, dicho escenario es poco factible debido a que la misma Ley de FI en su artículo 28 establece expresamente que un partícipe no puede ser titular de más de un tercio ($1/3$) del patrimonio neto de un FI, siendo que dicha prohibición es flexibilizada cuando se trate de fundadores, es decir, personas que suscribieron cuotas antes del inicio de las actividades del Fondo, o de inversionistas institucionales. Ante ello debe considerarse además que el único supuesto en el que un solo inversionista puede tener el 100% de participación en el patrimonio de un FI es cuando estemos ante un Fondo inscrito bajo el Régimen Simplificado, ello de acuerdo con lo establecido en el artículo 50 del Reglamento de la Ley de FI.

Asimismo, en caso sea más de un partícipe el que decida retirar su inversión del FI también debe considerarse una limitación temporal, ello debido a que no todos estos partícipes querrán rescatar sus cuotas de participación en un mismo momento, así un primer partícipe puede decidir retirar su inversión en T (siendo T, por ejemplo, el 20 de enero del año 2023) mientras que otro u otros inversionistas decidirán retirar su inversión en $T + 20$, $T + 30$ o $T + 45$; por lo que la realización de la recompra también se encontrará condicionada no solo a la decisión de otros inversionistas, sino también al momento en el

que estos decidan retirar su inversión, la cual en la mayoría de los casos no coincidirá con el momento en el que el primer partícipe tome dicha decisión.

Otra limitación que podemos advertir en esta opción de salida de la inversión del partícipe es que la Ley de FI establece que el procedimiento de la recompra de cuotas de participación será establecido en el Reglamento de Participación del Fondo, lo cual si bien denota cierta libertad para efectos de la implementación de mecanismos que tengan el menor impacto posible en los FI y los partícipes, no garantiza que ello facilite la salida de los partícipes, ya que de igual forma será necesaria la realización de la Asamblea General de Partícipes, cuya implementación además implica que se asuman una serie de costos y tiempo.

Considerando lo señalado previamente cabe señalar que las limitadas alternativas de salida de los partícipes de los FI y la inexistencia del derecho de rescate de los partícipes es explicada en la actualidad por la menor liquidez que suelen tener los FI y por las características propias de estos (capital cerrado y número fijo de cuotas); por lo que a través de la presente investigación se pretende determinar de qué manera la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI constituidos en el Perú impacta en el funcionamiento de estos comparando sus efectos con los FM en los que, como lo mencionamos previamente, los partícipes pueden optar por realizar el rescate de su inversión en cualquier momento y de forma unilateral; sin embargo, con el fin de delimitar la investigación tomaremos como referencia los FI y FM que se encuentran operativos en el periodo 2021-2025.

Para estos fines, y bajo la premisa de que los efectos de las limitadas alternativas de salida de los partícipes de los FI y la inexistencia del derecho de rescate a favor de los partícipes pueden ser diversos nos limitaremos a evaluar 3 ejes específicos: (i) el impacto en la decisión del inversionista al momento de decidir su alternativa de inversión; (ii) el impacto en la forma de financiamiento que los FI implementan y las consecuencias negativas que ello podría generar frente al partícipe; y finalmente (iii) el impacto en la finalidad de diversificar las inversiones que los FI realizan.

Una vez que se haya contrastado el impacto de la inexistencia del derecho de rescate de los partícipes de los FI se propondrá la incorporación de dicho derecho en los FI con el fin de que los partícipes puedan contar con una opción de salida más expeditiva, menos onerosa y sin necesidad de que su ejercicio dependa de hechos o voluntades externas, pero teniendo en cuenta algunos mecanismos que mitiguen sus efectos en la liquidez de los FI.

I.3 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

I.3.1. Problema principal

¿De qué manera la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI del Perú influyó en el funcionamiento de estos en el periodo 2021-2025?

1.3.2. Problemas secundarios

- ¿En el periodo 2021-2025 la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI del Perú influyó en la decisión del inversionista al momento de decidir su alternativa de inversión?
- ¿En el periodo 2021-2025 la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI del Perú influyó en su forma de financiamiento desnaturalizando la figura de un fondo de inversión y agravando el riesgo del inversionista?
- ¿En el periodo 2021-2025 la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de FI del Perú influyó en la finalidad de diversificar las inversiones que estos realizan?

I.4 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

1.4.1. Objetivo general

Determinar de qué manera la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI del Perú influyó en el funcionamiento de estos en el periodo 2021-2025.

1.4.2. Objetivos específicos

- Analizar si en el periodo 2021-2025 la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI del Perú influyó de manera negativa en la decisión del inversionista al momento de decidir su alternativa de inversión.
- Analizar si en el periodo 2021-2025 la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI del Perú influyó de manera negativa en su forma de financiamiento desnaturalizando la figura de un fondo de inversión y agravando el riesgo del inversionista.
- Analizar si en el periodo 2021-2025 la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI del Perú influyó de manera negativa en la finalidad de diversificar las inversiones que estos realizan.

I.5. JUSTIFICACIÓN E IMPORTANCIA DE LA INVESTIGACIÓN

1.5.1. Justificación de la investigación

Los FI son vehículos de inversión que por su misma naturaleza están dirigidos a invertir en instrumentos (Bonos corporativos o titulizados, instrumentos de corto plazo, acciones, etc), operaciones financieras (por ejemplo, operaciones de factoring y descuento) y demás activos (por ejemplo, bienes inmuebles) a través de la recolección de recursos de sus partícipes por un tiempo determinado; sin embargo, a diferencia de lo que ocurre con los FM, en este tipo de vehículos de inversión el derecho de rescate de cuotas de participación por voluntad del partícipe no es permitido, ello debido a que dicho rescate

ocurrirá únicamente cuando se produzca una causal que gatille el ejercicio del derecho de separación que asiste al partícipe, con lo cual el rescate es una consecuencia de la activación de otro derecho y no un derecho *per se*.

Teniendo en cuenta ello, podemos advertir que la inexistencia de este derecho en los FI afecta la decisión del inversionista al momento de elegir su alternativa de inversión, ya que algunos de estos buscarán invertir sus recursos por corto o mediano plazo o aun cuando inicialmente hubiesen considerado adecuada a sus necesidades una alternativa de mediano o largo plazo podrían requerir la disposición del monto invertido en el FI antes de lo que pudieron prever, lo cual evidencia la necesidad de que el partícipe tenga a su disposición mecanismos de salida más expeditivos.

Por otro lado, otra consecuencia que podemos atribuir a la inexistencia del derecho de rescate es que influye en la forma de financiamiento que los FI implementan para desarrollar su política de inversiones, ello como una consecuencia de lo mencionado en el párrafo precedente, ya que si los inversionistas prefieren alternativas de inversión que se encuentren vigentes por un corto o mediano plazo las Sociedades Administradoras pueden diseñar estructuras más complejas que si bien pueden no alterar la realización de la inversión si pueden desnaturalizar la razón de ser del FI (agrupar recursos de diversas personas naturales y jurídicas para invertirlos en diversos instrumentos, bienes u otros activos) por cuanto estos contarían con menos partícipes durante su vigencia ya que usarían otras formas de financiamiento, lo cual podría incrementar el riesgo del partícipe por cuanto el patrimonio del FI ya no solo respaldaría la emisión de cuotas de participación.

Lo señalado en el párrafo previo ocurrirá, en aquellos casos en los que el FI no solo reciba los recursos aportados por los partícipes, sino que también se convierta en emisor de otros valores (usualmente valores de renta fija o de corto o mediano plazo tales como bonos corporativos) con el fin de captar recursos a través de la colocación de los mismos. Ante dicho escenario si bien el FI tendrá más ingresos también el riesgo de recuperación de la inversión y la obtención de rentabilidad por parte de los partícipes y los tenedores de los otros valores podría verse menoscabado debido a que el patrimonio del FI deberá respaldar no solo la emisión de sus cuotas de participación (rendimiento de los partícipes y devolución del capital invertido por estos), sino también la emisión de valores (rendimiento de los obligacionistas y devolución del capital invertido por estos). Lo mencionado en este apartado será desarrollado con mayor amplitud y de forma gráfica en el desarrollo de la presente investigación.

Asimismo, la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI en el Perú afecta la finalidad de diversificación de las inversiones, la cual es una característica principal que es atribuida a este tipo de entes jurídicos, ello debido a que se considera que una persona necesita un capital elevado para diversificar su cartera de inversiones, lo cual es una práctica recomendada para mitigar el riesgo de sus inversiones, sin embargo, se presupone que en los FI ello será fácilmente realizable por agrupar los recursos de diversas personas, logrando un patrimonio alto en un corto periodo de tiempo.

Lo mencionado en el párrafo previo en la práctica no necesariamente será así debido a que si el inversionista del FI busca alternativas de corto o mediano plazo los FI que le serán más atractivos serán aquellos que tengan plazos de duración relativamente cortos con lo cual estos se verán forzados a invertir en un sector específico y/o en instrumentos de corto o mediano plazo, ya que de la realización de estos dependerá la duración del periodo de desinversión y la consecuente salida a tiempo de los partícipes del FI sin necesidad de que se afecte el precio del instrumento realizado (vendido).

Finalmente, la justificación de esta investigación radica en que será de utilidad para el mercado en general, ello debido a que los FI serán opciones de inversión más flexibles y líquidas por cuanto:

- a) se ofrecerá a los potenciales inversionistas alternativas de inversión que se adecúen mejor a sus necesidades haciendo más dinámicas las operaciones que estos realizan y ampliando el universo de inversionistas que participan de este mercado;
- b) se reducirá el riesgo del partícipe respetando la naturaleza de agrupar el capital de diversas personas, por cuanto el FI no buscará otras formas de financiamiento;
- c) se promoverá la diversificación de las inversiones de los FI debido a la necesidad eventual de liquidez y por ende los emisores de valores podrán contar con un número mayor de fuentes de financiamiento; y,
- d) se reducirán los costos en la prestación de servicios por parte de la Sociedad Administradora por cuanto se reducirán las exigencias de gobierno corporativo (Asambleas de Partícipes o Comités) que son necesarias para posibilitar la salida de un partícipe antes del vencimiento del plazo de vigencia del fondo.

Lo antes mencionado se generará a partir del conocimiento de las desventajas que acarrea la inexistencia del derecho de rescate y la promoción de su implementación en el mercado de valores local tal como se propone en la presente investigación.

1.5.2. Importancia de la investigación

La industria de los FI en el Perú se encuentra en constante crecimiento siendo que en los últimos años no solo han estado dirigidos a inversionistas institucionales sino también a inversionistas que no tengan dicha condición pero que se sientan atraídos por las inversiones que estos realizan o que identifican a este vehículo como el medio para acceder a instrumentos que de forma individual no podrían.

En ese sentido, incluir un mecanismo que le permita al inversionista no solo obtener mejor rendimiento sino también poder decidir el momento del retiro de su inversión generaría que este tipo de vehículos sean más atractivos para este. Dicho evento no solo beneficiaría al partícipe sino también al mismo vehículo por cuanto tendría un acceso mayor a capitales para la realización de sus inversiones.

Asimismo, a través de lo propuesto en la presente investigación, se considera que se contribuiría a la constitución de un mayor número de FI que inviertan en instrumentos de mayor liquidez promoviendo así sectores, como el de factoring, renting o lending.

Por otro lado, también es importante considerar que tener mecanismos que impliquen la celebración de Asambleas o Comités si bien buscan hacer valer la voluntad de las mayorías lo cierto es que generan inversión de tiempo y recursos, que serán bien invertidos en determinados supuestos, pero hay otros que no lo ameritan bajo la premisa de la transparencia de la información que busca el mercado de valores.

Teniendo en cuenta todo ello, en la presente investigación se propone regular, o más bien simplificar, el proceso a través del cual un partícipe podría retirar su inversión a su sola voluntad en tanto no contravenga los criterios adoptados por el FI para mitigar el riesgo de un eventual “desfalco”.

I.6 LIMITACIONES DE LA INVESTIGACIÓN

La principal limitación que se identificó es la falta de desarrollo doctrinario sobre la problemática identificada, ello no solo a nivel nacional sino también en el extranjero, por cuanto si bien se encuentra legislación comparada en términos similares a los propuestos no se encontró abundante doctrina que desarrolle las ventajas o desventajas de tener fondos de inversión que permitan rescates.

No obstante, ello a lo largo de la investigación si se identificó que existen algunas iniciativas que plantean modificaciones que permitan tener fondos semicerrados, las cuales sin embargo no han sido extendidas ni han sido tomadas en las Agendas Tempranas planteadas por la SMV aun cuando más de una Sociedad Administradora espera mayor flexibilidad en sus operaciones.

II. REVISIÓN DE LA LITERATURA

II.1 MARCO TEÓRICO

II.1.1. Doctrina jurídica

En la presente investigación se han utilizado diversas fuentes de doctrina jurídica y algunas de tipo económico por su relevancia para el enfoque planteado en la presente tesis, la cual también se encuentra apoyada en normativa nacional y extranjera, principalmente chilena.

El material peruano revisado, y en muchos casos citado, estuvo referido al mercado de valores, principalmente sobre fondos de inversión y fondos mutuos, así como el derecho societario por cuanto el rescate principalmente se encuentra regulado en dicho marco normativo. Las fuentes consultadas principalmente se encontraban disponibles en fuentes digitales de revistas (Ius Et Veritas, Actualidad Mercantil, Themis, Advocatus, ET Praxis, etc.) y libros (SMV, Instituto de Estudios Sindicales – IESI, etc.) de diversos portales.

En el caso de fuentes extranjeras se han revisado de igual forma revistas y libros que se encontraban disponibles de forma virtual: Revista de Derecho Tributario (Chile), Crónica Tributaria (España), Pearson Educación (México), Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, Alianza del Pacífico.

Adicionalmente, también se han consultado algunos portales webs como blog, anuarios y repositorios de tesis de diversas universidades nacionales y extranjeras (UNMSM, PUCP, Universidad de México, etc.).

II.1.2. Marco normativo nacional.

1. Ley de Mercado de Valores (Decreto Legislativo No. 861).
2. Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (Decreto Legislativo No. 862).
3. Ley de Títulos Valores (Ley No. 27287) que regula a los valores mobiliarios, de forma complementaria a la Ley de Mercado de Valores.
4. Reglamento de FM y sus Sociedades Administradoras (Resolución CONASEV No. 0068-2010).
5. Reglamento de FI y sus Sociedades Administradoras (Resolución de Superintendencia No. 00029-2014).
6. Existen otras normas que regulan indirectamente a los FI, tales como la “Ley General de Sociedades”, Ley No. 26887 (en adelante, la “LGS”), principalmente cuando son emisores de obligaciones.

II.1.3. Marco normativo extranjero.

Principalmente se han revisado las siguientes disposiciones normativas, sin embargo, se precisa que no son las únicas que regulan el funcionamiento de los FI en dichos países.

2.1.3.1. Marco Normativo español

- i. Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
- ii. Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, el cual fue aprobado por el Real Decreto 1082/2012, del 13 de julio.
- iii. Ley 22/2014, del 12 de noviembre, que regula las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y a sus sociedades gestoras. Esta norma también modificó la Ley 35/2003, del 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

2.1.3.2. Marco Normativo chileno

- i. Ley N° 20.712 denominada Ley Única de Fondos o “LUF”.
- ii. Decreto 129, Reglamento sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales.
- iii. Norma de Carácter General N° 376.

- iv. Norma de Carácter General N° 370.
- v. Norma de Carácter General N° 368.
- vi. Norma de Carácter General N° 390.
- vii. Norma de Carácter General N° 365.

2.1.3.3. Marco Normativo estadounidense

- i. Ley de Sociedades de Inversión de 1940.
- ii. Ley de Valores de 1933.
- iii. Ley de Operaciones sobre Valores de 1934.
- iv. Ley sobre Asesores de Inversión de 1940.

II.2 ANTECEDENTES DEL ESTUDIO

De acuerdo con la búsqueda realizada, en los últimos años no se han encontrado investigaciones que aborden como eje la problemática que se está planteando en el presente trabajo de investigación, es decir, el impacto de la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los fondos de inversión públicos del Perú en el funcionamiento de estos en el periodo 2021-2025; sin embargo, cabe precisar que a nivel nacional e internacional si se han encontrado diversas investigaciones que analizan otros aspectos de los FI en el Perú, ya sea desde el punto de vista de su naturaleza como patrimonio autónomo o el análisis de determinados aspectos relacionados a este tales como la implementación de principios de buen gobierno corporativo o el arbitraje regulatorio en este tipo de vehículos de inversión.

II.2.1. Antecedentes nacionales

- Acevedo Dios, Fany; Miranda Leo, Juan Pablo, Ortega Rimachi, Liz Begonia Elizabeth. (2016). "La implementación de los Principios de Buen Gobierno Corporativo en los fondos de inversión inmobiliaria en el Perú". Tesis presentada en satisfacción parcial de los requerimientos para optar el grado de Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo en la Universidad ESAN, Lima. Disponible en: <https://hdl.handle.net/20.500.12640/439>
- Bazán Aguilar, Gisel Marlene; Niquen Jimenez, Alejandro; Urdanegui Gago, Mayra Lisset. (2015). "Estructuración de un Fondo de Inversión para las MYPE". Tesis para optar por el grado de Magíster en Finanzas Corporativas y Riesgo Financiero por la PUCP. Lima. Disponible en: <https://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/20.500.12404/14278>
- Bregante Tassara, Javier Dario. (2016). "El derecho de los patrimonios autónomos: Un estudio transversal del fideicomiso, la titulización, los fondos mutuos y los fondos de inversión". Tesis para optar por el título de Abogado en la PUCP. Lima. Disponible en: <http://hdl.handle.net/20.500.12404/7858>

- González Ibargüen, Ayrton Alexis. (2023). “El arbitraje regulatorio realizado en fondos de inversión de oferta privada y su relación con el fraude a la ley y las ofertas públicas encubiertas en la regulación del mercado de valores”. Tesis para optar el título profesional de Abogado en la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Lima. Disponible en: <https://hdl.handle.net/20.500.12672/21051>
- La Serna Felices, Jorge Daniel. (2022). “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 optar por el grado académico de Magíster en Derecho Bancario y Financiero en la PUCP. Lima. Disponible en: <https://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/20.500.12404/23885>
- Ruiz Ortiz, Rubén Arturo. (2021). “Resolución No. 447-2018-TR-Trujillo”. Trabajo de Suficiencia Profesional para el título de Abogado en la Pontificia Universidad Católica del Perú. Lima. Disponible en: <https://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/handle/20.500.12404/18417>
- Navarrete Pérez, Joe Luis. (2013). “Sociedades y fondos de inversión: un planteamiento desde la autonomía privada”. Tesis para optar el título profesional de Abogado en la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Lima. Disponible² en: <https://cybertesis.unmsm.edu.pe/handle/20.500.12672/14147>

II.2.2. Antecedentes internacionales

- Muñoz Lobos, Alejandro Esteban. (2020). “La regulación de los fondos de inversión: Análisis de la Ley Única de Fondos”. Memoria de prueba para optar el grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales en la Universidad de Chile. Santiago – Chile. Disponible en <https://repositorio.uchile.cl/bitstream/handle/2250/176507/La-regulacion-de-los-fondos-de-inversion-an%C3%A1lisis-de-la-ley-unica-de-fondos.pdf>

II.2.3. Antecedentes doctrinarios

Isabel Gutiérrez Molina es una autora nacional que al abordar la historia estadounidense en contraste con el desarrollo peruano de los FI señala brevemente que no se explica la razón por la que en nuestra regulación se ha restringido el derecho de rescate únicamente a los supuestos en los que nos encontremos ante causales de derecho de separación.

Tampoco podemos obviar el hecho de que en nuestra regulación también se ha tenido la intención de extender los supuestos en los que se puede aplicar el derecho de rescate, así por ejemplo en la Exposición de motivos del Proyecto de Ley 1659/2016-PE (la “Exposición de Motivos del PL 1659”) se dejó constancia de una de las finalidades perseguidas por las modificaciones reguladas en dicho proyecto de ley era *“la posibilidad de fijar nuevos supuestos además de los derivados del ejercicio de separación para el rescate antes de la liquidación del*

² Se precisa que en la web solo se encuentra disponible un resumen de lo abordado en la Tesis aquí mencionada, no se encontró el texto completo del documento.

fondo de inversión, otorgando dicha facultad a la SMV". En esa misma línea los legisladores señalan que establecer dicha posibilidad en la norma "*promoverá la constitución y desarrollo de ciertos tipos de fondos de inversión, de factoring por ejemplo, sin la necesidad de que todos los partícipes involucrados tengan el mismo horizonte de inversión.*"

A partir de lo mencionado se comprueba que, aunque pocas, existen referencias en nuestro país que plantearon de manera general la problemática que aborda la presente investigación, la misma que pretende desarrollar de forma más amplia la aplicación de un derecho de rescate en los FI sentando criterios razonables para ello.

II.3 BASES TEÓRICAS

CAPÍTULO I: LOS FONDOS DE INVERSIÓN

1.1. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

La evolución de los FI puede evidenciarse en distintos países y en distintos momentos; sin embargo, para efectos del presente trabajo únicamente se hará referencia a sus orígenes en Estados Unidos, en Inglaterra y Escocia por cuanto en dichos países encontramos sus características desarrolladas en términos similares a los que se mantienen en la actualidad en nuestro país.

1.1.1. Los orígenes de los fondos de inversión.

Tratar los orígenes de los FI a nivel mundial resultaría muy extenso por cuanto su evolución en cada país ha diferido en el tiempo y tampoco ha sido homogénea ya que pueden tener algunas diferencias en cuanto a su regulación, características y su funcionamiento, así por ejemplo Osorio Figueredo (2021) señala que el primer FI constituido con aportes de inversionistas fue el *trust* desarrollado en Holanda en 1774 por Adriaan Van Ketwich, el mismo que tenía como propósito adquirir deuda soberana de países europeos; sin embargo, este autor también destaca como antecedente del FI al *Foreign and Colonial Government Trust* desarrollado en Londres en 1868 (p 104).

Por su parte Gitman y Joehnk (2009) también han abordado los orígenes de los FI y señalaron que el origen de los FI cerrados en su forma original se retrotrae al siglo XIX en Inglaterra y Escocia, mientras que en Estados Unidos empezaron a negociarse en la década de 1920 y superaban a los FI de capital variable (p. 493).

No obstante, centrándonos en los orígenes estadounidenses de los FI se debe resaltar que en doctrina no es uniforme la mención al primer FI constituido en Estados Unidos ya que por un lado Gitman y Joehnk (2009) señalaron que el primer FI (MFS) inició sus operaciones en Boston en 1924, siendo que para 1940 el número de FI se incrementó a 68 y en 1980 habían 564 FI (p. 487); mientras que Gutiérrez Molina (2011) en su estudio sobre la evolución histórica

de los FI, o “*hedge fund*” (en adelante, “HF”)³ como los llama, señala su origen unos años más adelante, específicamente en el año 1949 y que fue creado por Alfred Jones, quien combinó la tenencia a largo plazo de acciones con compras en corto plazo y usó el financiamiento (o *leverage*) como medio para generar mayores ganancias para el FI, sin embargo, los HF tal como se los conoce actualmente datan de 1966 y fueron evidenciados por una publicación de la revista *Fortune* en la que revelaron las “oscuras” inversiones que superaban las ganancias que tenían los FM (p. 152).

Teniendo en cuenta los años en los que se desarrollaron los FI en Estados Unidos, no se puede dejar de mencionar la importancia que tuvo el *Investment Company Act* de 1940 en estos, tal como se señala en la Exposición de Motivos del PL 1659:

El *Investment Company Act* de 1940 permite que las *Investment Companies* (equivalentes a las Administradoras de Fondos) realicen las actividades de administración (contabilidad, evaluación de desempeño y valorización del portafolio), gestión de inversiones y marketing de los *Unit Trusts* que gestionan (equivalentes a fondos de capital abierto o cerrado). (2017, p. 6)

No obstante ello, el desarrollo de la industria de los FI en EE.UU. no ha estado exenta de una serie de crisis que han ido perfeccionando la figura que actualmente está en funcionamiento. Así, Gutiérrez Molina (2011) menciona que después de 1980 los HF “(...) [vuelven] a los titulares con el reporte en 1986 de las actividades del *Tiger Fund* de Julian Robertson” (p. 152); sin embargo, luego de un auge de algunos años una nueva crisis remeció al sector de los FI razón por la cual en el año 2004, tal como lo señala Gutiérrez Molina (2011), se realizaron reformas sustanciales a la *Investment Advisor’s Act of 1940* con el fin de (i) que los patrocinadores (*sponsors*) y los administradores de los FI (*hedge fund manager*) se registren, (ii) que los requisitos para vender los HF entre las personas sean mayores, así como (iii) regular que el desempeño del HF sea reportado de forma diaria, y (iv) que los HF cuenten con un código de ética y se contraten oficiales de cumplimiento (p. 152).

Luego de estas reformas, en el siguiente par de años (2006) hubo un nuevo resurgimiento de los FI, tal como lo reflejan Gitman y Joehnk en su análisis sobre las perspectivas de los FI por cuanto aproximadamente 54 millones de familias estadounidenses (91 millones de personas) habían invertido en unos 8,000 FI, mientras que a nivel mundial operaban más de 55 mil FI, los cuales mantenían más de 17 billones de activos siendo que la mitad de estos eran administrados por los FI estadounidenses (2009, p. 487).

Sin embargo, en el 2008 una nueva crisis remeció a los Estados Unidos, luego de lo cual se ha evidenciado un crecimiento exponencial alcanzando en el 2017 un volumen de activos administrados que superaban los USD 18,000 mil millones (Dutto, Martín et. al, 2021, p. 197).

³ La autora precisa que en el mercado americano este término se usa para referirse a todo vehículo de inversión colectiva que no sea un fondo mutuo, por lo que se refiere a los FI con este término.

1.1.2. Los fondos de inversión en el Perú.

La aparición de los FI en el Perú dista mucho de lo que ocurrió en Estados Unidos, ello debido a que fueron creados como *“vehículos legales especializados en la inversión colectiva mediante la promulgación de normas, y no como el desarrollo evolutivo de un mercado activo”* (Gutiérrez Molina, 2011, p. 153), así pues, en el Perú la regulación de los FI nació antes de que este surja en la práctica social, lo cual, de acuerdo con lo señalado en la Exposición de Motivos de la Ley de FI, tuvo como objetivo modernizar el mercado de valores y el perfeccionamiento de los mecanismos que permiten la dinamización del proceso ahorro-inversión de los inversionistas.

Así, los FI surgieron en nuestra regulación en octubre de 1996 como vehículos que canalizaban el ahorro hacia el financiamiento de inversiones menos líquidas de mayor plazo de duración con el fin de ampliar las posibilidades de inversión en la economía.

De esta forma, con la implementación de los FI se pretendió cubrir dos frentes:

- Emisores: Que los entes que participan del mercado de valores puedan acceder a un mayor número de fuentes de financiamiento.
- Inversionistas: Que los inversionistas, especialmente los institucionales, tengan mayores posibilidades de inversión en el mercado de valores.

No obstante ello, debido a la crisis mundial producida desde finales de 1997 y durante el año 1998 los FI no pudieron implementarse en el Perú, sino que su auge recién puede apreciarse a partir del año 2007 y 2008, fecha en la que se puede apreciar que las Administradoras Privadas de Pensiones realizan inversiones en FI, tal como lo señala Gutiérrez (2011, p. 153), los cuales ha dicha fecha ascendían a 29 en total (16 fondos de oferta pública y 13 fondos de oferta privada), tal como se señala en la Exposición de Motivos del Decreto Legislativo No. 1046; sin embargo, cabe precisar que lo señalado no significa que en años anteriores al 2007 no se hayan constituido FI, más bien ocurre todo lo contrario por cuanto en diciembre del 2001 el señor ALVARADO HIDALGO, presidente de la Comisión de Economía del Congreso de la República del Perú, afirmaba en el debate del Proyecto de Ley No. 1118/2001-CR, que *“existen en el Perú cinco fondos de inversión, con un patrimonio administrado equivalente a 48 millones de dólares”* (2001).

Sin embargo, para que se produzca el auge de los FI la normativa necesitaba establecer cambios que promuevan su utilidad y flexibilicen su funcionamiento, es así que en el año 2002 se promulgó la Ley No. 27641 buscando principalmente:

- Flexibilizar la administración de cartera por parte de las sociedades administradoras.
- Brindar mayor transparencia en la información que se otorgue a las inversionistas.

- Canalizar la inversión de inversionistas institucionales, como las AFP, en pequeñas y medianas empresas que no pueden financiar directamente a dichas entidades debido a los requisitos establecidos para la realización de sus inversiones.

Sin embargo, dichas modificaciones no fueron suficientes, por lo que en el año 2008 se realizaron modificaciones adicionales a la Ley de FI, las cuales tenían como principal finalidad establecer que las sociedades administradoras de FI cuya autorización de funcionamiento sea otorgada por la SMV sean aquellas que administren FI de oferta pública, las cuales de forma adicional podrán administrar FI privados u FM. Asimismo, dada esta precisión en lo que respecta a los alcances de la supervisión de la SMV y con el fin de reducir los costos administrativos y económicos que implicaría administrar un fondo público se creó un régimen simplificado, lo cual implica no solo menores plazos y requisitos sino también menores obligaciones de remisión de información al ente regulador.

Asimismo, en los últimos años también se ha modificado la normativa en el año 2017 con el fin de *“fortalecer el desarrollo de esta industria como una efectiva alternativa de financiamiento de las empresas y canalización de inversión de los particulares”*, ello de acuerdo con la Exposición de Motivos de la Ley No. 30708, Ley que promueve el desarrollo del mercado de capitales (en adelante, la “Exposición de Motivos Ley 30708”) (2017, p. 9). Así, los cambios que se realizarían en la normativa estaban dirigidos a:

- Flexibilizar la exigencia de capital según la naturaleza y estructura financiera de los FI.
- Incorporar la posibilidad de que la sociedad administradora subcontrate los servicios de terceros para la gestión del FI.
- Establecer que la denominación Sociedad Administradora de Fondos de Inversión (“SAFI”) debe ser usada exclusivamente por las sociedades que cuentan con autorización de funcionamiento de la SMV para operar como tales.
- Permitir que la SMV pueda establecer supuestos para que las cuotas de participación de un FI sean rescatadas antes de su liquidación.
- Incluir nuevos instrumentos como objetivo de inversión de los FI para promover la diversificación de las carteras administradas por estos.
- Facultar a la SMV a dictar disposiciones aplicables al proceso de liquidación de los FI.

Con relación al número de FI públicos en el Perú, en la Exposición de Motivos Ley 30708 (2017, p. 9), se detalla que *“al cierre de marzo de 2017, el patrimonio administrado por los 40 fondos de inversión públicos operativos alcanzó los S/ 3’139 millones con un total de 729 partícipes, observándose un crecimiento*

importante, tanto en patrimonio (+6%) como en número de fondos públicos (+38%) y partícipes (+26%) respecto a similar periodo de 2016”.

Asimismo, el Anuario Estadístico 2025 (p. 86) de la SMV se presenta la evolución que han tenido los FI en los últimos años detallando que en el 2021 se tenían un total de 73 FI con un total de 3,182 partícipes, en el año 2022 se tenían 81 FI operativos con un total de 3,934 partícipes, en el año 2023 se tenían 75 FI operativos con un total de 4,275 partícipes, en el año 2024 se tenían 95 FI operativos con un total de 5,704 partícipes y en el año 2025 se evidencia un crecimiento mayor con 141 FI operativos que concentraban 11,690 partícipes (Ver *Gráfico N° 1*).

Por su parte, en el caso de los FM en el 2021 se encontraban operativos 155 FM que concentraban 367,167 partícipes y para el año 2025 se tenían 204 FM operativos con un total de 490,012 partícipes, siendo que el crecimiento más evidente en cuanto al número de partícipes ocurrió en el año 2024 y 2025 superando la barrera de las 400,000 inversionistas (Ver *Gráfico N° 2*).

Respecto al número de FI a continuación se detalla el número FI operativos que administraba cada una de las Sociedades Administradoras en el periodo 2021 al 2025 (Anuario Estadístico 2025, p. 80) evidenciándose que si bien en el año 2025 se presenta un mayor número de FI operativos más de la mitad de estos se encontraban concentrados en una sola Sociedad Administradora: GRUPO CORIL SAF con 78 FI, los cuales representaban el 55.3% del total de FI operativos en dicho año. En el listado del mayor número de FI administrados sigue CORE CAPITAL SAFI S.A. con solo 11 FI operativos en el 2025, con lo cual los 52 FI restantes se reparten entre las otras 25 Sociedades Administradoras (Ver Cuadro N° 1).

Asimismo, aun cuando el número de FI se incrementó de forma progresiva en el periodo 2021 – 2025, no ocurrió lo mismo con el número de sociedades administradoras que existen en el mercado ya que en el año 2021 se tenían 30 sociedades administradoras y para el año 2025 solo quedaban 27 operando (Ver *Gráfico N°1*).

Adicionalmente, se debe hacer hincapié en el número de partícipes que tenían los FI públicos operativos en los años 2021 – 2025, toda vez que si bien durante los años 2021, 2022, 2023 y 2024 el crecimiento fue más o menos constante (de 3,182 partícipes se pasó a 5,704 partícipes) en el año 2025 se duplicó el número de partícipes que tenían los FI en el 2024 (11,690 partícipes), los cuales sin embargo, al igual como ocurrió en el caso del número de FI, se concentraron principalmente en los FI que administraban 2 sociedades Administradoras: GRUPO CORIL SAF S.A. pasó de tener 2,238 partícipes en el 2024 a tener 7,077 partícipes en el 2025, los cuales representaban el 60.5% del total de partícipes, mientras que CORE CAPITAL SAFI S.A. pasó de tener 1,226 partícipes en el 2024 a tener 1,983 partícipes en el 2025, los cuales representaban el 17% del total de partícipes en dicho año (Ver Cuadro N°2).

CUADRO N° 1: FI públicos operativos en el periodo 2021 - 2025

 CUADRO N° 5.1 - A Número de fondos de inversión públicos operativos por Sociedad Administradora Período: 2021 - 2025										
Sociedad Administradora	2021		2022		2023		2024		2025 ^{1/}	
	Número	%	Número	%	Número	%	Número	%	Número	%
AC CAPITALES SAFI S.A.	2	2.7	1	1.2	1	1.3	1	1.1	1	0.7
ACRES SAFI S.A.	1	1.4	-	-	1	1.3	1	1.1	1	0.7
ANDEAN CROWN SAF S.A.C.	1	1.4	1	1.2	1	1.3	1	1.1	2	1.4
ANKA SAFI S.A.	-	-	-	-	2	2.7	2	2.1	2	1.4
BBVA ASSET MANAGEMENT S.A. SAF	1	1.4	1	1.2	1	1.3	1	1.1	-	-
BD CAPITAL SAF S.A.C.	11	15.1	11	13.6	9	12.0	5	5.3	6	4.3
BLANCO SAF S.A.C.	1	1.4	2	2.5	2	2.7	-	-	-	-
BLUM SAF S.A.	-	-	1	1.2	1	1.3	1	1.1	-	-
BTG PACTUAL PERU S.A SAF	1	1.4	1	1.2	-	-	-	-	-	-
CAPIA SAFI S.A. (ANTES ANDINO SAFI S.A.)	1	1.4	1	1.2	1	1.3	1	1.1	1	0.7
COMPASS GROUP SAFI S.A.	4	5.5	4	4.9	4	5.3	4	4.2	5	3.5
CORE CAPITAL SAFI S.A.	3	4.1	10	12.3	7	9.3	10	10.5	11	7.8
CREDICORP CAPITAL S.A. SAF	1	1.4	1	1.2	2	2.7	4	4.2	5	3.5
DIAPHANUM SAFI S.A.C.	1	1.4	1	1.2	1	1.3	1	1.1	1	0.7
DIVISO FONDOS SAF S.A.	1	1.4	1	1.2	2	2.7	1	1.1	1	0.7
EFIC CAPITAL ASSET MANAGEMENT SAF S.A.C.	1	1.4	-	-	-	-	-	-	-	-
ENFOCA SAFI S.A.	1	1.4	1	1.2	1	1.3	1	1.1	1	0.7
EL DORADO ASSET MANAGEMENT SAF S.A.	-	-	-	-	-	-	1	1.1	1	0.7
FARO CAPITAL SAF S.A.	1	1.4	1	1.2	-	-	1	1.1	1	0.7
FIT CAPITAL SAFI S.A.	2	2.7	1	1.2	1	1.3	1	1.1	2	1.4
FONDOS SURA SAF S.A.C.	4	5.5	4	4.9	3	4.0	4	4.2	4	2.8
GRUPO CORIL SAF S.A.	13	17.8	14	17.3	19	25.3	36	37.9	78	55.3
HMC ASSET MANAGEMENT S.A. SAFI	2	2.7	2	2.5	2	2.7	2	2.1	4	2.8
FLIP SAF S.A.C.	1	1.4	1	1.2	1	1.3	1	1.1	1	0.7
INTERFONDOS S.A. SAF	1	1.4	1	1.2	-	-	-	-	1	0.7
LARRAIN VIDAL S.A. SAFI	2	2.7	4	4.9	4	5.3	5	5.3	5	3.5
LXG ASSET MANAGEMENT S.A. SAF	2	2.7	2	2.5	1	1.3	1	1.1	-	-
MACROCAPITALES SAF S.A.	1	1.4	1	1.2	-	-	1	1.1	1	0.7
MGI SAFI S.A.	2	2.7	2	2.5	2	2.7	2	2.1	2	1.4
POPULAR S.A. SAFI	1	1.4	1	1.2	1	1.3	1	1.1	1	0.7
PRUDENTIALSAF SAF S.A.C.	-	-	-	-	1	1.3	1	1.1	1	0.7
SIGMA SAFI S.A.	3	4.1	3	3.7	2	2.7	2	2.1	1	0.7
SRM SAFI S.A.	2	2.7	2	2.5	-	-	-	-	-	-
W CAPITAL SAFI S.A.	5	6.8	5	6.2	2	2.7	2	2.1	1	0.7
TOTAL FONDOS	73	100	81	100	75	100	95	100	141	100

^{1/} Información no auditada.

Fuente: Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial - SMV

Elaboración: Intendencia General de Investigación e Innovación - SMV.

Fuente: Anuario Estadístico 2025 - SMV

Por otro lado, en lo que respecta al patrimonio que administraban los FI públicos en el periodo 2021-2025, la regla que se seguía con el número de FI y el número de partícipes cambia y centrándonos en el 2025 se evidencia que principalmente 4 Sociedades Administradoras concentran más del 60% del total de patrimonio administrado (Ver Cuadro N°3): GRUPO CORIL SAF S.A. concentra 492.5 millones de dólares administrados (20.8% del total administrado), mientras que BD CAPITAL SAF S.A.C administra 392.6 millones de dólares (16.6% del total administrado), la sigue VINCI COMPASS SAF S.A. con 377 millones de dólares de patrimonio administrado (15.9% del total administrado) y CORE CAPITAL SAFI S.A. administraba 265.9 millones de dólares (11.2% del total administrado).

Gráfico N° 1: Evolución de FI públicos en el periodo 2021 - 2025
Fuente: Anuario Estadístico 2025 - SMV

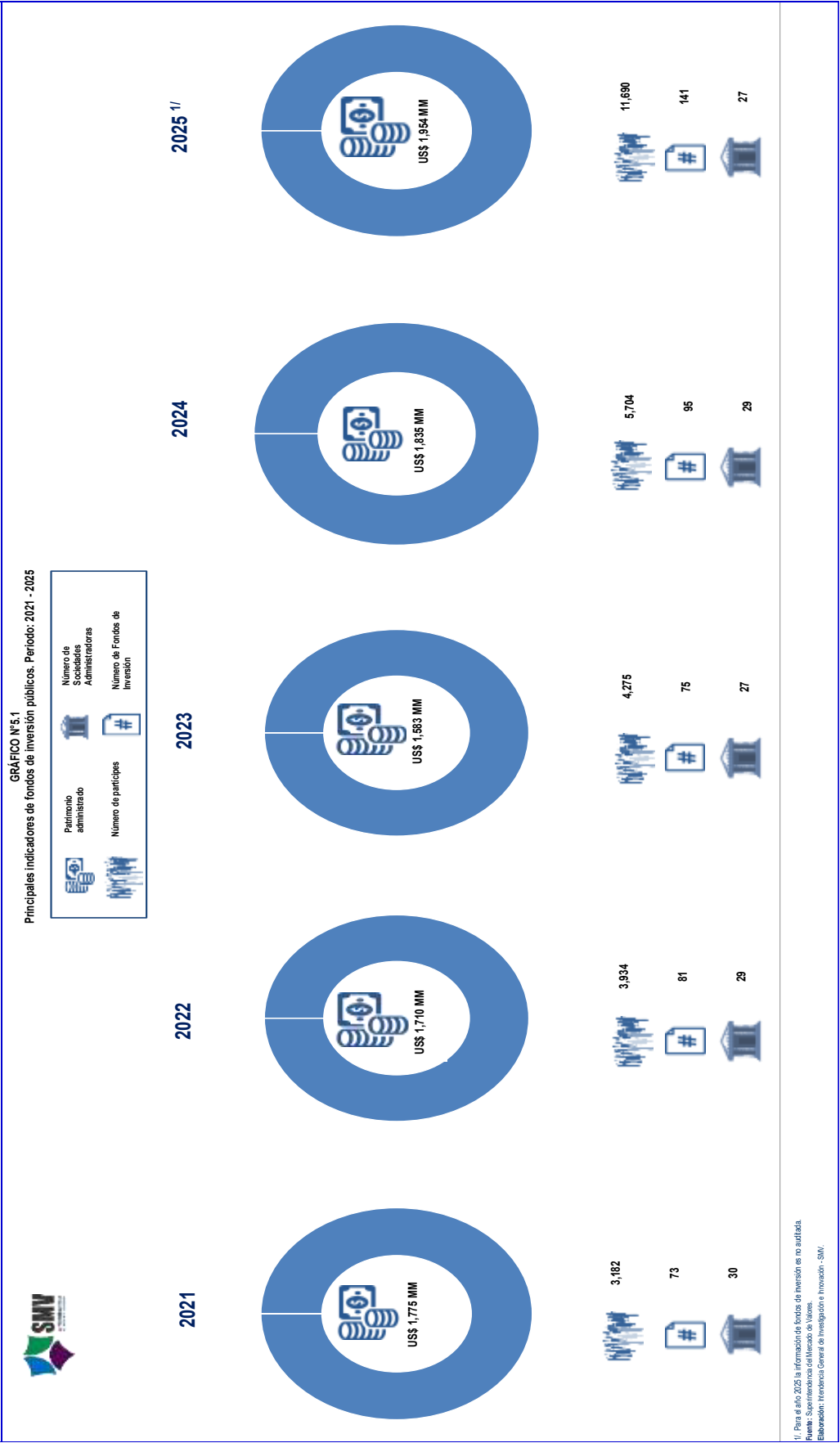
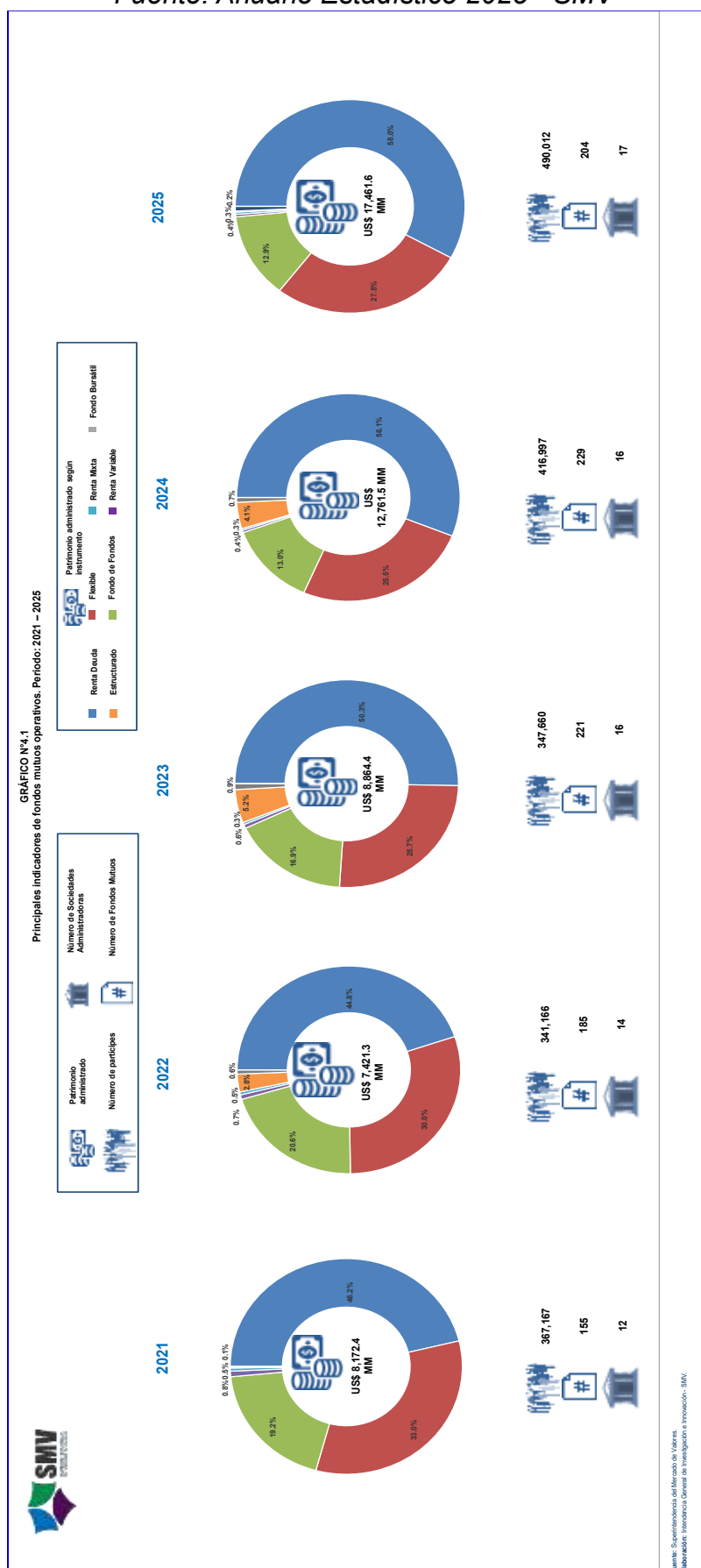


Gráfico N° 2: Evolución de FM públicos en el periodo 2021 – 2025
Fuente: Anuario Estadístico 2025 - SMV



En el caso de los FM, el patrimonio administrado se ha concentrado desde el 2021 en 5 sociedades administradoras (Ver Cuadro N° 4), siendo que CREDICORP CAPITAL S.A. SAF lideraba el sector con una participación mayor al 30% del total del patrimonio administrado durante los 5 años, así pues, en el 2021 administraba 2,493.3 millones de dólares (30.5% del total administrado) y en el 2025 administraba 5,782.3 millones de dólares (33.1% del total administrado); la segunda en el ranking era BBVA ASSET MANAGEMENT S.A. SAF quien al 2025 administraba 3,718.1 millones de dólares (21.3% del total administrado); el tercer lugar lo mantuvo SCOTIA FONDOS SAFM S.A. con 3,225.7 millones de dólares (18.5% del total administrado) administrados en el 2025; el cuarto lugar lo tuvo INTERFONDOS S.A. SAF con 2,765.3 millones de dólares administrados (15.8% del total administrado) en el 2025; y finalmente en el quinto lugar estaba FONDOS SURSA SAF S.A.C. con 1,459 millones de dólares administrados (8.4% del total administrado) en el 2025.

CUADRO N° 2: Partícipes de FI públicos en el periodo 2021 - 2025

 CUADRO N° 5.1 - B Número de partícipes en fondos de inversión públicos operativos por Sociedad Administradora Periodo: 2021 - 2025										
Sociedad Administradora	2021		2022		2023		2024		2025 ^{1/}	
	Partícipes	%	Partícipes	%	Partícipes	%	Partícipes	%	Partícipes	%
AC CAPITALES SAFI S.A.	77	2.4	55	1.4	56	1.3	59	1.0	57	0.5
ACRES SAFI S.A.	15	0.5	-	-	1	0.0	1	0.0	1	0.0
ANDEAN CROWN SAF S.A.C.	2	0.1	1	0.0	3	0.1	4	0.1	32	0.3
ANKA SAFI S.A.	-	-	-	-	93	2.2	149	2.6	324	2.8
BBVA ASSET MANAGEMENT S.A. SAF	1	0.0	1	0.0	1	0.0	1	0.0	-	-
BD CAPITAL SAF S.A.C.	239	7.5	176	4.5	127	3.0	86	1.5	81	0.7
BLANCO SAF S.A.C.	373	11.7	571	14.5	464	10.9	-	-	-	-
BLUM SAF S.A.	-	-	2	0.1	2	0.0	2	0.0	-	-
BTG PACTUAL PERU S.A SAF	1	0.0	1	0.0	-	-	-	-	-	-
CAPIA SAFI S.A. (ANTES ANDINO SAFI S.A.)	2	0.1	7	0.2	7	0.2	7	0.1	7	0.1
VINCI COMPASS SAF S.A.	26	0.8	31	0.8	39	0.9	43	0.8	53	0.5
CORE CAPITAL SAFI S.A.	261	8.2	508	12.9	709	16.6	1,226	21.5	1,983	17.0
CREDICORP CAPITAL S.A. SAF	9	0.3	12	0.3	17	0.4	33	0.6	40	0.3
DIAPHANUM SAFI S.A.C.	1	0.0	1	0.0	1	0.0	1	0.0	1	0.0
DIVISO FONDOS SAF S.A.	1	0.0	2	0.1	37	0.9	34	0.6	31	0.3
EFIC CAPITAL ASSET MANAGEMENT SAF S.A.C.	43	1.4	-	-	-	-	-	-	-	-
ENFOCA SAFI S.A.	2	0.1	2	0.1	2	0.0	2	0.0	2	0.0
EL DORADO ASSET MANAGEMENT SAF S.A.	-	-	-	-	-	-	1	0.0	1	0.0
FARO CAPITAL SAF S.A.	8	0.3	8	0.2	-	-	40	0.7	40	0.3
FIT CAPITAL SAFI S.A.	24	0.8	1	0.0	1	0.0	1	0.0	83	0.7
FONDOS SURSA SAF S.A.C.	1,376	43.2	1,424	36.2	1,242	29.1	1,259	22.1	1,261	10.8
GRUPO CORIL SAF S.A.	506	15.9	638	16.2	971	22.7	2,238	39.2	7,077	60.5
HMC ASSET MANAGEMENT S.A. SAFI	18	0.6	22	0.6	24	0.6	23	0.4	40	0.3
FLIP SAF S.A.C.	2	0.1	2	0.1	2	0.0	2	0.0	2	0.0
INTERFONDOS S.A. SAF	4	0.1	4	0.1	-	-	-	-	1	0.0
LARRAIN VIDAL S.A. SAFI	13	0.4	28	0.7	32	0.7	43	0.8	44	0.4
LXG ASSET MANAGEMENT S.A. SAF	8	0.3	8	0.2	7	0.2	7	0.1	-	-
MACROCAPITALES SAF S.A.	6	0.2	6	0.2	-	-	9	0.2	10	0.1
MGI SAFI S.A.	16	0.5	279	7.1	312	7.3	302	5.3	402	3.4
POPULAR S.A. SAFI	67	2.1	67	1.7	74	1.7	80	1.4	81	0.7
PRUDENTIALSAF SAF S.A.C.	-	-	-	-	1	0.0	1	0.0	1	0.0
SIGMA SAFI S.A.	20	0.6	16	0.4	14	0.3	14	0.2	14	0.1
SRM SAFI S.A.	9	0.3	9	0.2	-	-	-	-	-	-
W CAPITAL SAFI S.A.	52	1.6	52	1.3	36	0.8	36	0.6	21	0.2
TOTAL FONDOS	3,182	100	3,934	100	4,275	100	5,704	100	11,690	100

1/. Información no auditada.

Fuente: Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial - SMV

Elaboración: Intendencia General de Investigación e Innovación - SMV

Fuente: Anuario Estadístico 2025 - SMV

CUADRO N° 3: Patrimonio de los FI públicos en el periodo 2021 - 2025

 CUADRO N° 5.1 - C Patrimonio administrado en fondos de inversión públicos operativos por Sociedad Administradora Período: 2021 - 2025 (en millones de dólares)										
Sociedad Administradora	2021		2022		2023		2024		2025 ^{1/}	
	Patrimonio	%	Patrimonio	%	Patrimonio	%	Patrimonio	%	Patrimonio	%
AC CAPITALES SAFI S.A.	24.3	1.4	21.8	1.3	21.2	1.3	19.4	1.1	10.6	0.4
ACRES SAFI S.A.	0.7	0.0	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ANDEAN CROWN SAF S.A.C.	1.1	0.1	1.2	0.1	1.3	0.1	1.4	0.1	1.8	0.1
ANKA SAFI S.A.	-	-	-	-	1.3	0.1	2.1	0.1	4.1	0.2
BBVA ASSET MANAGEMENT S.A. SAF	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	-	-
BD CAPITAL SAF S.A.C.	723.2	40.7	529.3	30.9	356.3	22.5	386.9	21.1	392.6	16.6
BLANCO SAF S.A.C.	24.3	1.4	51.9	3.0	47.9	3.0	-	-	-	-
BLUM SAF S.A.	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-
BTG PACTUAL PERU S.A SAF	0.0	0.0	0.0	0.0	-	-	-	-	-	-
CAPIA SAFI S.A.	0.0	0.0	1.3	0.1	9.1	0.6	12.1	0.7	17.3	0.7
VINCI COMPASS SAF S.A.	193.8	10.9	247.9	14.5	282.7	17.9	295.7	16.1	377.0	15.9
CORE CAPITAL SAFI S.A.	32.2	1.8	48.3	2.8	87.1	5.5	167.3	9.1	265.9	11.2
CREDICORP CAPITAL S.A. SAF	14.8	0.8	37.8	2.2	100.5	6.3	175.4	9.6	237.4	10.0
DIAPHANUM SAFI S.A.C.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
DIVISO FONDOS SAF S.A.	1.1	0.1	1.7	0.1	3.8	0.2	1.9	0.1	1.9	0.1
EFIC CAPITAL ASSET MANAGEMENT SAF S.A.C.	10.2	0.6	-	-	-	-	-	-	-	-
ENFOCA SAFI S.A.	0.5	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.2	0.0
EL DORADO ASSET MANAGEMENT SAF S.A.	-	-	-	-	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0
FARO CAPITAL SAF S.A.	64.9	3.7	50.1	2.9	-	-	4.6	0.3	7.0	0.3
FIT CAPITAL SAFI S.A.	1.7	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.1	0.3
FONDOS SURA SAF S.A.C.	201.2	11.3	181.1	10.6	162.1	10.2	176.4	9.6	167.5	7.1
GRUPO CORIL SAF S.A.	107.5	6.1	127.7	7.5	149.1	9.4	240.2	13.1	492.5	20.8
HMC ASSET MANAGEMENT S.A. SAFI	6.5	0.4	26.6	1.6	89.4	5.6	92.8	5.1	119.4	5.0
FLIP SAF S.A.C.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
INTERFONDOS S.A. SAF	4.5	0.3	4.8	0.3	-	-	-	-	12.4	0.5
LARRAIN VIDAL S.A. SAFI	67.8	3.8	103.5	6.1	115.6	7.3	110.5	6.0	130.3	5.5
LXG ASSET MANAGEMENT S.A. SAF	2.8	0.2	2.6	0.2	1.8	0.1	0.9	0.1	-	-
MACROCAPITALES SAF S.A.	34.5	1.9	35.2	2.1	-	-	15.4	0.8	33.9	1.4
MGI SAFI S.A.	0.2	0.0	7.3	0.4	6.0	0.4	4.8	0.3	4.8	0.2
POPULAR S.A. SAFI	13.5	0.8	14.0	0.8	15.7	1.0	17.0	0.9	19.0	0.8
PRUDENTIALSAF SAF S.A.C.	-	-	-	-	0	0.0	0	0.0	0	0.0
SIGMA SAFI S.A.	192.3	10.8	174.0	10.2	120.4	7.6	102.2	5.6	64.4	2.7
SRM SAFI S.A.	0.1	0.0	0.1	0.0	-	-	-	0.0	-	-
W CAPITAL SAFI S.A.	50.7	2.9	41.8	2.4	11.7	0.7	7.2	0.4	1.1	0.0
TOTAL FONDOS	1,775	100	1,710	100	1,583	100	1,835	100	2,367	100

1/. Información no auditada.
Fuente: Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial - SMV.
Elaboración: Intendencia General de Investigación e Innovación - SMV.

Fuente: Anuario Estadístico 2025 – SMV

CUADRO N° 4: Patrimonio de los FM en el periodo 2021 - 2025

 CUADRO N° 4.1 - C Patrimonio neto en fondos operativos por Sociedad Administradora Período: 2021 - 2025 (En millones de dólares)										
Sociedad Administradora	2021		2022		2023		2024		2025	
	Patrimonio	%	Patrimonio	%	Patrimonio	%	Patrimonio	%	Patrimonio	%
ANDEAN CROWN SAF S.A.C.	-	-	-	-	-	-	0.8	0.0	0.6	0.0
CREDICORP CAPITAL S.A. SAF	2,493.3	30.5	2,264.4	30.5	2,834.3	32.0	4,118.2	32.3	5,782.3	33.1
BBVA ASSET MANAGEMENT S.A. SAF	1,745.9	21.4	1,455.5	19.6	1,659.2	18.7	2,593.0	20.3	3,718.1	21.3
SCOTIA FONDOS SAFM S.A.	1,739.6	21.3	1,388.3	18.7	1,621.0	18.3	2,390.1	18.7	3,225.7	18.5
INTERFONDOS S.A. SAF	1,080.5	13.2	1,171.6	15.8	1,438.5	16.2	2,101.0	16.5	2,765.3	15.8
FONDOS SURA SAF S.A.C.	995.9	12.2	973.7	13.1	1,084.1	12.2	1,270.2	10.0	1,459.0	8.4
FARO CAPITAL SAF S.A.	60.2	0.7	49.0	0.7	54.9	0.6	45.9	0.4	44.9	0.3
EL DORADO ASSET MANAGEMENT SAF S.A.	25.4	0.3	74.3	1.0	108.2	1.2	123.5	1.0	149.3	0.9
FLIP SAF S.A.C. (ANTES INDEPENDIENTE SAF S.A.C.)	11.8	0.1	17.4	0.2	17.9	0.2	42.6	0.3	88.3	0.5
DIVISO FONDOS SAF S.A.	9.8	0.1	4.0	0.1	3.8	0.0	1.3	0.0	0.1	0.0
BD CAPITAL SAF S.A.C.	7	0	5.5	0.1	5.8	0.1	6.0	0.0	4.7	0.0
PROMOINVEST SAF S.A.A.	1.9	0.0	1.5	0.0	1.3	0.0	1.1	0.0	1.7	0.0
BTG PACTUAL PERU S.A. SAF	1	0.0	0.9	0.0	1.4	0.0	0.9	0.0	52.2	0.3
BLUM SAF S.A.	-	-	14.1	0.2	30.6	0.3	37.3	0.3	80.9	0.5
GRUPO CORIL SAF S.A.	-	-	1.2	0.0	1.4	0.0	1.5	0.0	1.8	0.0
BLANCO SAF S.A.C.	-	-	-	-	1.1	0.0	-	-	-	-
PRUDENTIAL SAF S.A.C.	-	-	-	-	1.0	0.0	28.2	0.2	80.1	0.5
VINCI COMPASS SAF S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	6.6	0.0
TOTAL PATRIMONIO	8,172.4	100.0	7,421.3	100.0	8,864.4	100.0	12,761.5	100.0	17,461.6	100.0

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores – SMV.
Elaboración: Intendencia General de Investigación e Innovación.

Fuente: Anuario Estadístico 2025 - SMV

1.2. DEFINICIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN

En doctrina se encuentran muchas definiciones de lo que es un FI, así, por ejemplo, Gitman y Joehnk señalan que un FI “(...) es el *producto financiero que vende al público una empresa de inversión*” (2009, p. 487), así pues el FI se constituye como un instrumento que es comercializado por una empresa que creó y administra una cartera de títulos que es vendida a inversionistas otorgándoles el derecho de propiedad (acciones) sobre dicha cartera.

Asimismo, en otros países como en España se define a los FI en similares términos, así se puede citar a la definición dada por García-Vaquero (1992, p.11), quien describe a los FI destacando las principales características que estos tienen: (i) son patrimonios colectivos amplios sin personalidad jurídica, que emiten participaciones distribuidas entre muchos inversores, llamados partícipes; (ii) son administrados por una sociedad gestora, entidad especializada en ello, y de acuerdo con lo establecido en el reglamento del FI; (iii) principalmente invierten en activos financieros custodiados en entidades depositarias; y (iv) busca otorgar a sus partícipes una mayor rentabilidad a través de una adecuada diversificación de cartera.

Por su parte, en la doctrina chilena se tiene a Leiva Villegas (2021, p. 80), quien citando a GORICHÓN, E., señala que los FI son la unión de capitales diversos aportados tanto por personas naturales como por personas jurídicas, quienes delegan la administración de dichos recursos a una entidad especializada (la sociedad administradora) con el fin de lograr a cambio una rentabilidad mayor a la que podrían obtener por sí mismos de forma individual.

En la doctrina peruana también se encuentran diversas definiciones de lo que es un FI, las cuales principalmente toman como punto de partida a la definición que se establece en la Ley de FI, así, por ejemplo, se destaca que es un patrimonio autónomo de capital cerrado constituido por recursos aportados por varias personas con el fin de que sean invertidos en uno o más activos financieros o no financieros y a cambio de lo cual se otorga a los aportantes cuotas representadas en certificados de participación (Comisión de Investigación del Equipo de Derecho Mercantil, 2016).

Otros autores, como Rocca Carbajal definen a los FI destacando que los aportes voluntarios realizados por los partícipes y que son gestionados por una SAFI pueden ser invertidos en valores mobiliarios y otros bienes distintos a aquellos en los que pueden invertir los FM (Rocca Carbajal, 2017, pág. 28).

Además de dichas definiciones también se tienen definiciones más recientes en términos más simples como la dada por González, para quien los FI “*representan la oferta de capital por inversionistas para realizar transacciones mediante instrumentos con la expectativa de generar un rendimiento futuro*” (Inmenso Gonzáles, 2021, pág. 4), o la contemplada en la Exposición de Motivos del Decreto Legislativo No. 1046, en el que se indica que los FI son un “tipo de institución de inversión colectiva que tiene por ventaja facilitar el acceso al mercado de valores a pequeños inversionistas” (p. 2), constituyéndose así como una alternativa a los vehículos de ahorro tradicionales (como el bancario) y un instrumentos que beneficiará el desarrollo del mercado de capitales.

Por otro lado, Ruiz Ortiz, define a los FI en términos más complejos recogiendo características propias de estos patrimonios autónomos contrastándola con la estructura y composición de las sociedades anónimas:

(...), se trata de un patrimonio que goza de autonomía y administración propia, que se compone o constituye en función de los aportes realizados por las personas naturales o jurídicas (Partícipes) que deciden invertir en el mismo, las cuales reciben y/o recibirán a cambio una participación o cuota de participación en dicho Fondo, en función de la inversión y/o aporte realizado en el mismo (Ruiz Ortiz, 2021).

Considerando las definiciones previas se puede conceptualizar a los FI como una alternativa de inversión que se constituye como un patrimonio autónomo sin personalidad jurídica que capta recursos de un grupo de personas (naturales o jurídicas) a cambio de los cuales emite cuotas de participación que son asignadas a estos en función de sus aportes. Dichos recursos son invertidos por la Sociedad Administradora, previa aprobación del Comité de Inversiones, en instrumentos que generen rentabilidad con cargo a la cual los partícipes recibirán un rendimiento.

1.3. CLASIFICACIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN EN EL PERÚ

Las colocaciones de valores mobiliarios en el mercado de valores se realizan a través de ofertas públicas o de ofertas privadas, la principal diferencia entre estos tipos de oferta es que el régimen legal aplicable a ambas es distinto dependiendo de por cual se opte, ya que a mayor regulación se asumen mayores restricciones en pro de una mayor protección para los inversionistas, mientras que una menor regulación supone una menor protección y un mayor conocimiento de parte de los inversionistas. Así, por ejemplo, Torres, N. (2009, p. 43) señaló hace algunos años que las ofertas privadas de valores en el mercado local e internacional era uno de los nuevos paradigmas pendientes de regulación por cuanto los mayores inversores del mercado de valores eran los inversionistas institucionales, quienes invertían a través de dichas ofertas y no de ofertas públicas.

Así pues, los FI, tal como ocurre con otros emisores del mercado de valores, pueden colocar las cuotas de participación que emiten a través de ofertas públicas o de ofertas privadas. Así, los fondos de inversión colocados a través de ofertas públicas (los “FI públicos”) tienen mayor regulación mientras que los FI colocados mediante ofertas privadas (los “FI privados”) dejan más libertad a los estructuradores de los FI.

Teniendo en cuenta ello, a continuación, se trata los aspectos principales a considerar para identificar cuando se tiene un FI privado y cuando un FI público, diferencia que es importante debido a que si un FI privado se encuentra funcionando como un FI público debe convertirse a este último para seguir operando en el mercado y sujetarse a la estricta supervisión de la SMV.

1.3.1. Fondos de Inversión de oferta pública

Los FI públicos están sujetos a una serie de requerimientos desde su constitución hasta su liquidación y extinción. De esta forma, Gutiérrez Molina

(2011), señala que los FI públicos deben estar registrados en el Registro Público del Mercado de Valores (“RPMV”) de la SMV y cumplir cabalmente las normas que regulan las ofertas públicas, tales como el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores aprobado mediante Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10, la Ley de FI y del Reglamento de Fondos de Inversión; mientras que los FI privados únicamente deberán cumplir con algunas pocas disposiciones de las normas mencionadas y, dependiendo del tipo de inversionista, con las normas que regulan las inversiones de los inversionistas que adquieren las cuotas de participación del FI (p. 16).

Por su parte, en la Exposición de Motivos del Decreto Legislativo 1046 se ratifica el rol de la SMV destacando sus alcances de supervisión en los FI públicos:

Dentro de sus labores de supervisión y control, le corresponde a CONASEV supervisar a los fondos de inversión cuyas cuotas son colocadas por oferta pública y a sus Sociedades Administradoras en su interrelación con el mercado de valores. En efecto, de conformidad con el artículo 19 de la Ley de Fondos de Inversión para que una sociedad administradora realice una oferta pública de cuotas debe, ente otros requisitos, inscribir dichos valores en el Registro.

Al respecto, es preciso señalar que la supervisión de la SMV siempre ha estado ligada a la necesidad de tutela de las personas que participan en el mercado de valores y el interés público que debe ser protegido, es por ello que un requisito es la inscripción de los valores en el RPMV, ello con el fin de que pueda tener un control sobre dichos valores y a su vez exigir la revelación de información a los inversionistas, la cual será relevante para que este adopte su decisión de inversión.

De esta forma, se puede definir a los FI públicos como aquellos que se encuentran registrados en el RPMV y que son objeto de supervisión por parte de la SMV por cuanto colocan sus cuotas de participación al público en general a cambio de que estos le proporcionen recursos que serán invertidos en los valores y/u operaciones reguladas en la política de inversiones contemplada en el Reglamento de Participación del FI.

1.3.2. Fondos de Inversión de oferta privada

Un mercado alternativo para la colocación de cuotas de participación con menor regulación es el de las colocaciones de certificados a través de oferta privada de valores, así Zapata et al. (2016) señala que los FI privados, sus sociedades gestoras y las personas relacionadas al FI, no forman parte del espectro de supervisión de la SMV, sino que únicamente deben cumplir con lo dispuesto en la Ley de FI y su Reglamento.

Por su parte, Torres, N. (2009), abordando la regulación de ofertas privadas de forma general, precisa que aún cuando se realice una oferta privada siempre se deben respetar *“los principios de transparencia, integridad y protección al inversionista que regulan la conducta en el mercado de valores”* (p. 50). Así pues, la oferta privada solo implica que no se debe registrar los valores en la

SMV y no se remitirá información al regulador o al mercado producto de dicho registro.

Si hablamos de fondos privados es preciso mencionar que en el Proyecto de Ley 1659/2016-PE se estableció que una de las finalidades era delimitar que la denominación de SAFI es propia de las sociedades que fueron autorizadas por la SMV para organizarse y funcionar como tales, ello para diferenciarlas de las sociedades gestoras, “(...) *las que, por dedicarse exclusivamente a administrar fondos de inversión cuyos certificados no son colocados mediante oferta pública, sino mediante oferta privada, no se encuentran bajo la competencia de la SMV*” (Guevara Villavicencio, 2024, p. 50). Así pues, en el mercado de valores peruano coexisten los FI privados gestionados por Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) que son supervisadas por la SMV, así como aquellos que son gestionados por sociedades gestoras en los que la SMV no ejerce supervisión sobre las ofertas que estas realicen ni sobre la información que brindan a sus potenciales inversionistas, ni sobre los servicios que estas prestan siendo ello exclusivamente responsabilidad de la sociedad gestora.

Con relación a este punto, también debemos señalar que en la realidad los estructuradores y administradores de FI privados suelen tomar como parámetro de su actuación a la normativa establecida para los FI públicos, lo cual es evidenciado, por ejemplo, cuando en el Reglamento de Participación de los FI privados se establece que es de aplicación supletoria lo establecido en la Ley de FI y su Reglamento.

Dicho ello, podemos señalar que los FI privados son aquellos que colocan sus cuotas de participación a un grupo reducido de inversionistas que tienen conocimiento del mercado de valores en general y de los riesgos que implica su inversión en dichas cuotas a cambio de que estos le proporcionen recursos que serán invertidos en los valores y/u operaciones reguladas principalmente en el Reglamento de Participación del FI, el cual rige de forma principal su funcionamiento por cuanto la SMV no ejerce supervisión sobre dicho funcionamiento limitando sus facultades a validar que no exista una oferta pública encubierta.

1.3.3. Fondos de Inversión de capital variable

Ulises Montoya Manfredi en el tomo II de su libro de “Derecho Comercial” dedicado al estudio de los títulos valores y el mercado de valores realiza una diferenciación entre FI de capital variable y FI de capital fijo o cerrado, la misma que es relevante señalar en la presente investigación debido a que permitirá establecer que no obstante la normativa peruana solo regule a los FI de capital fijo o cerrado doctrinariamente también existen otros tipos de FI cuyo capital puede “variar” tal como su mismo nombre lo indica.

Así, Montoya Manfredi (2004) señala que los FI de capital variable se caracterizan principalmente porque (i) el partícipe puede solicitar el rescate de su participación en cualquier momento considerando para ello el valor de la alícuota de su inversión en función al patrimonio vigente del FI al momento en

el que el partícipe solicitó dicho rescate; y (ii) el patrimonio del FI puede incrementarse por la realización de nuevos aportes (p. 617).

1.3.4. Fondos de Inversión de capital fijo o cerrado

Por su parte, con relación a este tipo de FI Montoya Manfredi (2004) establece la diferenciación con los FI de capital variable por oposición a las principales características señaladas para estos últimos, así señala que en los FI de capital fijo o cerrado (i) las cuotas de participación no pueden ser rescatadas; (ii) el patrimonio del FI no puede incrementarse por la realización de nuevos aportes; y, adicionalmente, (iii) el número de partícipes del FI es fijo (p. 617).

Si bien es cierto que nuestra legislación regula este tipo de FI, que por definición son de capital cerrado, no se debe olvidar que se permite que el patrimonio del FI se incremente a través de la aprobación de aumentos de capital que acuerde la Asamblea General de Partícipes o, por delegación de este órgano, el Comité de Inversiones y como consecuencia de dichos aumentos de capital el número de cuotas varía, lo cual también conlleva a que el número de partícipes del FI varíe en el tiempo.

1.4. ÓRGANOS DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Al igual que en las sociedades existen las Juntas Generales de Accionistas (JGA), el Directorio y la Gerencia, en los FI también existen órganos internos colegiados que regulan su funcionamiento pues al ser un patrimonio autónomo no existe por cuenta propia, sino que requiere de la gestión de otros para su funcionamiento. De esta forma, en los FI públicos se tienen a los siguientes órganos:

- Asamblea de Partícipes.
- Comité de Inversiones.
- Comité de Vigilancia.

Tales órganos requieren especial atención para entender cómo opera un FI, es por ello que su composición, sus funciones y sus responsabilidades serán abordadas a continuación de forma separada.

1.4.1. Asamblea de Partícipes

Un FI se encuentra dividido en cuotas de participación, las cuales a decir de Rocca Carbajal *“representan partes alícuotas del patrimonio del fondo de inversión, todas tienen el mismo valor nominal”* (Rocca Carbajal, 2017, p. 36), razón por la cual su tenencia confiere a sus titulares derechos económicos y políticos, los mismos que les permiten a los Partícipes participar en las decisiones que involucren sus intereses.

Siendo ello así, al igual que ocurre con la JGA, la cual es *“un órgano con múltiples funciones que la ley o los estatutos sociales le atribuyen y que en términos generales consisten en la expresión de la voluntad social a efectos de autorizar las operaciones de mayor envergadura e importancia”* (Arrús, 2015, p. 333), la Asamblea de Partícipes agrupa a los partícipes tenedores de las cuotas de participación en un órgano de representación para efectos de

adoptar ciertas decisiones relacionadas al funcionamiento del FI. Así pues, la Asamblea de Partícipes es “*el órgano máximo de gobierno de un fondo de inversión*” (Osorio Figueredo, 2021, p. 110).

A) Derecho a participar y representación

Pueden formar parte de la Asamblea de Partícipes todas las personas y entidades (tales como sociedades o asociaciones) que hubiesen suscrito y pagado cuotas de participación emitidas por el FI y que aparezcan registrados en el registro de partícipes que lleva la SAFI hasta los dos (2) días anteriores a la celebración de la Asamblea. De lo antes señalado se infiere que i) las cuotas de un partícipe son computadas para establecer el quórum y las mayorías solo en la proporción en la que hayan sido suscritas y pagadas completamente; ii) si un partícipe es registrado en el registro de partícipes un día antes de la celebración de la Asamblea o incluso en el mismo día de forma previa al inicio de dicha Asamblea no tiene el derecho a participar en la misma, por lo que en caso lo hiciera su participación no contará para establecer el quórum ni la mayoría requerida.

Sin embargo, los Partícipes no son los únicos que pueden participar en las Asambleas, sino que también pueden hacerlo los representantes de la SAFI, los miembros de los comités que tuviese el FI o terceros cuya participación fuese necesaria para adoptar algún acuerdo.

Para efectos de regular la representación del Partícipe en la Asamblea la normativa ha tomado de base nuevamente lo establecido para las sociedades, por lo que el Partícipe tiene el derecho de designar a una persona para que lo represente “(…), *la cual tan solo debe cumplir con los requisitos que señala el Código Civil para ser representante*” (Arrús, 2015, p. 363). Con relación a la formalidad también se sigue la línea de lo establecido por la LGS, en la que se requiere de poder especial por escrito para participar en cada Asamblea mientras que si el poder consta por escritura pública puede ser utilizado, en principio, para todas las Asambleas que se celebren durante la vigencia del FI.

Sin perjuicio de las similitudes que ambas normativas establecen con relación a la representación del socio/Partícipe, es importante destacar que a diferencia de lo que suele ocurrir en los FI, en los que se deja claro que el representante puede ser partícipe o no del Fondo, la libertad de representación del accionista puede verse limitada puesto que, tal como lo señala Montoya Alberti (2015), “*el estatuto puede limitar la facultad de representación, reservándola a favor de otro accionista, o de un director o gerente*” (p. 62), lo cual se encuentra principalmente justificado en la necesidad de mantener la reserva societaria sobre los temas que serán tratados en la sesión.

En la misma línea de lo mencionado por Montoya Alberti, Arrús haciendo referencia a la LGS destaca que la norma que regula la representación no es absoluta sino que puede ser limitada por la regulación interna de la sociedad a través de su estatuto por cuanto en la JGA “*se tratan temas*

confidenciales y que, si son conocidos por terceros, pueden darse consecuencias perjudiciales para la sociedad” (2015, p. 363).

Habiendo dicho ello es preciso señalar que la única limitación establecida específicamente por la normativa de los FI sobre el representante es que no debe ser una Persona Relacionada (término definido previamente) que esté impedida de votar en la Asamblea.

Finalmente, con relación a la revocación de la representación también se sigue la misma lógica establecida para las sociedades, por lo que si el Partícipe asiste a la Asamblea no surte efectos el poder especial del representante o se suspende para dicha Asamblea el poder otorgado por escritura pública, ello siempre que el poder no fuese irrevocable, no hubiese algún pacto expreso que limite ello o alguna ley no lo permita en determinados casos.

B) Clasificación de las Asambleas

Las Asambleas de Partícipes pueden clasificarse en generales y especiales, para lo cual se tendrá en cuenta su composición tal como ocurre con las JGA y las Juntas Especiales de Accionistas (JEA), por lo que en adelante se toman como referencia los conceptos societarios para definir conceptos relativos a las Asambleas de Partícipes de los FI.

Así, Montoya Alberti señala que la JGA es *“aquella que congrega a todos los accionistas, cualquiera sea la condición de accionista o clase de accionista”* (2015, pp. 53-54), es decir, tienen derecho a concurrir a tales juntas los accionistas comunes y los accionistas con derechos especiales; mientras que a las JEA las define como *“las que se reúnen los titulares de acciones de la misma especie, para discutir sobre sus derechos especiales”* (2015, p. 55).

Por su parte, Moreira Jiménez (2014) haciendo referencia a la JEA, señala que en esta se congregan los accionistas de una misma clase o de una parte de esta que sean afectados por alguna modificación del estatuto o por un acuerdo que lesione sus derechos (p. 23). Así pues, en estas JEA se reúnen los accionistas para decidir sobre asuntos que afecten directa o indirectamente sus derechos.

Teniendo en cuenta las definiciones previas, podemos señalar que las Asambleas Generales de Partícipes son aquellas en las que se convoca a los Partícipes de todas las clases de cuotas de participación del FI, mientras que las Asambleas Especiales de Partícipes están constituidas por los titulares de cuotas de participación de una misma clase, los cuales se reúnen para abordar asuntos que son de su interés, tales como la eliminación de la clase de cuotas. Los asuntos que deben tratar cada una de estas asambleas se encuentran reguladas en el Reglamento de Participación del FI y en la normativa aplicable, asimismo lo usual es que a ambos tipos de asambleas le sean aplicables las mismas disposiciones para efectos de la convocatoria, el cómputo del quórum y la adopción de los acuerdos.

Adicionalmente, tal como lo señala Montoya Alberti, también tenemos regulado y funcionan en la práctica las Juntas Universales de Accionistas (JUA), las cuales celebran los accionistas “(...) *sin necesidad de que sean convocados previamente, siempre que se encuentren presentes todos los titulares de las acciones*” (2015, p. 57).

En esa misma línea, Moreira Jiménez (2014) destaca que una JUA es la reunión de todos los socios pero además señala que estos deben acordar por unanimidad llevar a cabo la sesión y tratar ciertos asuntos (p. 23). Así pues, en los FI también se tienen Asambleas Universales de Partícipes, las cuales se rigen bajo las mismas condiciones que las JUA.

Asimismo, en la LGS se regula a la Junta Obligatoria Anual (JOA), la misma que debe realizarse dentro de los tres primeros meses del año, a la cual en doctrina se le denomina como Junta Ordinaria de Accionistas para distinguirla de la Junta Extraordinaria, diferenciación que, a decir de Arrús es algo común en diversas regulaciones y está referida a “(...) *la obligatoriedad de que exista una junta, que debe reunirse, cuando menos, una vez al año*” (2015, p. 335), sin embargo, además de ello otro elemento usado para diferenciarlas son los asuntos sobre los cuales se pronuncian dichas juntas, así por ejemplo, la junta ordinaria aborda la aprobación de los estados financieros del ejercicio anterior mientras que extraordinaria, entre otros, trata los aumentos o reducciones de capital.

Lo señalado en el párrafo previo también es ratificado por el Tribunal Registral en la Resolución No. 1611-2021-SUNARP-TR, en la cual ha señalado que el elemento determinante para que una junta sea considerada una JOA son los asuntos tratados en la misma, razón por la que se debe realizar la convocatoria con la antelación prevista para este tipo de juntas, por lo que no será tan relevante la fecha en la que se celebre ni la denominación que se le hubiera dado.

De la misma forma, en los FI existen Asambleas Generales, las cuales a su vez pueden subclasificarse en ordinarias y extraordinarias, siendo que la primera de estas, a diferencia de lo que ocurre con la JOA, debe realizarse dentro de los primeros cuatro (4) meses del año, siendo que además deberá celebrarse para tratar los siguientes temas:

- Aprobación de los Estados Financieros.
- Aprobación de la Memoria Anual.
- Aprobación del informe anual de gestión del Comité de Vigilancia.
- Elegir y remover a los miembros del Comité de Vigilancia y fijar su retribución, cuando sea el caso.

No obstante ello, si bien los antes indicados son los asuntos que usualmente deben tratarse en la asamblea general ordinaria, nada obsta que se traten otros asuntos que se hubieran considerado en la convocatoria de dicha Asamblea, por lo que inclusive pueden abordarse aquellos que sean de competencia de la asamblea extraordinaria, lo cual, tal como lo señala Abramovich Ackerman, ratificando la opinión Garrigues y Uría, no hará que estemos ante una asamblea extraordinaria sino que esta

mantendrá su categoría de ordinaria “(...) *aún en el supuesto de tratarse en ella asuntos que, en principio, competen a la junta general extraordinaria*” (1997, p. 55).

Las asambleas extraordinarias por su parte son aquellas que se realizan cuando sea necesario tratar algún asunto que sea de relevancia para el FI, tales como aprobar modificaciones al Reglamento de Participación del FI, designar a los auditores externos cuando no se hubiese realizado en la Asamblea Ordinaria o no se hubiese delegado dicha facultad en algún otro órgano del Fondo como el Comité de Vigilancia, aprobar los aumentos o reducciones de capital, etc.

No obstante, es preciso señalar que si bien la mayoría de los autores destaca la división entre las asambleas o juntas debido a los asuntos que son de su competencia algunos otros autores, como Moreira Jiménez, distinguen a ambos tipos de juntas en base a la periodicidad de sus sesiones:

Las juntas ordinarias son las que se tienen que celebrar cada año y las extraordinarias son las que no tengan ese carácter periódico anual. La diferencia que existe entre una junta y las otras, es decir, entre la ordinaria y las extraordinarias no es por ello sustancial, sino solo por su periodicidad (p. 22).

Por su parte, las asambleas especiales de partícipes únicamente pueden ser extraordinarias, toda vez que su celebración depende del momento en el que se requiera adoptar una decisión sobre algún asunto, el mismo que no necesariamente requerirá de un tratamiento periódico.

C) Modalidad o medio para llevar a cabo las Asambleas

Además de los tipos de asambleas que se pueden tener en los FI es importante considerar que estas deben celebrarse con las formalidades requeridas por la ley, pues de no ser así los acuerdos que se adopten no serán válidos, así una de las formalidades que se debe considerar es la modalidad o medio mediante la cual se llevan a cabo.

Al respecto, por muchos años la celebración de juntas de accionistas, asambleas, comités y otros órganos de diversas entidades se han realizado de forma presencial; sin embargo, con el avance de la globalización y las limitaciones de movilidad que hubo en los últimos años producto de la pandemia de la covid-19, la virtualidad se convirtió en una necesidad, es por ello que, en los años 2020 y 2021, fueron dictadas una serie de disposiciones para regular esta nueva modalidad de reunión. Así, por ejemplo, Caballero Arroyo (2023) señala que por la prohibición de reuniones que congreguen físicamente a personas el 27 de agosto de 2020 se publicó el Decreto de Urgencia 100-2020 con el fin de autorizar que se realicen convocatorias y se celebren JGA y asambleas de forma virtual usando para ello medios tecnológicos o telemáticos y de comunicación o de naturaleza similar, aun cuando ello no se hubiese previsto en el estatuto de la sociedad.

Con relación al Decreto de Urgencia 100-2020, Del Risco (2020) reafirma la necesidad de la celebración de sesiones a través de medios alternativos a la presencialidad y destaca que en los artículos 141 y 1374 del Código Civil ya se había regulado el uso de medios electrónicos y digitales como una forma válida para que las personas manifiesten su voluntad, por lo que la publicación de esta norma solo extendía lo antes previsto a la regulación de las personas jurídicas.

Por su parte también la SMV adoptó medidas para aquellas entidades que se encuentran bajo su supervisión con el fin de promover buenas prácticas de buen gobierno corporativo y de esta forma facilitó (i) la realización no presencial de sesiones de órganos colegiados (JGA, asambleas de fideicomisarios, asambleas de partícipes, comités, entre otros), y (ii) la emisión del voto a distancia a través de medios tecnológicos o telemáticos que garantizaban la seguridad de los titulares de las acciones (Peschiera Rebagliati, 2022, p. 152).

Luego de una serie de medidas adicionales dictadas durante el estado de emergencia nacional *“las sesiones no presenciales y el ejercicio de los derechos de voz y voto no presenciales en las sociedades”* (SBS, 2021) fueron reguladas el 14 de mayo de 2021 en virtud de la modificación del artículo 21-A de la LGS a través de la promulgación de la Ley N° 31194.

Teniendo en cuenta todas estas medidas en los reglamentos de participación de los FI se establece que se pueden realizar asambleas de partícipes a través de medios electrónicos o digitales, tales como *Zoom* o *Google Meet*, teniendo como única limitación que estos permitan una buena comunicación entre los participantes de la misma.

D) Convocatorias

En reiterada jurisprudencia del Tribunal Registral se ha señalado que *“(…) la convocatoria constituye un requisito indispensable para la validez de toda sesión, pues tratándose de un órgano colegiado, dicho órgano solamente puede sesionar si previamente se ha efectuado el llamado (convocatoria) a todos sus miembros”* (Resolución No. 1611-2021-SUNARP-TR, p. 9).

Ello no es ajeno a las asambleas de partícipes de los FI, las cuales, como se evidenció previamente, reúnen a los Partícipes de dicho ente para adoptar ciertas decisiones, por lo que es importante citar a Moreira Jiménez, quien refiriéndose a la convocatoria de las JGA precisa que su utilidad radica en que a través de esta se conoce dónde (lugar) y cuando (fecha) se celebrará la junta y además se especifican los asuntos que serán tratados en la misma no permitiéndose tratar otros asuntos que no se hubiesen consignado expresamente en ella limitando de esa forma la soberanía de la JGA (p. 32).

Asimismo, en una convocatoria no solamente es importante incluir la hora, el lugar, la fecha de la celebración de la junta o asamblea y los asuntos que en esta se van a tratar para que los socios, accionistas o partícipes estén completamente informados de que se llevará a cabo una reunión, sino que

también es relevante que la misma sea realizada con cierta anticipación. Así, por ejemplo, en referencia al artículo 166 de la LGS, el Tribunal Registral precisa que en el caso de las JOA y aquellas previstas en el estatuto de la sociedad la convocatoria debe realizarse con una anticipación no menor de diez (10) días mientras aquellas que no sean este tipo de juntas deben convocarse con una anticipación no menor de tres (3) días (Resolución No. 1611-2021-SUNARP-TR, p. 14).

Por su parte, en la regulación de los FI públicos se ha establecido que los plazos para la convocatoria a asambleas son establecidos en sus respectivos Reglamentos de Participación teniendo como única limitación de que en ningún caso esta podrá realizarse en un plazo menor a cinco (5) días de anticipación a su celebración. Asimismo, es preciso notar que en un aviso de convocatoria pueden preverse más de una convocatoria a la misma junta o asamblea, las cuales en la práctica pueden ser solo dos, pero nada obsta que puedan preverse más convocatorias a las cuales le serán aplicables distintos quóruns y mayorías si es que así se ha previsto en dicho Reglamento tal como se verá más adelante.

Finalmente, también es necesario precisar que la regulación también establece que la convocatoria debe realizarse a través de medios que permitan o garanticen que los interesados podrán tomar conocimiento de la misma, siendo que el medio más eficaz para ello es su publicación en diarios de circulación nacional; no obstante lo cual, en la regulación privada de los FI, también pueden preverse otros medios de convocatoria, tales como el correo electrónico u otros medios digitales, los cuales también garantizan de forma fehaciente que el Partícipe pueda tomar conocimiento de la convocatoria a asamblea toda vez que para tomar conocimiento a través de diarios un accionista o partícipe tendría que comprar más de un diario de circulación nacional, de forma continua y teniendo que asumir un costo adicional, lo cual en la actualidad no es usual.

E) Quórum y mayorías

Montoya Alberti (2015, p. 58) señala que para la constitución de una JGA *“debe contarse con un número mínimo de titulares de acciones con derecho a voto”*, así pues para la realización de las Asamblea de Partícipes también es necesario contar con la asistencia de cierto número de Partícipes pues de lo contrario no podrá considerarse como válidamente instalada, lo cual conllevará a que no se realice la misma debiendo en dicho caso pasar a la segunda convocatoria, siempre que se hubiera previsto ello en el aviso, pues en defecto de ello deberá realizarse una nueva convocatoria.

Habiendo dicho ello, es preciso señalar que para algunos asuntos se requerirá quórum simple (es decir, el 50% del total de las cuotas suscritas con derecho a voto en la primera convocatoria y en segunda convocatoria bastará que se encuentren presentes o representados cualquier número de partícipes), mientras que para otros asuntos se requerirá contar con quórum calificado o especial (en primera convocatoria, cuando menos, 2/3 de las cuotas con derecho a voto y en segunda convocatoria al menos 3/5 de dichas cuotas).

Los quórum mencionados en el párrafo previo se encuentran previstos en el artículo 91 y en el artículo 92 del Reglamento de FI, respectivamente, siendo que su justificación se basa en la relevancia de los asuntos a tratar, tal como lo señala Montoya Alberti cuando hace referencia al quórum en las sociedades, por cuanto como es de esperarse que para los accionistas y la sociedad hay algunos temas que tienen mayor transcendencia que otros, por lo que en estos últimos hay mayor flexibilidad (2015, p. 59).

Por su parte, sobre el quórum Abramovich Ackerman precisa que “(...) *-su nombre lo indica- debe ser verificado al inicio de la sesión de junta general de accionistas*” (1997, p. 53), ello para diferenciarlo de las mayorías, las cuales son computadas al momento de adoptar acuerdos, las cuales también pueden ser simples o calificadas, ello de acuerdo con los asuntos que sean tratados en la junta o asamblea. Al respecto, el Reglamento de FI toma en cuenta las directrices dadas por la LGS, por lo que para tener mayoría simple necesitamos “*el voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto representadas en la [JGA]*” (Arrús, 2015, p. 351) mientras que para tener una mayoría calificada se requiere al menos “*voto favorable de un número de acciones que represente la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto*” (Arrús, 2015, p. 351).

Con relación a las mayorías se debe destacar que en aquellos casos en los que se requiere contar mayoría calificada también es necesario contar con quórum calificado, el cual garantiza que se puedan adoptar acuerdos en dicha sesión, no obstante ello, en la práctica es posible que una convocatoria contemple asuntos para los que se requieren quórum simple y otros para los que se requiere contar con quórum calificado, por lo que en caso no se logre contar con el quórum calificado será posible tratar únicamente los asuntos para los se requiere quórum simple.

F) Actas

La celebración de la asamblea, así como los acuerdos que se hubieren adoptado deben constar en un acta, la cual “*puede asentarse en un libro [...], en hojas sueltas o en cualquier otra forma que permita la ley*” (Arrús, 2015, p. 365), y que debe cumplir con las formalidades previstas en el artículo 100 del Reglamento de FI, tales como indicar el lugar, la fecha y hora en que se realizó la asamblea, el nombre del presidente y secretario de esta, los resultados de la votación y los acuerdos adoptados, así como incluir la lista de los participantes e indicar las fechas y los medios a través de los cuales se realizó la convocatoria a la asamblea.

Con relación a las formalidades que debe cumplir el Acta de la asamblea, Montoya Alberti (2015), citando a Laroza, establece claramente que el incumplimiento de los requisitos a considerar en la convocatoria, en el quórum y para las votaciones es pasible de nulidad de los acuerdos adoptados en la JGA, mientras que el incumplimiento de los requisitos establecidos para el contenido del acta no generan dicha nulidad por cuanto el acta únicamente será un medio de prueba fehaciente de la celebración de la JGA (p. 65).

Adicionalmente debemos señalar que el encargado de dirigir la asamblea es la persona designada como presidente de esta, mientras que la responsabilidad de redactar el acta recae en el secretario de la asamblea. Al respecto, cabe señalar que la LGS es de aplicación supletoria a la normativa de los FI, por lo que es importante destacar que el acta debe ser redactada dentro de los cinco (5) días siguientes a la celebración de la asamblea y asimismo se debe considerar lo señalado por Arrús (2015) sobre el plazo en que la misma debe ser suscrita, el cual es como máximo 10 días calendario posteriores a la realización de la JGA siendo que deben ser puestos a disposición de las personas que participaron en la misma, quienes tienen el derecho de formular sus observaciones o desacuerdos con la misma a través del envío de una carta notarial (p. 365).

1.4.2. Comité de Inversiones

Otro de los órganos relevantes para el funcionamiento de los FI es el Comité de Inversiones ("CI"), el cual, tal como se infiere de su propia denominación, está conformado por más de una persona y tiene como rol principal decidir sobre las inversiones que se realizarán con los recursos del FI.

Partiendo de dicha premisa en doctrina se encuentran diversas definiciones de lo que es un CI, tales como la dada por Gutiérrez Molina (2011), quien señala que este es un órgano colegiado designado por la SAFI cuando crea el FI y que al mismo tiempo es independiente de la misma y del FI, que tiene como principal función la de aprobar las inversiones que realizará el FI con los recursos recaudados (p. 163).

Así pues, de lo antedicho se advierte que el CI se encuentra conformado por un grupo de personas naturales que asumirán de forma personal la responsabilidad que conlleva su función, por lo que se excluye que puedan formar parte de dicho órgano las personas jurídicas. Dichas personas naturales deben ser al menos tres (3), tal como se ha establecido para el Directorio de las sociedades, lo cual garantiza que dicho órgano pueda adoptar acuerdos pues estos deben ser aprobados por la mayoría absoluta de sus miembros.

Asimismo, Osorio Figueredo (2021) señala que tanto los FM como los FI requieren de un CI, órgano al que define de una forma más completa destacando que sus miembros *"deben cumplir determinados requisitos regulatorios y desempeñar sus funciones bajo principios de independencia y autonomía"* (p. 110), así como observando el Reglamento de Participación del FI y de forma especial la política de inversiones que este contenga.

De esta forma, como los miembros del CI son designados por la Sociedad Administradora o por el Gestor Externo también pueden ser removidos de su cargo por dichos entes siendo que adicionalmente podrán ser removidos por la Asamblea General. Para su designación en el cargo de miembro del CI la Sociedad Administradora valida que las personas no se encuentren incurso en los impedimentos establecidos por la normativa vigente y además corrobora que cuenten con una adecuada formación académica y profesional. Una vez designado el CI debe desempeñar sus funciones bajo los principios de separación, independencia y autonomía, ello con el fin de garantizar la reserva

y confidencialidad de los asuntos abordados en sus sesiones, así como prevenir conflictos de interés.

Por su parte, Zapata et al. (2016) señala que el CI es *“el órgano encargado de analizar y llevar a cabo las inversiones del fondo dentro de los límites correspondientes”* (p. 269), haciendo hincapié en su función dentro del FI. En ese sentido, se ratifica que las funciones del CI se encuentran delimitadas en el Reglamento de Participación del FI y son indelegables, siendo la principal de ellas adoptar la decisión de que el FI invierta en unos u otros instrumentos, bienes o derecho. Asimismo, cabe señalar que dichas decisiones o acuerdos del CI también constarán en actas que deben contener las formalidades establecidas en la normativa, las cuales por ejemplo incluyen la indicación del lugar, la fecha y la hora en que se realizó la sesión, el nombre y las firmas de los miembros que participaron en la misma, los temas abordados, las deliberaciones, los resultados de la votación y los acuerdos adoptados.

1.4.3. Comité de Vigilancia

Gitman y Joehnk (2009) señalan que *“como una protección adicional, cada fondo debe tener un consejo de administración, o de fideicomisarios, electo por los accionistas y encargado de vigilar a la empresa administradora”* (p. 491). Teniendo en cuenta ello, la regulación peruana regula la existencia del Comité de Vigilancia (“CV”) y al igual que el CI es un órgano colegiado que es definido por Gutiérrez Molina (2011) partiendo de la premisa de que es designado por los partícipes del FI, por lo que su función principal es vigilar a la SAFI y representar a las personas que los designaron, ello en ejercicio de las funciones que se le hubiese asignado al CV en el reglamento de participación del FI, al cual se han adherido los partícipes al momento de suscribir las cuotas (p. 163).

De esta forma, aunque los miembros de este comité son elegidos por los partícipes debemos destacar que no necesariamente serán partícipes del FI, pues la misma norma prevé dicha posibilidad pues *“se reconoce que en la práctica la mirada del inversionista-vigilante introduce sesgos o énfasis que, si bien son importantes para los inversionistas, no son materia de un comité de vigilancia”* (Reyes M., 2018, p. 4). Con relación a su conformación, al igual que en el caso del CI, la normativa prevé que es un órgano colegiado que debe estar conformado por un mínimo de tres (3) personas, sin embargo, a diferencia del CI, también se prevé que debe estar conformado por un máximo seis (6) personas.

Teniendo en cuenta lo anterior, es importante precisar que *“existe consenso en que el rol del comité es vigilar activamente que la gestión del fondo se lleve a cabo de acuerdo a lo establecido en el reglamento interno y la normativa relevante vigente, levantando alertas a los aportantes cuando corresponda”* (Reyes, M. 2018. p. 6). Es así que el CV debe procurar el correcto funcionamiento del FI supervisando de manera activa a la Sociedad Administradora y las operaciones que se realicen con los recursos de los Partícipes dando cuenta de su gestión al órgano que los designó.

Por otro lado, con relación al periodo de duración de este órgano, si bien debe existir durante toda la vida del FI, los miembros son designados solo por un periodo de dos (2) años, aunque nada obsta que puedan ser ratificados en su cargo para mejorar su funcionamiento tal como lo indica Reyes M. (2018): *“la rotación se entiende como algo que debe ser implementado en forma parcial (por ejemplo, renovar 1 de los 3 miembros) de tal forma de conservar el entendimiento y conocimiento mínimo del fondo que el comité requiere para su mejor funcionamiento”* (p. 5).

Por otro lado, cabe señalar que el cargo de miembro del CV no necesariamente es remunerado, sino que dependerá del acuerdo de la Asamblea de Partícipes que los designó, por lo que incluso podría ser *ad honorem*, es por ello que Reyes M. (2018) señala que *Limited Partner Advisory Committee* o LPAC es la entidad que realiza una función similar a la de un CV en un *Master Fund*, siendo que en el LPAC sus miembros no son acreedores de una remuneración fija, pero tampoco asumen los gastos en los que incurran siendo que ello compete al FI a modo de compensación, además de lo cual también deberán ser indemnizados cuando ocurra algún evento de fraude y/o casos de conducta maliciosa en el FI (p. 6).

Finalmente, Osorio Figueredo (2021) destaca que los órganos que regulan el funcionamiento de los FM y de los FI no son los mismos, de esta forma señala que en un FI el órgano máximo de gobierno es la asamblea general de partícipes y que este tiene además un CV que es elegido por dicha asamblea, mientras que el FM no cuenta con ninguno de dichos órganos, por lo que las funciones que desarrollarían estos son competencia de la sociedad administradora del mismo (p. 110). En esta misma línea la regulación chilena establece que los FI no rescatables deben tener *“Comité de Vigilancia y someter a asambleas ordinarias o extraordinarias de aportantes las materias señaladas en la misma normativa”* (Polanco Zamora, G., 2013, p. 4).

1.5. LAS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN

Tal como lo señala Gitman y Joehnk (2009) en un FI también se tiene como participante clave a las empresas administradoras que se encargan de las operaciones del día a día del FI, las cuales *“son las que crean los fondos. Además, la empresa administradora también actúa como asesora de inversiones”* (p. 489).

Dicha sociedad puede tener distintas denominaciones según el país del que se trate, pero sus funciones no suelen ser tan diferentes, así en España por ejemplo se les denomina sociedad gestora, la cual es una sociedad anónima que tiene como objeto social a *“la gestión y administración del patrimonio del fondo. No puede delegar las decisiones de inversión y desinversión”* (Barrero, p. 19); en el Perú en cambio esta denominación fue asignada a aquellas sociedades que no se encuentran directamente supervisadas por la SMV, mientras que a aquellas que si se encuentran bajo la supervisión de dicha entidad se les asignó la denominación de SAFI, lo cual, sin embargo, no cambia el rol que deben desempeñar en un FI, el cual sigue siendo el mismo: gestionar y/o administrar el FI.

Por su parte en la Exposición de Motivos del PL 1659, con relación a la regulación mexicana, se señala que:

Los FI tienen por objeto invertir en instrumentos financieros, siendo administradora por instituciones financieras autorizadas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores – CNBV, denominadas Sociedades Operadoras de Fondos, que se dedican de manera profesional a administrar las carteras de valores de dichas estructuras financieras (2017, p. 5).

Adicionalmente, no se puede dejar de mencionar que en nuestra regulación también tenemos a las Sociedades Administradoras de Fondos (SAF), las cuales pueden administrar tanto FI como FM pero que en la práctica no lideran ambos mercados.

Con relación a las SAFI y las sociedades gestoras que operan en el Perú se destaca lo mencionado por Zapata et al., quienes destacan que un FI puede ser administrado por una SAFI o por una sociedad gestora, siendo que la primera de estas, como ya se mencionó antes, cuenta con la autorización de organización y funcionamiento otorgada por la SMV siendo que por esa misma razón es supervisada por esta última, además de tener bajo su administración al menos a un FI público y además administrar FI privados; mientras que las segunda solo administran FI privados y se encuentran exentas de la supervisión de la SMV. Lo cual genera que dichos FI sean gestionados bajo responsabilidad exclusiva de la gestora, responsabilidad que se extiende a la información que brinda a los partícipes y los demás servicios que presta (2016, p. 269).

Sin perjuicio de lo antes mencionado, en esta investigación se coincide con la opinión de Guevara Villavicencio en cuanto a la supervisión que la SMV podría tener respecto a las sociedades gestoras de FI aun cuando se tenga ampliamente claro que no están bajo su supervisión por administrar únicamente FI privados:

(...) es obligación de las sociedades gestoras no vulnerar el ordenamiento legal, que incluye las normas que regulan el mercado de valores, y que la SMV es la entidad competente para velar por ello, queda claro:

- (i) para que una sociedad gestora lleva a cabo sus actividades dentro del marco legal y regulatorio que le es aplicable, es indispensable que tales actividades se circunscriban a la administración de [FI] cuyas ofertas de certificados de participación efectivamente califiquen como privadas, es decir, que se trate de ofertas que debieron haber estado sujetas a las disposiciones de las ofertas públicas; y,
- (ii) las facultades supervisoras de la SMV, previstas en la Ley de Mercado de Valores, alcanzan también a este aspecto que reviste una profunda importancia, pues implica la posibilidad de investigar, analizar y determinar la existencia de actuaciones que contravengan tales normas y que puedan significar un riesgo para el mercado (2024, p. 50).

No obstante ello, si bien es cierto que los FI también pueden ser administrados por sociedades gestoras, no se hará hincapié adicional a dichas entidades en la presente investigación debido a que tienen por objeto administrar FI exclusivamente privados, los cuales no son materia de la presente investigación por estar referida principalmente a los FI públicos.

Habiendo establecido que a las SAFI les autoriza su organización y funcionamiento la SMV y que dicha entidad también supervisa su funcionamiento, se puede señalar que estas sociedades están sujetas a una serie de requerimientos, tales como:

- Mantener determinado patrimonio neto.
- Contar con ciertas condiciones de infraestructura para operar.
- Constituir garantías por cada FI público que administren.
- No incurrir en ciertas prohibiciones como la de ofrecer determinada rentabilidad a los partícipes.
- Inscribir a los FI públicos de administran en el RPMV, así como cumplir con las normas sobre la colocación de cuotas de participación por oferta pública.
- Revelar determinada información al mercado (hechos de importancia) para que los inversionistas puedan contar con información clara, precisa, veraz, suficiente y oportuna sobre los instrumentos en los que pretenden invertir o han invertido.

Así pues, las SAFI de forma general deben cumplir con toda la normativa prevista para la administración de FI, con ciertas salvedades en cuanto a la administración de FI colocados a través de oferta privada, y tratar cada uno de dichos aspectos tornaría en innecesariamente extensa a la presente investigación, por lo que lo esencial es establecer que una SAFI se constituye con el fin de administrar FI, ya sea que sus cuotas sean colocadas a través de ofertas públicas o privadas, para lo cual inclusive podrá contratar los servicios de un gestor externo o realizarlo por sí misma.

1.6. DERECHOS DE LOS PARTÍCIPES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

1.6.1. *Derechos Políticos*

A) Derecho al voto

Ruiz Ortiz (2021) estableciendo la naturaleza de las cuotas de participación señala que estas son títulos corporativos, por cuanto otorgan a sus titulares derechos que son denominados como “derechos políticos” y que permiten al accionista votar en las JGA en uno u otro sentido.

En esta misma línea, Ramos Padilla (2004) al abordar los derechos individuales del accionista en las sociedades ordinarias manifiesta sobre el voto que aún cuando este tenga un carácter patrimonial no se puede negar que es el medio a través del cual “*se forma la voluntad social y esto es lo que lo caracteriza como un derecho de carácter político*”.

Tal como ocurre en las sociedades, a través del ejercicio del derecho a voto, el partícipe toma parte activa de las decisiones del ente en el que ha realizado su inversión adoptando decisiones sobre aspectos importantes del funcionamiento del FI, tales como la modificación del Reglamento de Participación o los incrementos y reducciones de capital. De esta forma, el voto constituye un derecho fundamental para permitir que los partícipes influyan en la gestión y dirección del FI.

Asimismo, con relación a la titularidad de este derecho, Ramos Padilla (2004), citando a Sánchez Andrés, expresa que de la cualidad de socio se derivan los derechos, facultades y poderes que constituyen la posición jurídica de un accionista que es adquirida mediante la suscripción de acciones cuando se constituye la sociedad o después a través de actos inter vivos (transferencias, donaciones, anticipos de legítima, etc.) o mortis causa (sucesión testamentaria o intestada)

Lo mismo que ocurre en las sociedades ocurre también en los FI pues en estos también el voto es un derecho que adquiere el partícipe al suscribir cuotas de participación, mediante actos de transferencia a través de compraventas, donaciones o anticipos de herencia (actos *inter vivos*), así como por el otorgamiento de herencias (actos *mortis causa*). Así pues, cada cuota le otorga al partícipe el derecho a un voto en las Asambleas, ya sea que se trate de Asambleas Generales o Especiales, lo cual permite que en estas se puedan conseguir las mayorías que se requieren para la adopción de acuerdos.

Sin embargo, para ejercer este derecho, aunque la persona sea el legítimo titular es necesario también que este registrado como tal en el registro de partícipes que lleva la SAFI hasta los dos (02) días previos a la celebración de la Asamblea de Partícipes pues, tal como lo manifiesta Ramos Padilla (2004), citando a Uría G. et al, dicha anticipación se debe a 2 razones fundamentales: (i) que los administradores tengan tiempo suficiente para verificar la condición de los accionistas; y (ii) evitar razonablemente que se realicen transmisiones de acciones a última hora que den acceso a la JGA a personas que no tienen verdadero interés en el funcionamiento de la sociedad encubriendo un interés opuesto que los beneficie.

Además de la anticipación del registro antes mencionada, este derecho también es restringido cuando, por ejemplo, el partícipe no haya cancelado las cuotas que haya suscrito de acuerdo con las condiciones que se hayan establecido en el Reglamento de Participación.

Por otro lado, es preciso destacar que la LGS permite que la sociedad pueda crear y emitir acciones sin derecho a voto, las mismas que *“cuentan con derechos especiales como el derecho a ser preferido en el reparto de la utilidad”* (Montoya Alberti, 2015, p. 56), en esa misma línea en los FI también se ha reconocido la posibilidad de crear cuotas sin derecho a voto a las cuales se les ha otorgado ciertos derechos mínimos, tales como percibir un dividendo preferencial, separarse del FI en los casos previstos en la normativa o en su regulación interna o a participar en las Asambleas Generales con derecho a voz puesto que tal como lo menciona Montoya Alberti, refiriéndose a la presencia de los accionistas sin derecho a voto en la JGA precisa que este puede concurrir a la misma *“(…) pues la ley solo le ha suprimido su derecho a votar, pero no a deliberar”* (2015, p. 56).

Finalmente, cuando se aborda el derecho a voto no se puede dejar de mencionar que su regulación no ha permanecido estática en el tiempo, sino que ha tenido algunas variaciones producto del desarrollo de la tecnología y las nuevas necesidades que han surgido a lo largo de los años, ante lo cual Peschiera Rebagliati destaca que entre las medidas para promover el mercado

de valores y, de forma especial, la participación de los inversionistas en las decisiones relacionadas a su inversión la SMV ha dictado normas que contemplan el voto a distancia a través de medios virtuales y el voto a través de un custodio (2021, p. 152).

B) Derecho a la información

Otro de los derechos de los partícipes es el derecho a la información ya que, tal como lo señala Fanelli (2010), es necesario proteger los intereses de los inversionistas de eventuales abusos de poder por cuanto hay “(...) *una gran asimetría de información entre el inversor y la sociedad especializada que gerencia el fondo*” (p. 13). En la misma línea, García-Vaquero (1992, p. 21) señala que las siguientes obligaciones de información de la SAFI generan una transparencia “a posteriori” sobre las variaciones de la cartera y los resultados que fueron obtenidos:

- a) Cuando se realiza la primera inscripción, y al menos de forma anual, entregar a cada uno de los inversionistas el folleto, la última memoria anual y el último informe trimestral que hubiese sido publicado.
- b) De forma diaria, notificar a la entidad que dirige la bolsa de valores el valor liquidativo, el patrimonio neto y el número de tenedores de cuotas que tiene el FI.

Asimismo, la Invest Company Institute, menciona que los FI de capital fijo entregan informes anuales y semi-anuales que contienen estados financieros no auditados e información de la cartera de inversiones, el rendimiento de esta, los objetivos y la política de inversiones del FI, siendo que en el caso de los informes anuales además de ello se presenta un análisis de las personas que dirigen las operaciones del FI, los resultados obtenidos por las inversiones realizadas y las estrategias que ejecuta el FI. En esa misma línea destaca que el corredor de un FI o del inversionista tiene la obligación de entregar estados que actualizan y resumen la composición de la cartera los valores de las cuentas individuales de los inversionistas (1997, p. 15).

Así pues en el caso peruano los FI y sus cuotas están inscritos en el RPMV y por ende “*estos se encuentran sujetos a obligaciones permanentes de información al mercado y a los partícipes*” (Osorio Figueredo, 2021, p. 109). No obstante ello, en los FI de oferta privada también existe el derecho a la información del partícipe lo que cambia es la forma y el medio por el cual tendrá acceso a la información, ya que lo usual es que en estos casos sea el partícipe quien debe requerir la información siendo que la Sociedad Administradora solo se encontrará obligada a revelar cierta información como, por ejemplo, los estados de inversiones o los estados financieros del FI.

En el caso de los FI de oferta pública, además de las obligaciones de registro de cuotas y del FI también, entre otros, existe la obligación de difundir la oferta de las cuotas de participación y revelar hechos de importancia relacionados con el funcionamiento de los FI, así como la obligación de aprobar y publicar una memoria anual y los estados financieros intermedios y anuales auditados del FI. Lo antes señalado también se aplica en similares términos en España,

país en el que los FI también tienen obligaciones de información que Barrero (pp. 44 - 45) resume en los siguientes términos:

- i. Entregar a la CNMV el folleto de lanzamiento cuando se inscriba el FI en el Registro de la CNMV y los informes trimestrales y la memoria anual.
- ii. Entregar de forma periódica a los partícipes o público en general los folletos reducidos y las memorias anuales y trimestrales.

Informar de forma inmediata a la CNMV cualquier hecho de relevancia (aquellos que puedan tener un efecto significativo en el valor de las participaciones del FI) del FI.

De esta forma, un derecho fundamental del partícipe es el derecho a tener información clara, oportuna, suficiente, veraz e inequívoca sobre las cuotas de participación y el funcionamiento del FI pues ello determinará no solo su inversión en el FI sino el mantenimiento de la misma.

C) Derecho de separación

Países como Italia, Alemania, Canadá o Estados Unidos han establecido en su regulación el derecho de separación y el Perú no es ajeno a ello pues la legislación también regula este derecho. Por un lado, tal como lo señala Ramos Padilla (2004), la actual legislación societaria peruana ha recogido este derecho definiendo legalmente las causas que lo generan, las mismas que son la modificación del objeto social, el cambio de domicilio al extranjero o la creación o modificación de las limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones.

Por otro lado, Osorio Figueredo señala que en los FI el derecho de separación se activa únicamente en la fecha de liquidación del FI o por la ocurrencia de las causales que lo gatillan, ello debido a que nuestros FI son de capital cerrado (2021, p. 110). Es así que el derecho de separación es para el partícipe una opción de salida del FI antes de su liquidación cuando se produzcan ciertos hechos específicos, sin embargo, en este apartado no se profundizará en este derecho por cuanto será tratado en el siguiente capítulo con mayor detalle.

1.6.2. Derechos Económicos.

A) Derecho a los rendimientos

Los FI de forma amplia son una oferta para los inversionistas con el fin de otorguen capital *“para realizar transacciones mediante instrumentos con la expectativa de generar un rendimiento futuro”* (Inmenso Gonzáles, 2021, p. 4), así pues, la expectativa de generar un rendimiento se constituye en el principal objetivo del partícipe de un FI ya que *“si los inversores participan de un fondo común es porque esperan que tal estrategia de inversión les reporte un rendimiento neto superior al que podrían obtener invirtiendo sus fondos de manera individual, utilizando la estructura de intermediación financiera ya existente”* (Fanelli, 2010, p. 18).

Al respecto, dado que los FI son cerrados Ruiz Ortiz (2021) señala que en la etapa de liquidación es cuando los partícipes tendrán el derecho a recibir créditos, utilidades, rendimientos o pagos en general, sin embargo, aún cuando es un derecho ello no está garantizado por cuando es posible que el FI no genere los resultados previstos, ya que nada impide que estos sean negativos.

Sin embargo, ello no es del todo cierto ya que los Reglamentos de Participación de los FI pueden prever que el FI realice distribuciones de los ingresos que reciba producto de las inversiones que realizó en cuanto las reciba sin supeditar su distribución a la liquidación del FI. Asimismo, en la regulación de los FI en Renta de Bienes Muebles (los "FIRBI"), se establece que al menos una vez al año se debe distribuir a los partícipes al menos el 95% de la utilidad neta distribuible del ejercicio.

Habiendo dicho ello, aunque los FI son vehículos transparentes para efectos fiscales, el partícipe es el contribuyente del impuesto ello con el fin de que "(...) *el tratamiento tributario aplicable a un inversionista sea el mismo que hubiera resultado aplicable si la inversión se realizaba directamente*" (Osorio Figueredo, 2021, p. 111), así pues, los partícipes deben pagar renta por la ganancia que reciben de los FI, tal como lo señala García-Vaquero (1992), la cual depende del plazo por el que se haya mantenido la inversión, las comisiones que deben pagar por la suscripción o el reembolso de las cuotas y la tasa impositiva que sea aplicable según la normativa tributaria, es así que el rendimiento del partícipe es distinto al rendimiento del FI, el cual únicamente depende de la composición de la cartera de inversiones, el contexto financiero y el *expertise* de la administradora o la estructura del FI (p. 28).

Siendo ello así, en el Perú el partícipe que invierte en un FI debe tributar el impuesto a la renta y la tasa impositiva aplicable dependerá del tipo de inversionista (persona natural o persona jurídica), si es domiciliado o no, y del tipo de renta atribuida (intereses, ganancias de capital o dividendos). Así, por ejemplo, a una persona natural domiciliada le será aplicable una tasa efectiva de 5% de impuesto a la renta por los intereses derivados de inversiones en instrumentos de corto plazo realizadas por el FI, mientras que a una persona jurídica domiciliada le será aplicable una renta del 29.5% por ese mismo concepto.

Sin embargo, dicho tratamiento tributario no es muy distinto en otros países, así Mahu y Orellana (2022, pp. 2 - 3) sobre el tratamiento tributario en Estados Unidos señalan que la regla es que a los inversionistas extranjeros les aplican el *withholding tax* americano por ingresos que se perciban dentro de EE.UU. aplicándose una tasa de 30% de lo que recibirá en intereses, dividendos o sus equivalentes, ya sea que estos sean anuales, periódicos, fijos o determinables (en inglés llamados "FDAP"), no obstante lo cual hay determinados intereses eximidos de la tasa de retención si es que califican como intereses de portafolio. Asimismo, los autores destacan que EE.UU. también participa en tratados que buscan evitar la doble imposición tributaria para no gravar los dividendos percibidos en la fuente de origen siempre que se cumpla con determinados requisitos, tal como ocurre en los tratados suscritos con países OCDE, o que se aplique una tasa impositiva reducida (5% por ejemplo) siempre que se cumplan ciertos requisitos mínimos que se hubiesen previsto.

Sin perjuicio de ello, en el caso peruano también es posible que los dividendos, intereses y las ganancias de capital que perciben ciertos partícipes no estén gravadas por el impuesto a la renta, ello ocurrirá por ejemplo en el caso de las ganancias que generen las AFP producto de las inversiones que realicen con cargo a los fondos de pensiones que administran.

B) Derecho de suscripción preferente

Tal como se abordó previamente, muchos de los conceptos y figuras que aplican en las sociedades peruanas son reguladas en similares o idénticos términos en los FI y una prueba más de ello es que nuestra legislación también contempla el derecho del partícipe de un FI a suscribir nuevas cuotas de participación que sean emitidas por el FI, el cual en doctrina es conocido como el derecho de suscripción preferente (el “DSP”).

Sobre esta figura se encuentran muchas definiciones, pero se destaca la dada por Echaíz Moreno, quien describiendo lo que entiende por el DSP en las sociedades señala que es la preferencia que tienen los socios ante terceros en la suscripción de acciones o participaciones a prorrata de la participación que ostentan en el capital de la sociedad, el mismo que se activa en el momento en el que se apruebe aumentar el capital social, a través de la realización de nuevos aportes que le permitan incrementar su participación en la proporción que tiene el accionista, evitando de esa forma la dilución de su participación por el mencionado aumento de capital (p. 189).

El propósito de la aplicación de este derecho es evitar que se diluya la participación del socio, sobre lo cual Montoya Alberti, citando a Jesús Alfaro Águila Real, señala que la dilución es el “aguamiento” de las acciones antiguas por la realización del aumento de capital, debido a que las nuevas acciones no se emiten por su valor real, puesto que con el aumento el patrimonio no se incrementa en la misma proporción que el capital, lo cual genera que el valor real de cada una de las acciones es menor al valor que tenía antes del aumento, así como que se reduzcan los derechos administrativos o políticos derivados de las acciones antiguas (2015, p. 58).

Así pues, si en un FI se acuerda realizar un aumento de capital producto del cual se emitan nuevas cuotas de participación, los partícipes tendrán el derecho preferente de suscribir dichas nuevas cuotas emitidas en una parte que les permita mantener su participación anterior en el capital del FI evitando así que se diluyan sus derechos económicos y políticos como consecuencia del aumento en el número de cuotas.

No obstante lo antes mencionado, nuestra regulación de los FI también permite la creación de cuotas de participación sin derecho a voto, por lo que lo señalado por Montoya Alberti sobre las implicancias del DSP en los partícipes tenedores de cada tipo de cuota (con o sin derecho a voto) resulta importante destacar ya que su ejercicio –o falta de este- afectará a cada uno de ellos en distinta medida, así pues cuando el valor tiene derecho a voto el DSP tiene influencia en el derecho político, económico y en la participación del titular, mientras que si no tiene derecho a voto el DSP principalmente influye en el derecho económico y en algunos casos en el derecho de participación (2015, p. 73).

C) Derecho de adquisición preferente (el “DAP”)

El DAP en nuestro país se puede aplicar en diversos sectores, tales como cuando en el arrendamiento de un inmueble se prioriza la venta del inmueble arrendado al arrendatario o en el ámbito societario cuando se tienen sociedades anónimas cerradas, en las que se prioriza la venta de las acciones a los otros accionistas, así pues tal como lo señala Álvarez-Calderón (2018) el DAP se establece como la preferencia de los actuales accionistas de adquirir las acciones que alguno de sus pares tenga la intención de transferir a un tercero ajeno a la sociedad, así pues los socios tienen el poder de mantener la estructura societaria mediante la compra de las acciones o dejar que un tercero forme parte de la sociedad ante el no ejercicio del DAP (p. 34).

En el ámbito de los FI, si bien este derecho no se encuentra prescrito en nuestra normativa si es posible que se establezca el DAP en los Reglamentos de Participación con el fin de que otro partícipe pueda adquirir, a prorrata de su participación en el capital social del FI, las cuotas de participación de otro partícipe interesado en venderlas; para ello, el partícipe interesado en vender debe comunicar las condiciones de la transferencia a la sociedad administradora, quien a su vez en determinado plazo se lo comunicará a los demás partícipes del FI quienes podrán realizar su oferta de adquisición o decidir no ejercer su derecho permitiendo el ingreso de un tercero al FI.

CAPÍTULO II: ALTERNATIVAS DE SALIDA DE LOS PARTÍCIPES DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

2.1. LA RECOMPRA DE CUOTAS DE PARTICIPACIÓN

Sobre la recompra de cuotas de participación no se ha comentado mucho en nuestro país, lo cual podría deberse a que es porque es una figura establecida en el Reglamento de FI publicado en el 2014, por lo que para efectos del desarrollo de este apartado y de entender un poco más a que hace referencia se emplearán los conceptos aplicados a la recompra de acciones que ha tenido un amplio desarrollo y que habría sido tomado como base para desarrollar esta figura en los FI.

Teniendo en cuenta ello, Salvador Jiménez (2013) haciendo referencia a las alternativas para entregar liquidez al accionista señala que una de ellas es la *“recompra por parte de la compañía de sus propias acciones, que pasan así a formar parte de su autocartera”* (p. 36) dotando así de liquidez al accionista que vende su participación.

Así pues, es importante definir lo que debe entenderse por recompra de acciones o *‘share buyback’*, sobre lo cual Rodríguez Canfranc (2024) señala que es *“la acción por la cual **una empresa compra acciones propias y las amortiza o elimina**”*, lo cual genera que la participación en la sociedad que ostenta cada accionista se incremente por la eliminación de las acciones en circulación que fueron recompradas.

Tomando en cuenta lo antes señalado, se define a la recompra de cuotas de participación como el mecanismo en virtud del cual el FI adquiere las cuotas

de participación que ha emitido a cambio de un pago a los partícipes para luego eliminarlas, lo cual generará un incremento de la participación de los demás partícipes que se mantienen como inversionistas en el FI.

Habiendo dicho ello, es importante señalar los principales objetivos que se persiguen al implementar una recompra de acciones, por lo que se destaca lo señalado por Del Campo Steta, quien citando un estudio de la Bolsa de Valores de Nueva York realizado en 1973 en 113 compañías señaló como principales objetivos a los siguientes: i) los programas de compensación, ii) las fusiones y compras de empresas, iii) buscar mejorar las ganancias por acción, o iv) convertir las acciones en otros valores (pp. 809 - 810).

Por su parte, en esa misma línea, Salvador Jiménez (2013, p. 37) comenta que los teóricos destacan las siguientes razones para llevar a cabo recompras:

- i. Generar plusvalías porque los principales funcionarios (directivos) decidan que la compañía es más valiosa que su valor en el mercado.
- ii. Dar una señal de que es una buena opción adquirir las acciones de la empresa.
- iii. Reducir el número de acciones en circulación ante la posibilidad de que se lance una OPA al mercado.
- iv. La rentabilidad de la acción puede ser un factor vinculado a la retribución de los directivos de la empresa, lo cual los incentiva a realizarla.
- v. Generar un mecanismo alternativo al pago de dividendos con los excesos de liquidez que tenga la sociedad.

Por su parte, en el caso de las recompras de cuotas de participación se puede señalar que la principal finalidad es dotar a los partícipes de la posibilidad de desinvertir considerando que su inversión inicialmente se encuentra sujeta al plazo de vigencia del FI, el cual puede ser amplio y no alinearse con el horizonte de inversión del Partícipe. Asimismo, otro objetivo podría ser el aumento de la participación de los Partícipes que se mantengan en el FI ya que como consecuencia de la recompra se reduce de forma automática el capital del FI, lo cual generará que los Partícipes tengan derecho a mayores utilidades y a su vez tengan un porcentaje mayor de representación en las Asambleas de Partícipes.

No obstante, aunque los objetivos puedan ser claros, la recompra de acciones no ha estado exenta de cuestionamientos tal como lo resume Del Campo Steta (pp. 811 - 812), quien a su vez refuta cada uno de dichos argumentos en los siguientes términos:

- i. La adquisición de las propias acciones significa una devolución de las aportaciones y vulnera la estabilidad de la empresa. Ante esto, señala que en los países en los que se permite la recompra de acciones su regulación hace muy difícil que estas produzcan un efecto desestabilizador en la sociedad y aun cuando estas impliquen una devolución de las aportaciones de los aportes puede realizarse con utilidades retenidas para que no altere el capital y en cambio estas sean otorgadas a los vendedores de las acciones.

- ii. Disminuiría la garantía patrimonial de los acreedores si la sociedad recompra las acciones con fondos de su patrimonio. No obstante, el autor menciona que aun cuando este argumento es correcto no sería relevante por cuanto por la presunción de fraude a los acreedores la empresa sería la primera interesada en mantener márgenes y garantías adecuadas para atender sus obligaciones.
- iii. La especulación de los administradores de la empresa en el mercado de valores, sin embargo, el autor señala que si los administradores realizan ello será con el previo consentimiento de los accionistas mayoritarios por lo que aun cuando se prohíba la recompra de acciones estos podrían de igual forma especular en el mercado.
- iv. La sociedad sería socia de sí misma, sin embargo, ante ello el autor menciona que en las sociedades de inversión y en las de capital variable ocurre ello y se encuentra perfectamente regulado, asimismo, sobre la representación en asamblea señala que en los países en los que existe la recompra, como en México, las acciones no se encontrarán representadas.

A partir de lo mencionado se puede indicar que los 3 primeros puntos señalados por Del Campo Steta son aplicables también a la recompra de cuotas de participación por cuanto:

- i) al regular a las recompras en nuestro país se suele establecer un valor máximo de cuotas que puede ser recompradas cada cierto tiempo con el fin de que no se afecte de manera significativa el Valor Neto del FI;
- ii) la presunción de fraude a los acreedores también es regulada en nuestro Código Civil, el cual es aplicable de forma supletoria a los FI, por lo que nada impide que en caso de una recompra con la intención de defraudar a sus acreedores se apliquen los remedios establecidos en dicho cuerpo normativo; y,
- iii) debe ser abordada en Asamblea General en la que se cuente con un quórum calificado para su celebración (en primera convocatoria, cuando menos, 2/3 de las cuotas suscritas, o en segunda convocatoria 3/5 de dichas cuotas) y el acuerdo debe ser aprobado por la mayoría absoluta de las cuotas suscritas (50% más 1), luego de lo cual se debe establecer el procedimiento de recompra en el Reglamento de Participación, lo cual justifica también el quórum y mayoría calificada requeridos para aprobar la recompra ya que, de acuerdo a nuestra normativa, para modificar el Reglamento de Participación se requiere ello.

Por otro lado, sobre este punto se destaca lo señalado por Salvador Jiménez sobre las minusvalías en la autocartera de las empresas del IBEX, quien menciona que aun cuando los directivos tienen acceso a información privilegiada es apresurado asumir que con la recompra de acciones se generará un alza de la cotización de las acciones (2013, p. 37).

Adicionalmente, el último argumento en contra de la recompra de acciones, así como lo señalado por Del Campo Steta sobre dicho argumento, no resultaría aplicable a la recompra de cuotas de participación debido a que en este caso

la reducción de capital del FI se realiza de forma automática lo cual implica que previamente se ha realizado la redención de las cuotas adquiridas por el FI en la recompra, por lo que estas no se mantienen en autocartera.

Finalmente, destacaremos las conclusiones dadas por Del Campo Steta (2013, p. 813) sobre la recompra con el fin de identificar si nuestra regulación de la recompra de cuotas cumple con los parámetros dados por dicho autor:

1. Debe permitirse para fines específicos: La recompra de cuotas, tal como fue delimitada previamente, principalmente busca permitir la salida del inversionista del FI antes del vencimiento del plazo de duración del FI.
2. Debe regularse bajo condiciones que no alteren la estructura de deuda de la empresa y que protejan al inversionista: La recompra de todas las cuotas no suele darse en un solo momento, sino que se establecen periodos distintos de salida, y se encuentra supeditada a la liquidez que pueda tener el FI estableciendo incluso un límite con relación al Patrimonio Neto del FI en determinado momento y periodo.
3. Debe hacerse una notificación pública mencionando precio, cantidad, objetivo, origen de los fondos y destino de las acciones: En nuestro país la recompra de cuotas es calificada como un hecho de importancia y, por ende, el día posterior a la finalización del plazo establecido para la recompra, debe informarse sobre ello al RPMV detallando el porcentaje y el número de cuotas redimidas.

2.2. EL EJERCICIO DEL DERECHO DE SEPARACIÓN

Tal como se señaló previamente, los acuerdos en las sociedades y en los FI se adoptan por la mayoría de los socios o partícipes, ante lo cual Ramos Padilla (2004) señala que se le denomina el principio de subordinación a la mayoría, el cual es atenuado por el derecho de separación, mismo que sirve para conciliar el interés de la mayoría con el derecho de los socios de abandonar la sociedad cuando no estén de acuerdo con dicho interés.

Teniendo en cuenta ello, Abramovich Ackerman manifiesta que el derecho de separación es un derecho de los accionistas minoritarios por cuanto se gatilla cuando se adoptan ciertos acuerdos de especial relevancia para la mayoría de los accionistas permitiéndoles retirarse de la sociedad a través de la liquidación de sus inversiones (2007, p. 169).

Habiendo dicho ello, es importante definir el derecho de separación, por lo que en palabras de Ramos Padilla (2004) es un derecho individual del accionista que le permite apartarse de la sociedad obteniendo el valor de sus inversiones en el patrimonio social ante acuerdos de la sociedad que altere lo que se denominan como los elementos configuradores que se encuentren tipificados en la ley o el estatuto social, tales elementos son las condiciones esenciales que guiaron a su constitución o las pautas organizativas que permiten el desarrollo del objeto de la sociedad.

Así pues, en el caso de los FI, el derecho de separación puede ser definido como la facultad del partícipe de retirar su inversión en el FI ante la adopción de determinados acuerdos de la Asamblea, mismos que serán detallados en el siguiente apartado, con los cuales no esté de acuerdo.

Sin embargo, la existencia de este derecho en las sociedades no está exento de cuestionamientos, tales como el que advierte Ramos Padilla citando a Farrando Miguel (2004) y que es expresado como el peligro de descapitalización de las arcas societarias, argumento que sin embargo no es suficiente para definirlo como un peligro real por cuanto puede ser mitigado con prácticas que eviten que se reduzca el capital de los socios a través de recompra de acciones, un aumento simultáneo de capital, entre otros; a lo cual se suma el efecto disuasorio que puede tener en los socios de plantear propuestas que no agrupen a la mayor parte de los accionistas.

No obstante lo comentado en el párrafo previo, es importante mencionar que, en el caso de los FI, ejercer el derecho de separación genera que de forma automática el capital del FI disminuya, lo cual debe ser comunicado al RPMV señalando el porcentaje y número de cuotas de participación que han sido rescatadas en el marco del ejercicio de este derecho.

Adicionalmente, se debe destacar que el derecho del partícipe de separarse del FI no *“debe implicar que el accionista lucre con el ejercicio del derecho de separación, sino únicamente que le permita gozar de un derecho de salida ante la adopción de determinados acuerdos”* (Abramovich Ackerman, 2007, p. 170).

Habiendo dicho hecho, dado que también es una alternativa de salida del partícipe, es importante diferenciarlo de la compraventa de cuotas, por lo que se destaca lo señalado por Abramovich Ackerman sobre este tema, quien indica que si se produce alguno de los supuestos regulados en el artículo 200 de la LGS u otro artículo de la misma ley el ejercicio del derecho de separación el accionistas no debe buscar un comprador para las acciones que tiene en la sociedad sino que es la misma sociedad la que se encuentra obligada a comprarle sus acciones (2007, p. 170).

Finalmente, cabe señalar que el derecho de separación es un derecho renunciante tal como lo expresa Ramos Padilla (2004), quien al referirse al momento en el que se activa dicha posibilidad de renuncia en las sociedades señala que puede hacerse cuando se haya activado el derecho de separación sin más requerimiento de que la voluntad del socio conste de forma clara, expresa y terminante ya sea de forma tácita o expresa.

Ello es reflejado también en la normativa de los FI, en los cuales se establece que se debe presentar al RPMV una declaración del partícipe renunciando a dicho derecho cuando la Asamblea haya acordado la exclusión del FI de dicho registro, por lo que nada impide que ante los demás acuerdos que gatillen este derecho también el partícipe pueda renunciar al mismo mediante una declaración clara, expresa y firme en ese sentido.

2.1.1. Supuestos que gatillan su aplicación

El derecho de separación no puede ser ejercido ante cualquier evento, sino que su ejercicio se circunscribe a la ocurrencia de determinados eventos, así pues, Abramovich Ackerman expresa que estos *“deben ser lo suficientemente graves o materiales”* (2007, p. 170), es decir deben haber sido determinantes al momento en el que el accionista decidió invertir en la sociedad.

Por su parte, Ramos Padilla (2004), citando a Farrando Miguel y refiriéndose a las causas del derecho de separación en las sociedades, señala que nuestro ordenamiento jurídico las ha clasificado como “causas legales”, es decir aquellas previstas por el legislador como los supuestos que requieren dotar de protección a los accionistas, y las denominadas como “causas de separación estatutarias”, las cuales han sido previstas por los mismos socios como supuestos que tienen una apreciación negativa de los mismos.

No obstante lo previsto por la normativa de las sociedades, en el caso de los FI solo tenemos “causas legales” para el derecho de separación toda vez que los supuestos que originan la facultad de ejercerlo solo son establecidos por la norma, la misma que ha previsto que este derecho puede ser ejercido cuando la Asamblea General adopte alguno de los siguientes acuerdos:

1. Modificar la política de inversiones.
2. Incrementar los gastos del FI.
3. Aumentar el límite de endeudamiento del FI.
4. Excluir al FI del RPMV.
5. Fusionar, escindir o transferir el FI.
6. Ampliar el plazo de duración del FI.
7. Realizar Inversiones en una PR.
8. La aceptación de los aportes en bienes en especie o no dinerarios.

Sin perjuicio de que los supuestos en este caso sean establecidos normativamente, se destaca que si puede considerarse a dichos supuestos como materiales para permitir la salida del partícipe toda vez que modifican condiciones esenciales que en su momento pudieron haber influido en la decisión de inversión del partícipe.

2.1.2. Forma de ejercer el derecho de separación

Antes de explicar la forma en la que este derecho debe ser ejercido se debe destacar que hay ciertas limitaciones en cuanto a los partícipes

que pueden ejercerlo, así pues, por un lado, se resalta que solo los partícipes que hubieran hecho constar en el acta de la Asamblea General su oposición al acuerdo pueden ejercer el derecho de separación, así como los que no hubieran estado presentes en la sesión y los que hayan sido privados de emitir su voto de forma ilegítima.

No obstante, el FI puede tener cuotas sin derecho a voto cuyos titulares no participarán en la Asamblea que adoptará algún acuerdo que genere el derecho de separación, por lo que debería ser posible que dichos partícipes también ejerzan este derecho, por cuanto, tal como ocurre en las sociedades, incluso los ausentes pueden hacerlo, por lo que sería razonable que los partícipes sin derecho a voto puedan ejercerlo tal como lo señala Ramos Padilla (2004) *“no es posible negar este derecho a quienes ni quieren ni pueden emplear recursos de naturaleza participativa”*.

Por otro lado, debe destacarse que este derecho no les corresponde a aquellos partícipes que adquirieron tal condición de forma posterior a la adopción de los acuerdos y antes de que termine el plazo para su ejercicio toda vez que, aunque el derecho de separación todavía pueda ser ejercido, *“ya que se conocía, o debía conocer, la existencia del acuerdo o causa que originó [su] activación”* tal como lo manifiesta Ramos Padilla (2004).

Sin embargo, lo mencionado en el párrafo previo no es absoluto por cuanto si bien es cierto que un partícipe que suscribió cuotas o las adquirió mediante compraventa conocía, o tenía la posibilidad de conocer, el acuerdo que originó el derecho de separación y por ende considerarlo al momento de su inversión, también existen otros supuestos en los que ciertos partícipes adquirieron tal condición de forma posterior al acuerdo pero por causas ajenas a su voluntad, ello ocurrirá, por ejemplo, cuando se adquieran las cuotas por causa de sucesión, en cuyo caso el derecho de separación si debería ser transferible a los nuevos titulares de las cuotas.

Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que el derecho de separación tampoco podrán ejercerlo aquellos partícipes que son Personas Relacionadas, sus funcionarios o sus dependientes cuando se adopten acuerdos de inversión en los instrumentos o bienes señalados en los numerales 7, 8 y 9 del acápite precedente, con lo cual, aunque en pocos supuestos, también se evidencia una restricción a su ejercicio.

Habiendo dicho ello, con relación al procedimiento para el ejercicio del derecho de separación se debe destacar que las causas que lo gatillan, las reglas que se deben seguir, el procedimiento que será aplicable, el valor cuota que se pagará y el plazo para el pago de la redención de las cuotas deben ser determinadas por la SAFI en el Reglamento de Participación considerando los siguientes aspectos mínimos:

- i. Un plazo y medio para notificar a los partícipes: a) las decisiones de la Asamblea General que originaron que el partícipe pueda ejercer

el derecho de separación; b) el plazo para ejercerlo, el cual como máximo puede ser de hasta diez (10) días posteriores a la notificación; c) el mecanismo establecido para su ejercicio; y d) el valor cuota que se debe abonar por la redención de las cuotas de participación.

- ii. La posibilidad de establecer un número o porcentaje máximo de cuotas a redimir en las convocatorias a Asamblea General en las que se tenga como fin adoptar acuerdos sobre los supuestos mencionados en el acápite 2.2.1. precedente, ello como condición para la ejecución de dichos acuerdos y el abono del valor cuota que se pagará por la redención.
- iii. Si en la convocatoria se estableció lo señalado en el numeral previo, la Sociedad Administradora, una vez que venza el tiempo otorgado para que se ejerza el derecho de separación, debe informar a los Partícipes si se excedió o no dicho límite con el fin de precisar si se inicia o no la ejecución de los acuerdos de la Asamblea.

La comunicación mencionada en el párrafo previo también puede ser realizada por la SAFI antes de que se cumpla el tiempo otorgado para el ejercicio del derecho de separación, siempre que esta haya verificado que el monto máximo establecido en la convocatoria no será excedido.

Una vez realizada la comunicación de lo antes mencionado por parte de la Sociedad Administradora, el partícipe debe comunicarle su decisión de separarse del FI, dicha declaración de voluntad *“es un acto de naturaleza unilateral y recepticia”* (Ramos Padilla, citando a Farrando Miguel, 2004), por cuanto su materialización solo depende de que (a) se cumplan los supuestos establecidos para su ejercicio; (b) el partícipe esté legitimado para ejercerlo; y, (c) la comunicación haya sido entregada a la Sociedad Administradora dentro del plazo establecido para ello.

Para efectos del pago del valor de redención de la cuota la Sociedad Administradora tomará el valor cuota contable correspondiente al día en que la Asamblea General haya adoptado las decisiones que generan el derecho de separación. La fecha de la Asamblea en la que se haya adoptado el acuerdo también es relevante para efectos de establecer el plazo máximo en el que se debe realizar el pago del valor de redención pues, en los supuestos señalados en los numerales 7, 8 y 9 del acápite 2.2.1. previo, debe realizarse de acuerdo con lo previsto en el Reglamento de Participación y como máximo dentro de los nueve (09) meses siguientes a la fecha en la que se adoptó el acuerdo o a la fecha en la que el Partícipe ejerció su derecho de separación.

2.3. LA COMPRAVENTA DE CUOTAS DE PARTICIPACIÓN

Osorio Figueredo señala que *“el legislador peruano también adaptó los conceptos vinculados a (...) los close-end company, que ofrecen una cantidad limitada de valores que solo permiten la redención a su vencimiento, y que se negocian en un mercado secundario”* (2021, p. 105).

Al respecto, Rocca Carbajal menciona que el mercado secundario se forma *“cuando los inversionistas realizan operaciones de compraventa con los valores mobiliarios que fueron adquiridos previamente en el mercado primario, con el objetivo de hacer efectiva su inversión buscando obtener una ganancia”* (2017, p. 23).

En la misma línea, Reggiardo Denegri señala que *“el interés del inversionista de capital privado reside en liquidar su inversión rentabilizándola en el mayor valor posible”* (2011, p. 186).

Teniendo en cuenta ello es de destacar que el mercado secundario de cuotas de participación usa como insumo a las cuotas que fueron emitidas en el mercado primario y es utilizado por los Partícipes para efectos de obtener liquidez en menor tiempo, con lo cual este mercado puede conceptualizarse como el mercado en el que los Partícipes realizan transacciones para retirarse del FI mediante la transferencia de titularidad de sus cuotas a favor de otros inversionistas logrando de esta forma recuperar su inversión y obtener cierta rentabilidad adicional.

Por otro lado, con relación al precio que suelen tener los valores que se negocian en mercado secundario Montoya Manfredi señala como un aspecto que lo diferencia del mercado primario es que *“en este mercado se forma mediante el libre juego de la oferta y la demanda”* (2004, p. 443). El mismo autor también destaca que este mercado se formó para alinear el interés de los inversionistas de recuperar el capital invertido en un corto plazo con el interés de las empresas de conseguir recursos por plazo más amplios (Montoya Alberti, 2004, p. 443).

Habiendo entendido como funciona el mercado secundario se puede indicar que hay dos formas de realizar dicha transacción dependiendo de si las cuotas se encuentran representadas en títulos físicos o si encuentran desmaterializadas.

De esta forma, si las cuotas se encuentran representadas en certificados físicos estas pueden ser transferidas mediante la suscripción de un contrato de compraventa entre el Partícipe y el adquirente, siendo que en algunos casos podría intervenir también la Sociedad Administradora, quien se encargará de verificar que el adquirente cumpla con las características para ser considerado partícipe del FI y de anotar el cambio de titularidad en el registro de partícipes que está a su cargo.

En cambio, si las cuotas han sido desmaterializadas y por ende se encuentran anotadas en cuenta en CAVALI su negociación se realizará a través de la Bolsa de Valores de Lima - BVL (operaciones bursátiles) o fuera de ella (operaciones

extrabursátiles). Para estos fines, es necesario mencionar que la sociedad agente de bolsa está *“encargada de ejecutar las operaciones de compra y venta que los inversionistas le soliciten. A cambio, cobran una comisión”* (Rocca Carbajal, 2017, p. 108); y también debe destacarse que es necesario que los valores mobiliarios que se negocian en rueda de bolsa *“se encuentren previamente representados por anotaciones en cuenta; es decir, desmaterializados e inscritos en la ICLV”* (Rocca Carbajal, 2017, p. 121).

Así pues, la diferenciación entre las operaciones bursátiles y extrabursátiles que se pueden realizar con cuotas de participación radica en el uso o no de los mecanismos centralizados de negociación de la BVL para efectos de materializar la transferencia de dichas cuotas.

2.4. ¿EXISTEN OTRAS ALTERNATIVAS DE SALIDA PARA LOS PARTÍCIPES?

Conde Granados y Cahuana Ochoa (2022) refiriéndose a la reducción de capital regulada en la LGS señalan que esta tiene un doble efecto puesto que en ciertas ocasiones es necesaria y recomendable dicha variación del capital de la sociedad mientras que en otros casos es nociva porque afecta o tiene la capacidad de afectar el interés del accionista.

En el caso de los FI una de las facultades de la Asamblea General es también la de aprobar la reducción de capital del FI de acuerdo con el procedimiento que se haya establecido en el Reglamento de Participación para ello. Dicha reducción debe afectar a todos los titulares de cuotas a prorrata de su participación en el capital, pudiendo, tal como ocurre en las sociedades, darse a través de:

- a) Amortización, la cual, a decir de Conde Granados y Cahuana Ochoa (2022), *“implica la eliminación en el número de acciones necesarias hasta llegar a la nueva cifra de capital reducido (...)”*, siendo que en estos casos son eliminadas las acciones y se paga el valor de las mismas a los accionistas que correspondan.
- b) Reducción del valor nominal, lo cual, tal como lo menciona Conde Granados y Cahuana Ochoa (2022), lo cual implica que *“no [...] se supriman acciones o participaciones, su número se mantendrá reduciéndose, exclusivamente, el valor nominal de las mismas”*.

No obstante ello, es posible que la Asamblea acuerde una afectación distinta, requiriéndose para ello que la decisión sea adoptada por unanimidad de las cuotas suscritas, en cuyo caso dicho acuerdo podría constituir otra alternativa de salida para los partícipes, ya que el acuerdo podría implicar la reducción del capital afectando solo a una serie o clase del FI o inclusive la reducción total del capital del FI estableciendo las condiciones para ello; sin embargo, tal como se mencionó previamente, dicha forma de realizar la reducción del capital del FI implica que el acuerdo se adopte por unanimidad de los Partícipes, lo cual resulta casi imposible de lograr.

Al respecto, también debe mencionarse que los acuerdos de la Asamblea general deben ser comunicados a la SMV como hecho de importancia, por lo

que el acuerdo de reducción también constituye un hecho de importancia que se debe comunicar señalando las condiciones que regulan su ejecución.

Sin perjuicio de lo mencionado, también se debe precisar que si el FI es emisor de obligaciones, es necesario que el representante de los obligacionistas emita un documento señalando que la propuesta de reducción no afecta las condiciones de la emisión de dichas obligaciones de forma previa a la adopción del acuerdo de reducción de capital del FI por parte de la Asamblea.

De lo antes señalado se desprende que la reducción de capital del FI podría implicar un procedimiento más simple que la recompra, sin embargo, tampoco está exenta de dificultades para implementarla.

CAPÍTULO III: EL DERECHO DE RESCATE DE CUOTAS DE PARTICIPACIÓN

3.1. EL DERECHO DE RESCATE EN LOS FONDOS MUTUOS

Habiendo definido previamente al derecho de rescate en el caso de otros valores, en este acápite se abordará la conceptualización del derecho de rescate en los FM, así es importante citar a Polo Chiroque (2013), quien define al derecho de rescate como un acto de manifestación de voluntad que permite retirar total o parcialmente su inversión en un FM, siendo que lo usual es que dicho rescate se produzca respetando plazos mínimos con la sola actuación de la voluntad del partícipe (p. 126).

Por su parte, López Raygada y Bezada Alencastre (2016), al definir a este derecho destacan que puede encontrarse limitado en los documentos que regulan el funcionamiento del FM tales como su Prospecto Simplificado, su Reglamento de Participación y la regulación aplicable a los FM y sus sociedades administradoras (p. 47).

Por otro lado, Osorio Figueredo (2021) hace énfasis en el momento y plazo en el que el derecho de rescate puede ser ejercido por el partícipe señalando que en un FM es posible que las inversiones de estos sean rescatadas *“en cualquier momento y su solicitud será atendida en un plazo no mayor a tres días”* (p. 110).

Por su parte, Salinas Rivas (1996) puntualiza en el efecto negativo que trae al mercado de los FM el pago a la sociedad administradora de una comisión por el rescate de las cuotas toda vez que dicha comisión forma parte de la estructura de remuneraciones de las SAFM, la cual es adicional a la comisión que deben pagar los inversionistas al incorporarse al mismo, por lo que este autor considera que dicha comisión constituye una barrera a la salida de los inversionistas por cuanto encarece el proceso de reasignación de los recursos, lo cual a su vez desincentivaría la inversión en los FM (p. 124).

En contraposición a ello, Osorio Figueredo (2021) también menciona las fuentes de repago para los partícipes que ejercitan su derecho de rescate destacando aquellas que implican realizar operaciones de reporte y de pacto en las inversiones, ello comparándolas con las operaciones adicionales a las inversiones que le son permitidas a los FI, los cuales en cambio pueden emitir obligaciones (p. 110).

Teniendo en cuenta ello, se puede decir que el derecho de rescate en los FM es una opción de venta total o parcial de las cuotas de participación establecida a favor del Partícipe, la cual debe ser atendida por la Sociedad Administradora en un corto plazo sin más limitaciones que aquellas que hubiesen sido establecidas en las normas internas del FM y/o de la regulación que le fuera aplicable.

3.1.1. Regulación del derecho de rescate.

Tal como se mencionó en la presente investigación, el derecho de rescate ha sido regulado normativamente como parte del funcionamiento de los FM pero supeditado a que se produzcan algunos hechos externos, tales como una modificación al Prospecto Simplificado o al Reglamento de Participación o la ocurrencia de un exceso de participación dentro del FM, lo cual no será objeto de mayor detalle por cuanto no está referido a aquellos escenarios en los que el partícipe por su propia voluntad decide retirar su inversión del FM, escenario que es materia de interés en la presente investigación y que será tratado en el presente apartado destacando básicamente su regulación en lo que respecta a la solicitud de rescate, el valor cuota y el pago realizado al Partícipe.

Con relación a la solicitud de rescate el Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras (el “Reglamento de FM”) establece su contenido mínimo dependiendo de si estamos ante una solicitud presentada de forma física o a través de medios electrónicos; así pues, en el primer escenario esta deberá contener al menos la siguiente información:

- a) Datos de identificación del partícipe (nombre y documento identificadorio);
- b) Datos de identificación del representante legal del partícipe (nombre y documento identificadorio) que cuente con facultades para suscribir todo lo que fuera necesario y, de ser el caso, rescatar las cuotas;
- c) La denominación del FM, y su serie;
- d) La denominación social de la SAFM;
- e) La identificación y firma del promotor que participó en la operación;
- f) La firma del Partícipe;
- g) Día, mes y año, así como la hora de la solicitud; y,
- h) La penalidad de rescate vigente.

Por otro lado, en caso la solicitud fuese presentada a través de medios electrónicos se reemplaza la firma por un código confidencial de identificación del titular y se puede prescindir de indicar los datos del documento de identidad, así como de la información del promotor señalada en el literal e) previo.

Finalmente, es preciso mencionar que Stucchi López Raygada y Bezada Alencastre (2016) destacan que el inversionista que ejerza el rescate presenta su solicitud a la SAFM o al agente colocador y adjunta el certificado de participación, en caso corresponda (p. 47); luego de lo

cual la SAFM se verá obligada a atender dicha solicitud sin considerar ninguna otra limitación que aquellas que hubiesen sido previstas en el Prospecto Simplificado o el Reglamento de Participación del FM, así como en la normativa aplicable.

A) Valor cuota

Antes de señalar el valor cuota aplicable ante el ejercicio del derecho de rescate es importante conocer que *“el valor cuota de un fondo mutuo corresponde al precio unitario de participación que representa una fracción proporcional del patrimonio total del fondo. (...) Este valor (...) fluctúa diariamente según el desempeño de las inversiones que conforman el portafolio del fondo”* (Fondo Mutuos, 2025).

En esa línea, Villacrez, Roger (2008) señala que al dividir el valor de la cartera de inversiones del FM entre el número total de cuotas vigentes en un determinado momento se obtiene el precio de una unidad de participación del fondo, el cual es denominado como “valor cuota”.

Por su parte, Stucchi López Raygada y Bezada Alencastre (2016), mencionan que la valorización de las cuotas de un FM es realizada desde el día calendario en el que se recibe el primer aporte y de ahí en adelante se realiza en cada día del año sin excluir los días inhábiles (sábados, domingos y feriados) (p. 48).

Habiendo señalado ello y con relación al valor cuota que debe ser considerado para efectos del rescate se destaca que Osorio Figueredo (2021) señala que es necesario conocer el valor actual que tienen las cuotas de un FM para efectos de que se realicen los aportes y los retiros de las inversiones, razón por la cual desde el 2008 las inversiones de los FM son valorizadas por un proveedor de precios o por la SAFM para efectos de obtener el insumo que permite obtener a su vez el valor cuota durante cada día (p. 108).

De forma adicional, Stucchi López Raygada y Bezada Alencastre (2016) comentando sobre el rescate de cuotas resaltan que el valor cuota aplicable a los rescates es aquel valor que se tenga en la fecha y hora en la que se hubiera presentado la solicitud de rescate, siendo que la SAFM podrá establecer que cuando dicha solicitud sea presentada en un día inhábil esta considerará el valor cuota aplicable al día hábil siguiente a la fecha en la que se presentó la solicitud (p. 47).

Al respecto, cabe señalar que la normativa ha previsto que el valor cuota aplicable ante un rescate debe ser establecido considerando el método de asignación del valor cuota señalado en el prospecto simplificado, el cual podrá haber sido establecido considerando el criterio de “a valor cuota del día anterior” o “a valor cuota del día” o “a valor cuota del día siguiente”.

Por otro lado, en línea con lo mencionado por Stucchi López Raygada y Bezada Alencastre previamente, cuando la solicitud de rescate sea

presentada en un día inhábil (sábado, domingo o feriado nacional) la normativa ha previsto que la sociedad administradora determine en el Prospecto Simplificado del FM si procesará dichas solicitudes o no y en caso opte por no hacerlo debe establecer en dicho documento que el valor cuota aplicable será el del día útil siguiente de presentada la solicitud de acuerdo con los criterios antes mencionados.

Finalmente, en cuanto a la vigencia del valor cuota de un FM Stucchi López Raygada y Bezada Alencastre (2016) refieren que *“la vigencia del valor cuota es de 24 horas, siendo deber de la SAFM fijar en el Prospecto Simplificado el inicio de la vigencia del valor cuota u hora de corte”* (p. 48).

B) Pago

El pago del valor cuota al Partícipe que ha ejercido su derecho de rescate debe ser realizado dentro de los 3 días hábiles siguientes a la presentación de la solicitud y sobre ello Stucchi López Raygada y Bezada Alencastre (2016) mencionan que este se realiza a través de los siguientes medios: *“cheque nominativo, abono en una cuenta del partícipe o del agente colocador o entrega en efectivo”* (p. 47).

Así pues, tal como lo destaca Fondo Mutuos Perú (2024), una de las razones por las que es recomendable invertir en FM es que la disposición del pago del rescate es facilitada *“a través de ventanilla, cheque, abono en cuenta, e incluso mediante dinero electrónico”*. De esta forma, como es de esperarse, una vez realizado el pago del valor de rescate de la totalidad de las cuotas que un Partícipe mantiene en un FM este deja de tener la condición de Partícipe de dicho FM.

Adicionalmente, cabe señalar que, cuando un FM tenga dentro de su política de inversiones la posibilidad de invertir al menos el 75% de su cartera en cuotas de participación en otros FM (lo que se denomina “fondo de fondos”), es posible que con la finalidad de atender el pago de rescates se pueda destinar hasta el 25% de su cartera en invertir en: i) depósitos bancarios, instrumentos representativos de dichos depósitos bancarios (por ejemplo, el certificado de depósito negociable) o en instrumentos de deuda que sean emitidos por el Gobierno Central y el BCRP, y ii) operaciones forward con fines de cobertura.

Por otro lado, también es preciso destacar que Stucchi López Raygada y Bezada Alencastre (2016) señalan que *“en caso de tratarse de rescates programados o rescates significativos debe considerarse que se aplicarían reglas distintas”* (p. 47); así pues en el caso de los rescates programados, es decir aquellos en los que el rescate ocurre en una fecha determinada o determinable que difiere de la fecha en la que fue presentada la solicitud de rescate, i) el partícipe debe indicar en su solicitud la fecha de referencia (día o el evento que debe producirse para que se considere que ha ejercido su derecho de rescate); ii) la liquidación y el pago se realizará en no más de tres (3) días hábiles contados desde la fecha de referencia; y iii) el valor cuota aplicable será

el que corresponda a la fecha indicada en la solicitud o el que corresponda al evento determinable.

Por su parte, en el caso de rescates significativos, es decir aquellos en los que las solicitudes de rescate superan los umbrales que hubiese establecido la SAFM en el Prospecto Simplificado del FM, también se reglas distintas a las previamente señaladas; entre las cuales destacan:

- Establecer un monto o porcentaje a partir del cual se considerará a un rescate como significativo.
- Que el plazo máximo en el que se efectuará el pago del valor de rescate no exceda los diez (10) días útiles de ocurrido el rescate significativo.
- Establecer los elementos diferenciados entre el tratamiento para rescates individuales y rescates grupales, de ser el caso.
- Comunicar a la SMV, a más tardar al día útil siguiente de producido el evento, cuando se produzcan rescates significativos.

Con el fin de ejemplificar los rescates significativos en los FM que operan en el mercado peruano a continuación se menciona lo que el Prospecto Simplificado de algunos de estos ha regulado:

- “Fondo de Fondos SURA Acciones Norteamericanas FMIV”: En su Prospecto Simplificado (2022, p. 2) se indica que los rescates significativos se calculan en función del patrimonio neto del FM (el “PNFM”) tal como se indica a continuación:
 - Rescates individuales: mayores a 3% del PNFM.
 - Rescates grupales: mayores a 10% del PNFM.

Con relación se indica que este no deberá realizarse en un plazo mayor a diez días hábiles contados desde la presentación de la solicitud, sin perjuicio de que la SAFM pueda postergar los pagos informando debidamente a los partícipes dentro de un plazo máximo de dos días hábiles.

- “Blum Renta Global Fondo Mutuo | Fondo Flexible – Dólares Americanos” (el “Fondo Blum”): En su Prospecto Simplificado (2025, p. 2) se regula los rescates significativos señalando que son considerados como tales los rescates individuales que superen el 3% del PNFM y/o los rescates grupales que superen el 10% del PNFM.

Para efectos del pago, el Prospecto Simplificado establece que se realizará en un plazo no mayor a diez (10) días hábiles posteriores a la presentación de la solicitud.

- “Andean Crown Cash Plus Dólares FMIV Fondo Mutuo de Instrumentos de Deuda Corto Plazo / Dólares”: En su Prospecto Simplificado (2024, p. 2) se indica que son rescates significativos:

a) Los rescates individuales por máximo 1 % del PNFM del día en que se realiza el rescate.

b) Los rescates grupales mayores al 3 % del PNFM del día en que se solicita o 5% del PNFM en los tres días consecutivos al día en que se realiza el rescate.

La SAFM está obligada a informar al partícipe cuando se produzca un supuesto de rescate significativo en el día hábil siguiente a su ocurrencia siendo que el pago deberá ser realizado como máximo en los 10 días hábiles posteriores al rescate.

- “BDC Deuda Diversificada FMIV”: En su Prospecto Simplificado se indica que “(...) *el monto para ser considerado rescate significativo es el 1% del valor del Fondo*” (2024, p. 2).
- “Credicorp Capital Renta en Dólares 3Y VI FMIV”: En su Anexo (2023, p. 5) indica que son rescates significativos los siguientes:
 - Rescates individuales que superen el 1% del PNFM del día en el que se asigna el valor cuota.
 - Rescates grupales que superen el 3% del PNFM del día en el que se asigna el valor cuota.

La SAFM está obligada a informar al partícipe cuando se produzca un supuesto de rescate significativo en el día hábil siguiente a su ocurrencia siendo que el pago deberá ser realizado como máximo en los 10 días hábiles posteriores al rescate.

De esta forma, con los ejemplos citados se evidencia que: i) el umbral mínimo a partir del cual se considera a un rescate como significativo toma como parámetro a un porcentaje del patrimonio neto del FM; ii) en el mercado se ha optado por regular parámetros distintos para los rescates individuales y los rescates grupales; y iii) el pago se realice dentro de los diez (10) días hábiles siguientes de solicitado sin establecer un plazo específico, lo cual obedecería a que procesar solicitudes de rescate por montos significativos requerirá mayor tiempo y también a que el FM no siempre tendrá certeza del día en el que contará con liquidez suficiente para atenderlas.

Sin perjuicio de lo mencionado, en el mercado también se tienen FM que no regulan en sus Prospectos Simplificados lo referente al rescate significativo, ello por ejemplo ocurre en el caso del FM denominado “*Fondo de Fondos BTG Pactual Renta Internacional I FMIV*”.

3.1.2. Consideraciones para el ejercicio del derecho de rescate.

Villacrez, Roger (2008) en su artículo sobre los FM destaca como una ventaja de invertir en este tipo de instrumentos que *“se obtiene flexibilidad porque se cuenta con disponibilidad inmediata de los fondos luego de un periodo mínimo exigido”*.

El periodo mínimo mencionado por Roger es conocido como un plazo o periodo mínimo de permanencia, aspecto que debe ser tomado en cuenta por el inversionista cuando analiza sus alternativas de inversión pues tal como lo destaca la asociación de administradoras llamada Fondos Mutuos Perú (2024) *“si te retiras durante este plazo tendrás que pagar una comisión de salida o de rescate”*.

Por su parte, en una entrevista dada al diario Gestión (2017), Paul Zevallos comentando sobre el plazo mínimo de permanencia de una inversión en un FM *“es el tiempo mínimo que uno debo estar desde que hace su primer aporte”* siendo que en el caso de un FM se recomienda que sea de 1 a 3 días por cuanto se obtiene liquidez inmediata en corto tiempo, aun cuando no se generen intereses significativos por dicha inversión.

Habiendo dicho ello, en el siguiente cuadro se ejemplifica el periodo mínimo de permanencia considerado por algunos FM, administrados por diferentes Sociedades administradoras, que están o estuvieron operativos en nuestro mercado:

Cuadro N° 5: Periodo mínimo de permanencia FM

Fondos	Fondo Sura	Fondo Andean	Fondo Blum	Fondo BTG	Fondo BD Capital	Fondo Credicorp
Plazo mínimo de permanencia	30 días contados desde la fecha de suscripción como plazo mínimo de permanencia para no pagar la comisión de rescate.	7 días calendario de permanencia contados desde la suscripción.	No aplica.	Sesenta (60) días calendario contados desde la fecha de cada operación de suscripción.	Seis (6) años desde el inicio de la suscripción, inclusive, y excepcionalmente, la SAF podrá exonerar este periodo sujeto a su discreción y/o condiciones de mercado.	3 años contados desde el inicio de la etapa operativa del fondo.

Fuente: Elaboración propia.

A partir de la información del cuadro previo se destaca que: i) los FM establecen distintos periodos mínimos de permanencia, mismos que oscilan entre días o incluso años lo cual podrá estar alineado con la política de inversiones del FM para garantizar la obtención de la liquidez necesaria para cancelar los rescates solicitados luego de dicho periodo; y ii) el inicio del cómputo del plazo no es uniforme ya que puede iniciar desde la suscripción de las cuotas por parte del partícipe o desde la fecha en la que inicia operaciones el FM, la cual no necesariamente coincidirá con la fecha en la que se suscribieron las cuotas.

Habiendo establecido ello es necesario mencionar que una consecuencia usual de solicitar el rescate antes de que se cumpla el periodo mínimo de permanencia es que el partícipe deba pagar una comisión. Es así que Fondos Mutuos Perú (2024) destaca que en los FM se tiene una *“comisión de administración de la Sociedades Administradoras o por determinadas operaciones (ingreso o salida del Fondo Mutuo, por ejemplo)”*, por cuanto la prestación de cualquier servicio (como lo es la gestión del FM) tiene un costo.

Por su parte, Salinas Rivas (1996, p. 116) analizando los costos de la transacción señala que gran parte de ***“los [FM] cobran una comisión de redención fijada como un porcentaje del valor de las participaciones redimidas”*** (El resaltado es propio).

Sin embargo, es preciso mencionar que dicha comisión no puede ser establecida por la SAFM en el momento en el que se realiza el rescate, sino que debe ser informada al Partícipe antes de que éste realice su inversión, lo cual se realizará a través del Prospecto Simplificado, siendo que si esta no se hubiera previsto en dicho documento no serán pagados por los partícipes y por ende recaerán en la misma SAFM tal como lo señalan Stucchi López Raygada y Bezada Alencastre (2016, p. 48).

En esa línea, Cortez Cortez (1999) señala que la SAFM *“carga comisiones o gastos al [FM], o a los partícipes, siempre que se especifiquen como porcentajes o cantidades fijas”* (p. 96), lo cual implica que la comisión debe ser determinable, pudiendo establecerse distintas formas de determinarlo: i) un porcentaje específico del monto total rescatado que será aplicable a todas las operaciones de rescate; ii) un porcentaje máximo que permita aplicar porcentajes de comisión menores y distintos para cada serie del FM; iii) un porcentaje mínimo (que podría ser incluso 0% pero que nada impide que sea mayor a ello) y uno máximo en el marco del cual se fijará un porcentaje que podría ser distinto entre una y otra serie del FM; y iv) exceptuar algunos supuestos para la aplicación de esta comisión (por ejemplo no aplicarlo a los rescates producidos en la etapa preoperativa o a los rescates programas obligatorios) o directamente no aplicarlo a ningún tipo de rescate.

El siguiente cuadro ejemplifica los supuestos mencionados en el párrafo previo, los cuales podrían no ser los únicos:

Cuadro N° 6: Comisión de rescate FM

Fondos	Fondo Sura	Fondo Andean	Fondo Blum	Fondo BTG	Fondo BD Capital	Fondo Credicorp
Comisión de rescate	1.5% del monto total rescatado, más los impuestos de ley.	0,25% más IGV.	No aplica.	10% del monto rescatado más IGV.	Hasta 30%. No aplica en caso de rescates durante la etapa pre-operativa.	Actualmente es de 10% más IGV. La comisión podrá ser de 0% a 20% más IGV. Rescate programado obligatorio: No se cobra comisión. Rescates programados no aplican al fondo.

Fuente: Elaboración propia.

En base a lo comentado en este apartado se concluye que la comisión de rescate funciona en la práctica como una especie de penalidad que tiene la función de desincentivar que el Partícipe retire su inversión por cuanto al retirarla en un corto plazo o antes de que se cumpla el plazo mínimo de permanencia puede darse el supuesto en que el rendimiento generado durante el plazo en el que se mantuvo la inversión en el FM no cubra esta comisión o que el monto rescatado sea menor al de la inversión inicial cuando se le aplique esta comisión.

En línea con lo mencionado en el párrafo previo, la comisión de rescate será un costo adicional para el partícipe, el cual deberá ser cubierto incluso si el FM tiene pérdida, así pues, Cortez Cortez (1999) menciona que *“aun cuando no se asegure una ganancia para los inversionistas las sociedades administradoras de acuerdo a la ley están facultadas para cargar sus gastos y comisiones”* (p. 94).

3.2. DEFINICIÓN DEL DERECHO DE RESCATE DE CUOTAS DE PARTICIPACIÓN EN LOS FI.

El rescate en el ámbito de los seguros de vida se entiende como la *“operación característica de alguna modalidad de seguro de vida, en virtud del cual, por voluntad del asegurado, éste percibe de su asegurador el importe que le corresponde (valor de rescate) de la reserva matemática constituida sobre el riesgo que tenía garantizado”* (Fundación MAPFRE, 2025).

Por otro lado, en el ámbito de las opciones financieras Villacorta Hernández (2011) señala que el “derecho de rescate dota al instrumento financiero de la versatilidad de las opciones financieras” siendo cuando son un derecho del emisor toman la forma de un *call options* mientras que si son una facultad del accionista tienen la forma de un *«put option»* que incrementa la liquidez del instrumento (p. 246).

Parras Martín, A. (2017, pp. 97 - 98) reseñando sobre la desinversión de las acciones rescatables destaca los siguientes aspectos del derecho de rescate o amortización de acciones como mecanismo de desinversión:

- (i) aspecto objetivo, otorga extraliquidez al instrumento financiero;

- (ii) perfil subjetivo, referido al control que el inversionista tiene sobre la liquidación de su inversión realizada teniendo al rescate como condición expresa del acuerdo de emisión.

Asimismo, Elías Laroza (2015), en sus comentarios sobre el artículo 330 de la Ley General de Sociedades que regula el rescate de las obligaciones, menciona que *“se entiende como rescate de las obligaciones el pago de ellas con anticipación al vencimiento establecido. El rescate determina la amortización de las obligaciones, es decir el pago de los montos adeudados y la extinción de las mismas”* (p. 349).

Gitman y Joehnk (2009) abordando específicamente la opción de rescate anticipado de los bonos mencionan que *“todo bono es emitido con una opción de rescate anticipado, que especifica si el emisor puede retirar un bono antes de su vencimiento y en qué condiciones”* (p. 406). De esta forma, los autores destacan los siguientes tipos de bono considerando su posibilidad de rescate:

1. Bono *libremente rescatable*, el cual puede ser retirado por el emisor en cualquier momento.
2. Bono *no rescatable*, el cual no debe ser retirado por el emisor antes de su vencimiento.
3. Bono con *rescate diferido*, el cual no puede ser rescatado hasta que haya pasado cierto tiempo desde su emisión, es decir, el bono es no rescatable pero solo por cierto tiempo, luego de lo cual se convertirá libremente rescatable (p. 406).

Con relación a los beneficios que acarrea el rescate, Elías Laroza señala entre ellas *“una mejora general de su situación financiera o del acceso a fuentes de financiamiento más baratas”* (2015, p. 349). Por su parte, Gitman y Joehnk (2009) expresan que pueden reemplazar una emisión por otra nueva que tenga un cupón más reducido beneficiando así al emisor con la reducción del costo de los intereses que debe pagar, ello incluso cuando deba pagar a los inversionistas el precio de redención (prima de rescate más el valor nominal de la emisión) por rescatar de forma anticipada la emisión (pp. 406 - 407).

Por otro lado, sobre los supuestos en los que es posible aplicar el rescate de las obligaciones emitidas en nuestro país Elías Laroza (2015, p. 349) comenta lo siguiente:

- a) Por pago anticipado. Esta forma de rescate solo procede en la medida que sea aprobada por la sociedad y por los obligacionistas o que se encuentre expresamente contemplada en la escritura pública de emisión (...).
- b) Por oferta dirigida a todos los obligacionistas o a aquellos de una determinada serie. No vemos tampoco inconveniente legal para que la sociedad pueda rescatar las obligaciones de determinados obligacionistas que así lo deseen, sin verse obligada a dirigir una oferta a todos.
- c) En cumplimiento de convenios celebrados con el sindicato de obligacionistas. Es preciso tener en cuenta que el obligacionista individual queda vinculado por los acuerdos que adopte la asamblea, a pesar de que se encuentre en desacuerdo con la medida.

- d) Por adquisición de las obligaciones en la bolsa de valores.
- e) Por conversión en acciones. Dicha conversión puede haber sido contemplada en la escritura pública de emisión o acordada con posteridad con los titulares de las obligaciones. (...)

De esta forma, considerando las opiniones dadas en la doctrina, se puede concebir al rescate desde dos perspectivas: i) como un derecho del inversionista; y ii) como una opción del emisor. Desde la primera perspectiva se define al derecho de rescate como la posibilidad del inversionista de solicitar la devolución de su inversión antes de que se produzca el plazo de vencimiento de esta, supuesto en el cual el emisor se encontrará obligado a atender dicha solicitud; desde la segunda perspectiva se concibe al rescate como la facultad del emisor de prepagar los valores que ha emitido antes de la fecha de redención prevista, por lo que también es usual identificar a la opción de rescate como la opción de prepago, en cuyo caso el inversionista se encontrará obligado a aceptarlo de acuerdo con los términos que se hubieran previsto en los documentos de la emisión.

Así pues, para efectos de la presente investigación, el derecho de rescate en los FI será la facultad del partícipe de solicitar la devolución del monto invertido en el FI antes de que se produzca el vencimiento del mismo y sin que sea necesario que se produzca algún otro evento previo dentro de este, supuesto en el cual la Sociedad Administradora se encontrará obligada a atender dicha solicitud sin más limitaciones que aquellas que hubiesen sido establecidas en las normas que regulan su funcionamiento.

3.3. PRINCIPALES JUSTIFICACIONES SOBRE LA INEXISTENCIA DEL DERECHO DE RESCATE EN LOS FI.

Los argumentos para que no exista el derecho de rescate en los FI son principalmente económicos, tales como la naturaleza de los activos en los que invierte o la estructura con la que fue diseñado. En ese sentido, a continuación se señalan las principales razones que según la investigación realizada justificarían la inexistencia del derecho de rescate en los FI:

- Considerando que no tendrán demandas de liquidez de sus inversionistas los FI usualmente invierten sus recursos en activos que no son muy líquidos tales como inversiones en empresas que no cotizan en bolsa o en mercados menos desarrollados, ciertos instrumentos de deuda o incluso inmuebles (como es el caso de los FIRBI) tal como lo señala el Investment Company Institute (1997, p. 2).

Así pues, la liquidez de un activo afecta la posibilidad de atender las solicitudes de rescate de cuotas que efectúen los partícipes considerando el tiempo que podría implicar la venta de este y el desempeño del mercado en el que se negocie.

Sin embargo, Natalucci, F.; Mahvash S.; y Qureshi, F. S. (2022) al referirse a los efectos negativos de tener la opción de salidas diarias en los FI abiertos señala lo siguiente:

Si bien los inversionistas pueden vender participaciones todos los días al precio fijado al final de cada sesión de negociación, los gestores de los fondos pueden necesitar varios días para vender los activos y satisfacer esos retiros de la inversión, en especial cuando los mercados financieros son volátiles.

De lo comentado en el párrafo previo se desprende que la falta de liquidez de los activos no es algo que se deba acreditar exclusivamente a los FI, sino que también podría afectar a los FM, lo cual sin embargo no genera que este tipo de vehículos prescinda del derecho de rescate en su funcionamiento.

Por otro lado, no se debe olvidar que en el caso de los FM su regulación le permite realizar ciertas operaciones para obtener liquidez de modo que no necesariamente se deba disponer de los activos que conforman el patrimonio del FM, tales como realizar operaciones de endeudamiento, operaciones que también podría realizar un FI para obtener liquidez.

- Se perjudica la rentabilidad del FI y la de los demás partícipes. Este efecto se puede ver en la variación del valor cuota del FI la cual, tal como lo señala el Investment Company Institute, *“(...) es el valor de mercado de todos los valores en cartera del fondo, menos los gastos y el pasivo, dividido por el número total de acciones en circulación”* (1997, p. 7).

Al respecto, si bien el número de cuotas en circulación también disminuirá como consecuencia de un rescate lo cierto es que el valor de los activos en cartera del FI no necesariamente será igual o mayor al que se tenía cuando algunos Partícipes efectuaron su solicitud de rescate por cuanto ello depende del riesgo de mercado. Asimismo, debe considerarse que nada garantiza que el Partícipe que ejerce su derecho de rescate vaya a obtener la mejor rentabilidad esperada por cuanto su decisión de rescatar su inversión podría deberse a razones distintas a la mera voluntad de obtener un buen rendimiento.

- Que los costos de transacción asociados a la disposición de los activos requeridos para atender el rescate no son asumidos por los Partícipes salientes disminuirán el patrimonio neto del FI, ello es evidenciado por Natalucci, F.; Mahvash S.; y Qureshi, F. S. (2022) para el caso de los FM, el cual consideramos que también sería aplicable a los FI, en los siguientes términos: *“(...) el precio que se paga a los inversionistas podría no reflejar por completo todos los costos de negociación asociados con los activos que han vendido. En su lugar, son el resto de los inversionistas quienes asumen esos costos (...)”*.

Ante ello, debe considerarse que lo usual es que al regular un derecho de rescate lo usual es establecer penalidades o conceptos similares para desalentar que los partícipes lo utilicen en situaciones que podrían complicar la operatividad del FI. Asimismo, se puede establecer “comisiones” o similares con el fin de garantizar que los gastos que se

generen por el ejercicio de este derecho sean finalmente asumidos por quienes se benefician del mismo.

- Estructuración del FI enfocada en inversiones de largo plazo bajo la premisa de que estos generarán mayor rentabilidad y por ende otorgarán un mayor rendimiento al Partícipe.

Al respecto, Reggiardo Denegri (2011) comentando sobre los FI de capital privado señala que desde la perspectiva del gestor de un fondo y sus inversionistas esta es una industria eminentemente financiera con inversiones temporales y la visión de tener mayores retornos con las mismas (p. 182).

Por otra parte, tal como lo menciona el Investment Company Institute (1997), estructurar un FI diversificado tiene sus ventajas, pero tener a un FI no diversificado también, por lo que dependerá de la estructuración del FI la finalidad que se requiera priorizar, así pues un FI con capital fijo puede ser diversificado e invertir su activo en muchas acciones o bonos diferentes disminuyendo de esa forma el impacto de un cambio en el precio de cualquiera de sus inversiones, mientras que los FI no diversificados pueden tener inversiones más grandes en cartera específicas (p. 3).

Así pues, si bien el horizonte de la inversión de un FI es relevante también es importante la rentabilidad que esta genere, por lo que si bien podrían ser aspectos relacionados no son excluyentes puesto que las inversiones pueden ser estructuradas considerando mecanismos de salida, tales como los señalados por Reggiardo Denegri (2011) para el caso de los FI privados que invierten en sociedades que no cotizan en bolsa, algunos de los cuales podrían ser aplicables a las inversiones que realicen los FI públicos:

- Pactar cláusulas contractuales que permitan proteger la salida de la inversión realizada, tales como: i) el derecho de arrastre (*Drag along rights*); ii) el derecho de acompañamiento (*Tag along rights*); o iii) el derecho de opción de venta a otros socios de la sociedad objetivo (*buy-back clauses*).
- *Trade sales* o salidas a través de transferencias a inversionistas estratégicos.
- Establecer el derecho de rescate u opción de venta de las inversiones (“recompra”).
- Establecer la venta en mercado secundario a través del registro de los valores con el fin de realizar una oferta pública.

Asimismo, como se mencionó previamente, existen otras alternativas para poder afrontar requerimientos de liquidez, tales como invertir cierto porcentaje de los recursos del FI en depósitos a plazo o en instrumentos de corto plazo, así como establecer reglas distintas para rescates que sean considerados como significativos.

CAPÍTULO IV: LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN LA LEGISLACIÓN COMPARADA

4.1. LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESTADOS UNIDOS

En el mercado estadounidense existen diferentes vehículos de inversión que podrían parecerse a los FI o FM que tenemos en el mercado peruano, de esta forma Gitman y Joehnk (2009) resumen las siguientes diferencias principales entre tales vehículos:

Los fondos de capital variable u *open-end* no tienen un límite en cuanto al número de acciones que pueden emitir. Los fondos cerrados tienen un número fijo de acciones en circulación y se negocian en los mercados secundarios como acciones ordinarias. Los fondos cotizados en bolsa (ETFs) poseen características tanto de fondos *open-end* como de fondos cerrados. Otros tipos de sociedades de inversión son (...), los *hedge funds* (instrumentos de inversión privados, no regulados, que están disponibles para inversionistas institucionales e individuos de alto poder adquisitivo) (...) (p. 527).

Habiendo dicho ello y a partir de lo señalado por Gitman y Joehnk (2009), el siguiente cuadro resume las diferencias principales que se identificaron entre los distintos tipos de vehículos de inversión estadounidenses:

Cuadro N° 7: Diferencias vehículos de inversión estadounidense

	Fondos de capital variable u <i>open-end</i>	Fondos cerrados o <i>closed-end</i>	Fondos cotizados en bolsa (<i>Exchange Traded Fund - ETFs</i>)	<i>Hedge funds</i>
Definición	En una sociedad de inversión de capital variable.	Es una sociedad que opera con un capital fijo y que tiene como objeto invertir en valores negociables.	Fondo de inversión de capital variable (<i>open-end</i>) que se negocia como un título cotizado en una de las bolsas de valores.	Entidades privadas, usualmente sociedades limitadas, no reguladas en su mayor parte, que tienen un socio general que dirige el fondo y participa directamente de las utilidades de éste y socios limitados que son inversionistas institucionales o personas con un alto poder adquisitivo.

	Fondos de capital variable u <i>open-end</i>	Fondos cerrados o <i>closed-end</i>	Fondos cotizados en bolsa (<i>Exchange Traded Fund - ETFs</i>)	<i>Hedge funds</i>
Emisión de acciones o participaciones	No tienen un límite en cuanto al número de acciones que pueden emitir; sin embargo, con la intención de controlar el crecimiento de la sociedad pueden cerrar temporalmente a nuevos inversionistas.	Tienen un número fijo de acciones en circulación y no emiten nuevas acciones regularmente.	Es posible aumentar o disminuir el número de acciones en circulación ya que el distribuidor puede crear acciones o redimir acciones viejas.	Emiten acciones o participaciones pudiendo limitar el número de inversionistas que pueden participar (con frecuencia no más de 100 inversionistas).
Negociación de acciones o participaciones	Sus acciones son recompradas por las sociedades administradoras cuando los inversionistas deciden venderlas, por lo que no se genera un mercado secundario con terceros.	Sus acciones cotizan en bolsa como si fuesen acciones ordinarias, por lo que la sociedad de inversión misma no participa en la compra o venta de estas.	Sus acciones se compran o venden como cualquier otra acción cotizada en bolsa.	Sus acciones o participaciones se negocian entre inversionistas institucionales o personas con alto poder adquisitivo.
Valor de las acciones o participaciones	La compra y venta de sus acciones se realizan a valor neto de los activos (NAV - <i>net asset value</i>), el cual es calculado al menos una vez al día (precio cierre) y para su cálculo se considera el valor de mercado total de todos los activos que tiene el fondo, se le resta cualquier pasivo, y se divide dicho monto entre el número de acciones en circulación del fondo.	Los precios de las acciones están determinados no sólo por el NAV, sino también por las condiciones generales de la oferta y la demanda en el mercado, por lo que generalmente se negocian con un descuento o una prima en relación con el NAV.	Los valores netos de sus activos se establecen a una fracción del valor del índice subyacente en un determinado momento. Por ejemplo, si el índice S&P 500 está en 1364.46, el ETF que toma en cuenta dicho índice debe ser negociado en aproximadamente 1/10 del índice (136.50).	-

	Fondos de capital variable u <i>open-end</i>	Fondos cerrados o <i>closed-end</i>	Fondos cotizados en bolsa (<i>Exchange Traded Fund - ETFs</i>)	<i>Hedge funds</i>
Costos para el inversionista	El costo depende de los tipos de comisiones y cuotas que el fondo cobra a sus inversionistas.	Comisión por manejo de cartera (u otras comisiones como las denominadas "ocultas" que se cobran anualmente) y demás al comprar o vender acciones se paga una comisión de intermediación.	Se administran de forma pasiva, por lo que las comisiones de manejo de cartera son bajas, pero los inversionistas deben asumir comisiones de intermediación cuando negocian sus acciones.	El socio general suele cobrar una "comisión de desempeño", además de una comisión base (lo que podemos definir como una "comisión de administración").
Tratamiento tributario	Son organizaciones exentas de impuestos, para lo cual deben repartir cuando menos el 90% de sus ingresos por intereses o dividendos y todas sus ganancias de capital realizadas.		Casi no tienen ningún ingreso gravable y no reparten sus ganancias de capital, por lo que sus partícipes no tienen obligaciones tributarias hasta que venden el ETF a cambio de un beneficio.	-
Revelación de información	La entidad que los administra debe proporcionar cierta información de forma periódica y estandarizada sobre los precios y su valorización a inversionistas y al público en general.		-	Están totalmente libres de requerimientos de difusión de información al público en general.

Fuente: Elaboración propia

En línea con lo mencionado por Gitman y Joehnk y específicamente sobre los FI de capital fijo el *Investment Company Institute* (1997, p. 13) resume la regulación aplicable a estos vehículos en los siguientes términos:

- La Ley de Sociedades de Inversión de 1940 la misma que establece que los fondos deben inscribirse en la Comisión de Valores y Cambios (SEC) y que para operar deben cumplir con ciertos requisitos;
- La Ley de Valores de 1933 que establece el registro de las acciones del fondo y la entrega de información a través de un prospecto a los inversionistas que adquieren acciones en el mercado primario;
- La Ley de Operaciones sobre Valores de 1934, la cual reglamenta las operaciones que se realizan en mercado secundario y define las normas antifraude que deben ser aplicadas a dichas operaciones;

- Ley sobre Asesores de Inversión de 1940, la misma que establece los criterios que deben seguir los directores de inversión de los fondos y regula su inscripción en la SEC.

Por otro lado, con relación a la difusión de la información el Investment Company Institute (1997) destaca que los mercados siempre necesitan *“información esencial y requieren que se sigan ciertos procedimientos de administración y gobierno de las empresas”* (p. 13).

No obstante lo antes mencionado, se debe señalar que la regulación estadounidense aplicable a los FI (de capital variable o de capital fijo) y los otros vehículos de inversión que tienen una naturaleza similar no ha estado exenta de modificaciones a lo largo de los años, principalmente luego de las crisis financieras ocurridas en dicho país y que develaron diversos fallos en el funcionamiento de estas estructuras, con lo cual es posible que las características reseñadas en este apartado hayan variado en el tiempo; sin embargo, conocer cómo se concibieron en sus inicios permite contrastarlas con los FI regulados en nuestro país tales como las facilidades que caracterizan a los ETFs (Exposición de Motivos del PL 1659, 2007, p. 7):

- (...) que ciertos tipos de fondos, dada su naturaleza y estructura financiera, podrían requerir un número menor de partícipes para su viabilidad (...).
- Establecer excepciones a la prohibición exigible a los miembros del Comité de Inversiones de un fondo bajo una sociedad administradora para ser miembros del Comité de Inversiones bajo otra sociedad administradora, flexibilidad que podría reconocerse, por ejemplo, en el caso de fondos donde existe una gestión pasiva (...).

4.2. LOS FONDOS DE INVERSIÓN EN ESPAÑA

Para abordar el tratamiento de los FI en España es importante mencionar su crecimiento a lo largo de las décadas pasadas, respecto a lo cual Cambón Murcia & Losada López (2012) identifican 4 periodos que inician en el año 1995 y culminan (en su investigación) en el 2010:

Primero, entre 1995 y 2000 la industria mostró una gran expansión tanto en el número de fondos como en el patrimonio gestionado. Este aumento se debió a la popularización de este tipo de instrumentos financieros entre los inversores, sobre todo entre los minoristas. En los años 2001 y 2002 la industria se contrajo como consecuencia del pinchazo de la burbuja tecnológica, que se vio reflejado en un descenso notable en el patrimonio de los fondos de inversión, si bien su número permaneció estable. Coincidiendo con el fuerte crecimiento económico que experimentó la economía española entre los años 2003 y 2007 se produjo una nueva expansión, tanto en el número de fondos como en el volumen de patrimonio bajo gestión. En la última etapa (...), 2008-2010, tanto el número de fondos como su patrimonio experimentaron notables descensos como consecuencia de la crisis financiera que comenzó en 2007 (p. 15).

Así pues, al igual que en los demás países, el desarrollo de los FI en España ha pasado por diversos vaivenes como consecuencia de diversos factores que terminaron afectando al mercado financiero; lo cual sin embargo no ha limitado

su funcionamiento caracterizado por la concentración de la cuota de mercado que tienen 4 principales gestoras (entre el 36,2% en 1995 y el 49,2% en 2010) pese a que en el mercado funcionan un número elevado de gestoras que ofrecen a su vez un número significativo de FI (Cambón Murcia & Losada López, 2012, p. 39).

En relación a la comercialización de los FI Cambón Murcia & Losada López (2012) destacan que a diferencia del mercado estadounidense en el que, según el Investment Company Institute, en el 2011 el 44% de familias tenían algún tipo de participación en FI, y que la mitad de estas utilizó los servicios financieros de un profesional (intermediarios o asesores financieros independientes), mientras que en el caso español, según la Encuesta Financiera de las Familias del 2008, el 31,3% de las familias tenía participaciones en alguna forma de inversión colectiva (de los cuales el 5,6% invirtieron en FI), probablemente las adquirieron mayoritariamente a través de una oficina bancaria (Cambón Murcia & Losada López, 2012, p. 13).

Habiendo brindado contexto sobre el desarrollo de los FI y como operan estos es necesario señalar que en España existen diferentes Instituciones de Inversión Colectiva (“IIC”) las cuales se han desarrollado a lo largo de los años permaneciendo algunas y desapareciendo otras, tales como la “sociedad de inversión mobiliaria de capital fijo” o los “Fondos en activos del mercado monetario (FIAMM), también conocidos como “fondos de dinero”, los cuales invertían en activos financieros del mercado monetario de corto plazo y de elevada liquidez y que permitían la liquidez de las participaciones en un plazo máximo de 24 horas desde la solicitud del reembolso.

Asimismo, en el caso específico de los FI Mar Barrero (p. 25) hace algunas décadas hacía la diferenciación entre “fondos de capitalización” (tales como los Fondos de tesoro que debían invertir todo su patrimonio en Deuda del Estado, salvo por los activos que fuesen necesarios para cubrir el coeficiente de liquidez requerido) y “fondos de reparto” que se diferenciaban por los aspectos que, tomando en cuenta lo señalado por la autora en mención, fueron resumidos en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 8: Diferencias fondos de capitalización y fondos de reparto

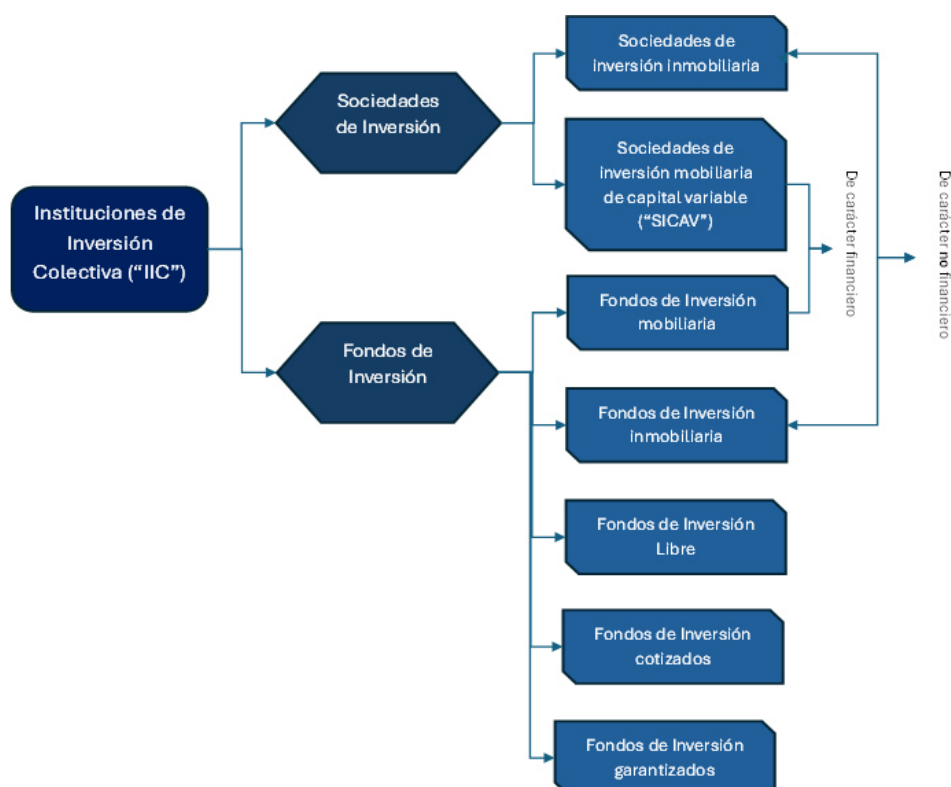
	Fondos de capitalización o de acumulación	Fondos de reparto
Rendimientos	Los rendimientos obtenidos por la gestión de la cartera del fondo (ya sea por la venta de alguno de los activos o por la percepción de intereses o de los dividendos), no se reparten a los inversionistas, sino que son reinvertidos.	Los rendimientos generados por la gestión del fondo son distribuidos de forma periódica (usualmente de forma anual, aunque se podían establecer plazos distintos).

	Fondos de capitalización o de acumulación	Fondos de reparto
Valor de las participaciones	El valor del patrimonio aumento producto de la reinversión de los rendimientos generados, como consecuencia de lo cual el valor liquidativo de las inversiones también se incrementa.	-
Tratamiento tributario	El pago de la tasa impositiva no es aplicable hasta que se reembolsen las inversiones a los partícipes.	Se retiene el 18% de los dividendos que van siendo repartidos a cada cliente.

Fuente: Elaboración propia.

No obstante los cambios que se han suscitado a lo largo de los años en España se ha mantenido la división de las ICC en sociedades de inversión y FI, los mismos que a su vez contienen dentro de ellos diversos tipos tal como se aprecia en la siguiente imagen, en la cual se priorizó la inclusión de aquellas IIC que son afines al objeto de la presente investigación:

Gráfico N° 3: Instituciones de Inversión Colectiva



Fuente: Elaboración propia.

Al respecto, tal como se observa en la imagen, a las IIC se las puede clasificar por un lado como aquellas que tienen carácter financiero y por otro lado a aquellas que tienen carácter no financiero. Dicha distinción se realiza en base a los instrumentos o activos en los que invierten las mismas, siendo que las primeras invertirán en activos financieros como dinero, valores mobiliarios, pagarés o cualquier otro valor, mientras que las segundas operan con instrumentos de otra naturaleza tales como inmuebles o arte.

Otra clasificación relevante es la de IIC de carácter abierto o cerrado, la cual, de acuerdo con Ribes Ribes, A. (2018), puede ser abordada desde diversas perspectivas:

La cuarta clasificación divide las IIC en instituciones de carácter abierto y de tipo cerrado. Esta clasificación ha sido interpretada desde diferentes puntos de vista. Un primer posicionamiento defiende que, frente a las primeras, que posibilitan la incorporación inmediata al patrimonio de las mismas, bien como partícipe o bien como socio de la institución; en las de tipo cerrado, en contraste, la incorporación de un inversor exige que se produzca una ampliación de capital de la sociedad. Salvo las sociedades de inversión inmobiliaria, que pertenecen a este último grupo, el resto de las IIC reguladas en nuestro ordenamiento son de carácter abierto.

Desde otro punto de vista, podemos tener IIC abiertas o cerradas, ello en función de la manera en la entreguen liquidez a sus inversionistas: las primeras son aquellas cuyas participaciones son recompradas o reembolsadas con los recursos que posee la IIC cuando así lo solicita el inversionistas; mientras que las segundas son las que no tienen contemplada la posibilidad de recompra o reembolso para el inversionista.

Así pues, considerando las distintas perspectivas de la clasificación de las IIC en abiertas o cerradas nada impide que puede mantenerse su carácter de cerrado en lo que corresponde al ingreso de nuevos inversionistas aun cuando permita dotar de liquidez a sus partícipes mediante reembolsos o recompras de sus participaciones.

Finalmente, es importante destacar las ventajas de invertir en IIC, las cuales Ribes Ribes, A. (2018, pp. 225 - 226) enumera en los siguientes términos:

- a) Gestión profesionalizada, lo cual genera seguridad y comodidad para los inversionistas pequeños, quienes suelen requerir la gestión de sus recursos mediante gestores que cuenten con elevada especialización técnica y con acceso a la información necesaria para que adopten decisiones eficientes;
- b) Diversificación de la cartera de inversiones en muchos activos, lo cual contribuye a la reducción del riesgo del inversionista;
- c) Mayor rentabilidad aun cuando la inversión sea pequeña, ello considerando la reducción de las comisiones y costes operativos que facilitan que las IIC inviertan en mercados con mejores condiciones que si se realiza una inversión de forma individual, es decir, emplean economías de escala en sus transacciones;

- c) Seguridad, por la información que reciben sobre la evolución del patrimonio de la IIC y de sus inversiones vigentes; así como por la supervisión que ejerce la CNMV; y,
- d) Régimen fiscal beneficioso en comparación con otras formas de inversión.

4.1.1. Sociedades de inversión (“SI”)

Son sociedades constituidas bajo la forma de sociedades anónimas cuyo objeto social, a diferencia de las demás sociedades anónimas, *“(…) es captar fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos”* (Fundación INVERCO, 2007, p. 93).

De lo antes mencionado se desprende que las SI, por estar constituidas bajo la forma de sociedades, no son similares a los FI regulados en nuestro país, por lo que a continuación se señalan las características más importantes de estas entidades sin mayor profundidad al respecto:

- A diferencia de los FI regulados en España, y también en nuestro país, cuentan con personalidad jurídica.
- Se rigen por la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (“LIIC”) y de forma supletoria por el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.
- Pueden tener distintas series de acciones que se diferencien por las comisiones aplicables, siendo que el valor nominal y los derechos de los accionistas deberán ser los mismos entre éstas.
- Con relación al capital de estas, la Fundación INVERCO (2007) destaca que debe estar completamente suscrito y pagado desde la constitución y durante toda la vigencia de la misma, siendo que en el caso las SICAV su capital es variable pudiendo aumentar o disminuir a través de la compra o venta por parte de la sociedad de sus propias acciones sin que se implementen los trámites establecidos para las ampliaciones o reducciones de capital, pero siempre dentro de los límites máximos establecidos en el estatuto y del capital inicialmente fijado (p. 95).

Un ejemplo de SI con capital fijo son las sociedades de inversión inmobiliaria.

- Su administración está a cargo del consejo de administración y la junta general de accionistas de la sociedad, pudiendo delegarse la gestión de los activos en terceras entidades (Ribes Ribes, A., 2018, p. 222).

- Su constitución debe inscribirse en el Registro Mercantil y también en el registro especial correspondiente de la CNMV.
- Su objeto social de ser específico y coincidir con el establecido en el artículo 1 de la LIIC.

4.1.2. Fondos de inversión

Este apartado se abocará al tratamiento de los FI en España empezando por el concepto de lo que se entiende por un FI en dicho país para lo cual se utilizará como referencia la definición dada por Mar Barrero, quien indica que son patrimonios que pertenecen a una pluralidad de inversionistas que son llamados “partícipes” y que tienen su derecho de propiedad representado en un certificado de participación, siendo que el total del patrimonio aportado es gestionado por una sociedad gestora a quien se le atribuyen las facultades de disposición, aun cuando no se le considera como la propietaria del FI (p. 16).

Habiendo dicho ello y tal como se señaló previamente, en el mercado español existen diversos tipos de FI, de los cuales a continuación se abordarán algunos de ellos:

A. Fondos de Inversión Mobiliaria

Tal como se puede inferir de su nombre, los Fondos de Inversión Mobiliaria son aquellos que tienen como objetivo principal invertir en activos e instrumentos financieros. En lo que respecta a los aportes la Fundación INVERCO (2007) destaca que son *“exclusivamente en dinero, valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en los demás activos financieros que, de acuerdo con las reglas de cada institución, resulten aptos para la inversión o para dar cumplimiento al principio de liquidez”* (p. 135).

Con relación al valor liquidativo aplicable en caso de reembolsos, la Fundación INVERCO (2007) destaca las medidas que se deben adoptar para prevenir inconvenientes, entre las cuales menciona que (i) el inversor no debe conocer de forma previa cual es el valor liquidativo que será aplicable en caso solicite el reembolso o realice una suscripción, y (ii) el valor liquidativo aplicable debe ser el que corresponda al día o al día siguiente en el que se presentó la solicitud de reembolso o suscripción; todo ello con el fin de evitar prácticas inadecuadas que permitan realizar arbitraje o especulación contra el fondo (conocidas en el sector como *“market timing”*) (p. 131).

B. Fondos de Inversión Inmobiliaria

De acuerdo con Sanz Gadea (2020) son aquellos FI *“(…) cuyos activos son inmuebles de naturaleza urbana destinados al*

arrendamiento y, con carácter residual, IIC que realizan inversiones en activos diferentes de los anteriormente mencionados” (pp. 12 - 13).

Con relación a su regulación, la Fundación INVERCO (2007) señala que principalmente son aplicables las normas generales de los FI, las normas especiales relativas a las particularidades que impone el carácter de inmueble de los activos en que invierten, y, de forma supletoria, las normas que regula a los FI que tienen carácter financiero (p. 136).

Con relación a los aportes que pueden recibir este tipo de FI se destaca que estos también podrán efectuarse con bienes inmuebles, en cuyo caso pueden establecerse ciertas limitaciones respecto a la proporción de dicho aporte o el reembolso para aquellos partícipes que no cumplan con el umbral de aporte de efectivo y decidan retirar su inversión antes de que se cumpla cierto plazo, en cuyo caso es posible aplicar descuentos a favor del fondo (Fundación INVERCO, 2007, p. 141).

Con relación a las inversiones, es necesario mencionar que estas entidades deben respetar ciertos coeficientes, los mismos que la Fundación INVERCO (2007, p. 138) ha definido en los términos siguientes:

- Para cumplir con el régimen de reembolso se debe contar con un coeficiente de liquidez que lo garantice.
- No se debe invertir en solo un inmueble o arrendar los mismos a personas que conforme un mismo grupo económico, ello como coeficientes de diversificación del riesgo.

En lo que respecta al reembolso, este tipo de FI tienen las siguientes particularidades:

- Deberá permitirse a los partícipes suscribir o solicitar el reembolso de sus participaciones al menos, una vez al año, salvo que la CNMV, excepcionalmente, cuando existan razones de mercado que lo justifiquen o para asegurar el buen funcionamiento o la estabilidad del fondo, autorice, en el caso de los reembolsos, un plazo distinto que, en todo caso, no podrá superar los dos años.

(...)

- En supuestos excepcionales, especialmente en los casos de peticiones superiores al 10 por 100 del patrimonio total del fondo, así como en los casos que el Ministro de Economía y Hacienda lo establezca para asegurar una buena gestión del fondo, podrá suspenderse temporalmente la suscripción o el reembolso de participaciones o permitirse el incumplimiento de los coeficientes de diversificación del artículo 61 del RIIC, así como el reembolso con bienes integrantes del patrimonio del fondo (Fundación INVERCO, 2007, p. 142).

De lo antes mencionado se desprende que los FI Inmobiliaria son similares a los que el Perú regula como Fondos de Inversión en Renta de Bienes Inmuebles (“FIRBI”), cuyas cuotas son colocadas exclusivamente mediante oferta pública y que tienen como objetivo principal adquirir o construir bienes inmuebles destinados a su arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso; sin embargo, es evidente que existen diferencias en sus regulaciones ya que, por ejemplo, los FIRBI no permiten reembolsos a solicitud de los partícipes, sino que los supuestos de salida se rigen bajo los mismos supuestos regulados para los demás FI.

C. Fondos de Inversión Libre (FIL)

Al igual que los demás FI que mencionados en este apartado este tipo de FI también debe inscribirse en un registro especial de la CNMV creado a tal efecto; sin embargo, a diferencia de los demás FI, este tipo de FI debe tener como mínimo 25 partícipes.

En línea con identificar las particularidades de los FIL, Sanz Gadea (2020, p. 15) destaca las siguientes:

- Principalmente pueden invertir en una gama de activos financieros más amplio que las IIC de régimen común, tales como efectos comerciales, otorgar préstamos o solicitar los mismos en el marco de límites amplios.
- Sus socios o partícipes deben ser profesionales.
- El valor mínimo inicial de las acciones o participaciones es de 100.000 euros, que pueden ser aportados incluso a través de activos financieros.

No obstante lo señalado por Sanz Gadea sobre los partícipes de los FIL se debe aclarar que la normativa española ha establecido criterios para que estos FI puedan ser comercializados con inversionistas que no sean considerados como clientes profesionales, tales como, por ejemplo, aquellos inversores que i) justifiquen tener experiencia en la gestión o asesoramiento en IIC de inversión libre similares a aquella en la que pretende invertir; o ii) inviertan como mínimo 100.000 euros y que además declaren que son conscientes de los riesgos inherentes a su compromiso de inversión, lo cual deberá constar en un documento distinto al contrato que contiene el compromiso de inversión.

Siguiendo con los aspectos diferenciadores de estos instrumentos se enfatiza aquellos referidos a los reembolsos, sobre los cuales la Fundación INVERCO (2007, pp. 145 - 146) menciona los siguientes:

- El valor de liquidación de las participaciones debe calcularse de forma trimestral cuando menos, periodo que podrá incrementarse a seis meses si es que así lo exigen las inversiones previstas.

- Con la misma periodicidad que la del cálculo del valor liquidativo se realizan las suscripciones y reembolsos, siendo posible que no en todas las fechas de dicho cálculo se realicen reembolso cuando así lo prevean las inversiones previstas, lo cual debe ser informado de forma expresa en el folleto informativo.
- Se pueden establecer periodos mínimos de permanencia siempre que lo haya autorizado la CNMV y se haya incluido ello en el folleto.
- Se puede determinar un monto máximo para los reembolsos que se producirán en una determinada fecha, siendo que se aplicará el prorrateo cuando se exceda el mismo, lo cual también debe ser informado en el folleto informativo conteniendo las limitaciones que tendrá el mismo (por ejemplo, si la parte no abonada en la distribución a prorrata será abonada en la siguiente fecha de cálculo del valor liquidativo).
- No son aplicables los topes máximos ni la forma de cálculo de algunos gastos (comisiones de gestión, depósito, suscripción y reembolso) que han sido regulados en el RIIC.
- Siempre que se hayan previsto en el folleto y sin importar el monto se puede establecer periodos de preaviso para efectos de llevar a cabo la suscripción y el reembolso.
- No es aplicable el plazo máximo para el pago del reembolso establecido en el RIIC. Sin perjuicio de lo cual el abono no podrá realizarse después de que transcurra el doble del período de cálculo del valor liquidativo contado a partir de la fecha a la que corresponda el valor liquidativo aplicable.

Cabe mencionar que los aspectos señalados previamente se mantienen vigentes en el Reglamento aprobado por el Real Decreto 1082/2012, con lo cual se evidencia que este tipo de entidades cuentan con algunas libertades para su estructuración, no obstante lo cual no necesariamente prescinden del reembolso, sino que ello se adecuará a la política de inversiones que estos tengan. Sin perjuicio de ello, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (“CNVM”) señala que estos FI tiene poca liquidez toda vez que *“suelen tener la posibilidad de permitir los reembolsos solo cada cierto tiempo, como tres o seis meses”* (p. 69).

D. Fondos de Inversión Cotizados

Los Fondos de Inversión Cotizados o también denominados ETF por sus siglas en inglés (*“Exchange Traded Funds”*), son otro tipo de FI presentes en el mercado español y que por la Fundación INVERCO (2007) son definidos como *“(...) aquéllos cuyas participaciones están admitidas a negociación en Bolsas de valores”* (p. 131); sin embargo, la misma Fundación señala que aunque son diferentes a los fondos índice estos *“permiten la adquisición o venta de la*

participación [...] durante todo el período diario de negociación en [...] Bolsa” (p. 131).

Los antes señalado también es destacado por la CNMV, quien menciona las ventajas de la negociación bursátil de las participaciones de los ETF señalando que *“la negociación bursátil de las participaciones permite al inversor conocer en todo momento cuál es el valor liquidativo. (...). En definitiva, la operativa sería similar a la compra y venta de acciones en bolsa, con las consiguientes ventajas de liquidez, transparencia e inmediatez”* (p. 68).

Así pues, lo resaltante de este tipo de FI es la cotización de sus participaciones en bolsa, respecto a lo cual Sanz Gadea (2020) menciona que *“ahora, la cotización tiene trascendencia en relación con la obligación de retener y el diferimiento por reinversión”* (p. 15).

Otro aspecto que se debe tener en cuenta es su política de inversiones, respecto a los cual la CNMV refiere que *“suele consistir en reproducir la evolución de índices bursátiles o de renta fija”* (p. 68).

Con relación a los reembolsos, la Fundación INVERCO (2007) destaca que *“en el mercado primario es donde acceden los inversores autorizados para realizar suscripciones y reembolsos de participaciones del ETF”* (p. 199), y que dichos reembolsos *“se efectuarán en efectivo o en valores que formen parte del patrimonio del fondo”* (p. 200). Sin embargo, los reembolsos en efectivo no están exentos de limitaciones por cuanto si se permiten se *“deberá establecer mecanismos para repercutir a los inversores que suscriban o reembolsen, los desajustes que se puedan producir en la reproducción del índice como consecuencia de tales operaciones”* (Fundación INVERCO, 2007, p. 154).

Finalmente, sobre las ventajas de los ETF, la Fundación INVERCO (2007, p. 200) destaca las siguientes:

- Diversificación: cada ETF reproduce un índice en el que están representados diferentes valores, por lo que cada participación de dicho fondo representa una cartera de acciones que se negocian en un mercado.
- Agilidad: si se quisiera replicar un índice, se tendría que formar una cartera de valores que incluyera todos los componentes de dicho índice. Sin embargo, los ETF permiten acceder a una cartera de acciones o bonos con una única operación.
- Coste: los ETF replican un índice con menor coste que adquiriendo valores de la cesta. Por otra parte, las comisiones que llevan implícitas estos fondos son más reducidas que en otros FI, dado que se trata de fondos de gestión pasiva, cuyo objetivo es la réplica de un índice bursátil.

E. Fondos de Inversión Garantizados

Sobre este tipo de FI Mar Barrero señala que existe un compromiso de *“pagar al partícipe la cantidad necesaria para alcanzar la rentabilidad garantizada si el fondo no la consigue”* (p. 32), siendo que los mismos usualmente tienen como objetivo invertir en renta fija nacional y que tienen un contrato de garantía con una entidad financiera que les permite asumir lo garantizado al partícipe.

En similares términos, la Fundación INVERCO (2007) resalta la particularidad de este FI y establece una diferenciación con relación a otro tipo de FI que tienen como objetivo obtener un rendimiento fijo o determinable destacando que ello radica en que el rendimiento es un objetivo y no constituye una garantía para el inversionista, lo cual hará que no sea exigible por parte de este, mientras que, tal como lo indica la Fundación INVERCO (2007), los fondos garantizados son aquellos que *“aseguran que, como mínimo, se conserva, a una determinada fecha, la totalidad o parte de inversión inicial”*.

Como ejemplo de este tipo de FI en el mercado español la Fundación INVERCO (2007, p. 158) menciona los siguientes:

- Los fondos garantizados de renta fija (FGRF): usualmente garantizar que el capital invertido no sufra ninguna variación y además que se obtendrá un rendimiento fijo en la fecha en la que la garantía venza.
- Los fondos garantizados a vencimiento (FGV): Generalmente solo garantizan que el capital invertido inicialmente no variará y además pueden establecer una determinada rentabilidad en función de algún otro elemento como la evolución de acciones, índices bursátiles, divisas u otros fondos de inversión.

Además de los fondos antes mencionados también es posible que existan fondos garantizados híbridos que ofrezcan lo mismo que un FGRF y además ofrezcan a sus inversionistas un rendimiento eventual que estará relacionado a la evolución de ciertos índices o acciones.

Con relación a las características de este tipo de FI Mar Barrero indica que *“para beneficiarse de las características del producto, el inversor debe invertir en el fondo en el periodo de suscripción y mantenerse durante todo el plazo que dura el contrato. Si el partícipe abandona el producto antes, pierde la garantía”* (p. 32); en esa misma línea la CNMV menciona lo siguiente:

Los fondos garantizados tienen **una fecha de vencimiento de la garantía** que es la fecha futura en la que se asegura que las participaciones alcanzarán un determinado valor liquidativo (valor liquidativo garantizado). **Solo tienen derecho a la garantía los partícipes que mantengan su inversión hasta la fecha de vencimiento.**

Las participaciones reembolsadas antes de ese momento no están garantizadas. Si por algún motivo el partícipe necesita reembolsar antes del vencimiento de la garantía, recibirá por sus participaciones el valor liquidativo que corresponda en la fecha de reembolso, que podrá ser superior o inferior al inicial. Además, en general, también tendrá que hacer frente a la comisión de reembolso (hasta un 5 % del importe reembolsado) (p. 66) (El resaltado es propio).

No obstante ello, para dotar de cierta liquidez a este tipo de FI una de las medidas que se han adoptado en algunos de estos es establecer “ventanas de liquidez”, las cuales *“son fechas predeterminadas en las que el partícipe puede reembolsar total o parcialmente sin pagar comisión de reembolso, siempre que se respeten los plazos de preaviso”* (CNMV, p. 66), lo cual sin embargo no evitará que el partícipe pierda la garantía ya que el reembolso se realizará al valor liquidativo de la fecha en la que se efectúe el mismo, por lo que incluso se podrían producir pérdidas.

Teniendo en cuenta lo antes señalado un aspecto que diferencia a los fondos garantizados de otro tipo de FI es que son diseñados para no permitir la entrada o salida de partícipes en tanto esté vigente la garantía, lo cual es reforzado por Mar Barrero, sobre las cuales comenta que sueñen ser altas con el fin de detener la entrada o la salida de los inversionistas una que haya transcurrido el periodo de suscripción y antes de la finalización de la etapa garantizada del producto (p. 32).

Finalmente, es necesario indicar que ocurre una vez que la garantía haya vencido, sobre lo cual la CNMV señala que:

(...) estos fondos establecen o inician un nuevo periodo garantizado que incluye cambios significativos en su naturaleza, características e incluso, a veces, en su denominación. En otros casos, los fondos pueden dejar de ser garantizados y seguir funcionando normalmente, con otra política de inversión (pp. 66 - 67).

De esta forma, en caso se realicen cambios significativos en el fondo el partícipe tendrá expedito el ejercicio del derecho de separación de este por un determinado plazo, luego del cual *“los reembolsos se realizarán a precio de mercado y existe la posibilidad de que este sea inferior al que se alcanzó en el momento del vencimiento de la garantía”* (CNMV, p. 67).

4.1.3. Entidades de Capital Riesgo

La inversión colectiva de tipo cerrado ha sido regulada de forma particular por la Ley 22/2014, del 12 de noviembre de 2014 y sus modificaciones, y es entendida como aquella realizada por las Entidades de Capital Riesgo (“ECR”) y otros entes de inversión colectiva que tengan en su política de desinversión las siguientes condiciones (Ley 22/2014, art. 2):

- Todos los partícipes desinvierten en forma simultánea, y
- Lo que reciba cada partícipes será determinado en base a los derechos que le correspondan según lo previsto la regulación interna (estatuto o reglamento) para la clase de la que forma parte.

Siendo ello así, la norma antes citada regula distintos tipos de entidades que realizan inversión colectiva de tipo cerrado, entre las cuales destacan las ECR o “*private equity*”, y las Entidades de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado (EICC) que serán tratadas en el siguiente numeral. Respecto a las ECR, de acuerdo con la Fundación INVERCO (2007), se destaca que estas son:

- Entidades financieras que invierten de forma temporal en empresas no financieras distintas a las inmobiliarias.
- Dichas empresas no deben cotizar en bolsa de valores o un mercado similar de la Unión Europea o la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) en el momento en el que la ECR realice la inversión (p. 224).

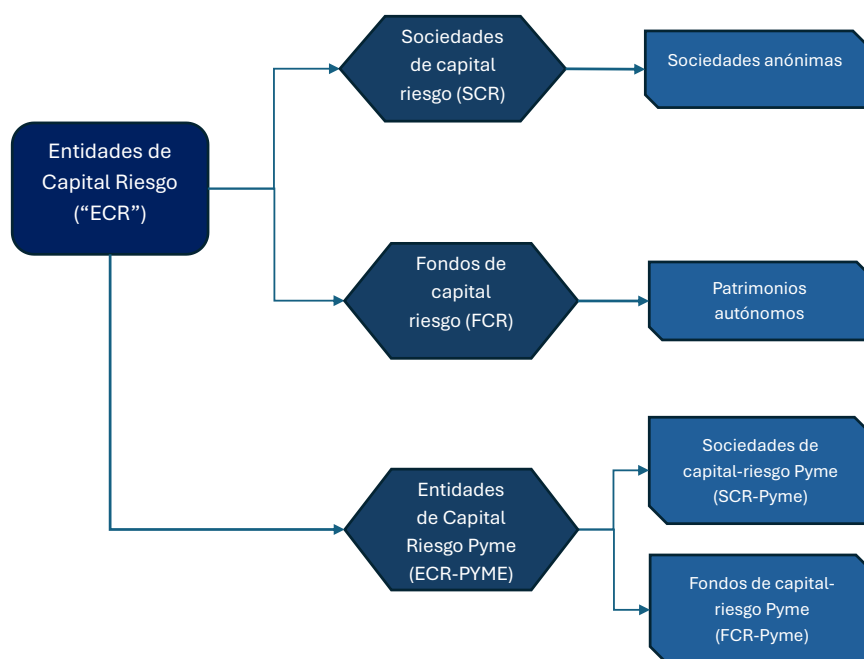
La Fundación INVERCO (2007, p. 224), citando a Dominique Barthel y Ángela Alférez, menciona que los aspectos que diferencian a las ECR de otros activos financieros en los que se puede invertir son los siguientes:

- (i) Se cuenta con un inversor especializado que aporta servicios de gestión (apoyo y asesoramiento) y capital a la entidad en la que invierte,
- (ii) El horizonte de inversión es de 3 a 7 años, por lo que son consideradas inversiones de largo plazo,
- (iii) Poca o nula liquidez durante el periodo de la inversión, y
- (iv) Al finalizar el periodo de inversión se liquidan los ingresos, a través de algún mecanismo de salida como la colocación primaria en el mercado de valores o en el mercado secundario (algún tercero o alguna entidad financiera, al equipo directivo o a otros socios), o la recapitalización ejecutando una recompra o un reapalancamiento.

Teniendo en cuenta ello, la limitación que tiene este tipo de entidades es que obligan al inversionista a mantener su inversión hasta que culmine el plazo que se hubiere establecido, no obstante, es posible que estos recuperen su inversión de forma parcial cada vez que se liquiden las inversiones aplicándose algunos de los mecanismos de salida indicados en el numeral iv) previo.

En ese sentido, se afirma que las ECR son entidades distintas a las IIC referidas en los numerales 4.2.1. y 4.2.2 previos, razón por la cual tienen su propia tipología:

Gráfico N° 4: Entidades de capital de riesgo



Fuente: Elaboración propia.

Así pues, en el mercado español se pueden encontrar sociedades de capital riesgo (“SCR”) y FCR, siendo que este último será objeto de análisis en las siguientes líneas por cuanto las SCR, por estar constituidas bajo la forma de sociedad anónima, difieren de los FI regulados en el Perú. En esa línea, la Fundación INVERCO (2007) define a los FCR como *“patrimonios separados sin personalidad jurídica, pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación corresponde a una sociedad gestora, que ejerce las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo”* (p. 226), razón por la cual se puede considerar que tienen la misma estructura que los FI comprendidos en las IIC.

En lo que respecta a su objetivo de inversión principal, tal como se puede advertir de la definición de ECR, es invertir temporalmente en el capital de entidades no financieras que tengan valores que no coticen en el mercado primario de las Bolsas de Valores; sin embargo, ello no implica que sea lo único en lo que puede invertir el FCR sino que la normativa lo faculta a realizar algunas otras inversiones siempre que se cumpla con las características establecidas para ello, tales como invertir en entidades financieras dedicadas principalmente a la aplicación de tecnología a nuevos modelos de negocio, aplicaciones, procesos o productos. De esta forma, el FCR podrá adquirir acciones u otros valores, facturas,

préstamos, etc. de las empresas que sean su objeto de inversión principal.

La sociedad gestora de los FCR son sociedades anónimas constituidas con el fin de administrar este tipo de vehículos o pueden ser las sociedades gestoras de las IIC siempre que acrediten cumplir con las condiciones necesarias para ello.

En lo que respecta a los aportes de los inversionistas la normativa permite que se realicen en bienes dinerarios o en activos habilitados para la inversión que cumplan con el procedimiento y los requisitos que se hubiera previsto en el reglamento de gestión, y con relación al patrimonio de los FCR, la Fundación INVERCO (2007) comenta que *“(...) está dividido en participaciones nominativas de iguales características, tienen la consideración de valores negociables y pueden estar representadas mediante títulos o anotaciones en cuenta”* (p. 226).

Finalmente, de la tipología antes mencionada también es necesario mencionar que las ECR-Pyme (y dentro de éstas los FCR-pyme) constituyen un tipo especial de ECR debido al régimen de inversiones que estas tienen, ya que además de que tienen que cumplir con los requisitos establecidos para ser consideradas ECR también deben dirigir su objetivo de inversión a empresas que cumplan con los requisitos establecidos en el numeral 3 del artículo 21 de la norma que regula a las ECR (por ejemplo, tener menos de 499 empleados, que su activo anual no supere los 43 millones de euros o que su volumen de negocios anual no supere los 50 millones de euros).

4.1.4. Entidades de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado (EICC)

Las EICC son definidas por el art. 4 de la Ley 22/2014 como las *“entidades (...) que, careciendo de un objetivo comercial o industrial, obtienen capital de una serie de inversores, mediante una actividad de comercialización, para invertirlo en todo tipo de activos financieros o no financieros, con arreglo a una política de inversión definida”*, por lo que al ser distintas a los FI y las ECR reseñadas previamente también tienen una tipología particular, la cual se resume a continuación:

Gráfico N° 5: Entidades de inversión colectiva de tipo cerrado



Fuente: Elaboración propia.

Al respecto, es preciso señalar que a las SICC y los FICC le son aplicables las disposiciones establecidas por la SCR y los FCR, respectivamente, sin embargo, para establecer diferencias con dichos vehículos hacen ciertas excepciones a dichas disposiciones:

- No le son exigibles los requisitos del capital mínimo establecidos para las SCR y FCR.
- No le son aplicables las limitaciones sobre el objeto y las actividades complementarias establecidas para las SCR y FCR.
- Los aportes se realizan exclusivamente en efectivo, ya sea que se realicen al momento de la constitución o de forma posterior.
- Solo pueden invertir en titulizaciones cuyo originador retenga al menos el 5% y deben respetar los límites a las posiciones de titulización que han sido establecidas en el Reglamento Delegado (UE) No. 231/213 de la Comisión.

Teniendo en cuenta ello, se infiere que los FICC aun cuando puedan tener ciertas libertades en lo que respecta a su capital mínimo y su objetivo de inversión, por otro lado, también tiene ciertas limitaciones en lo que respecta al tipo de aporte que puede recibir, no pudiendo este en ningún caso ser en especie, y lo requerido en caso decida invertir en valores titulizados.

4.1.5. Los reembolsos en los Fondos españoles

En el caso de las IIC Sanz Gadea, E. (2020) destaca como uno de los aspectos que constituyen su existencia dentro de la regulación prudencial que *“los socios o partícipes tienen el derecho de reembolso de su participación, sea directa o indirectamente”* (p. 9). De esta forma pues una característica de los FI regulados en España es que permitan la salida de sus partícipes a través de reembolsos, el cual principalmente se realizará en efectivo y excepcionalmente mediante la entrega de bienes, valores o derechos aptos para la inversión de acuerdo con la vocación inversora del FI.

En lo que respecta a los reembolsos de los FCR, y que también sería aplicable a los FICC, se precisa que aun cuando son entidades de tipo cerrado la Ley 22/2014 establece que los reembolsos de las participaciones en el FCR serán realizados por la sociedad gestora de acuerdo con las condiciones que hubieran sido establecidas en el reglamento de gestión, lo cual implicaría que no se encuentran prohibidos, sino que más bien será necesaria una regulación de lo requerido para ello, máxime cuando la normativa prevé como parte del contenido del reglamento de gestión de los FCR que estos pueden establecer, en caso sea aplicable, el plazo de duración de la prohibición del reembolso.

Así pues, se concluye que los reembolsos pueden existir tanto en los FI abiertos como en aquellos que son de tipo cerrado, siendo que, en este último caso, podrán encontrarse limitados en lo que respecta a su ejercicio, pero sin dejar de existir, salvo que sea voluntad de la sociedad gestora que estructura el FI no tenerlos. Asimismo, otro aspecto que meceré atención es que en el caso de los FCR y los FICC su política de inversiones es bastante limitada en cuanto al tipo de empresas que son su objetivo de inversión, lo cual no ocurre en el Perú por cuanto los FI tienen una gama de posibilidades de inversión más amplia que la prevista para los FM.

4.3. EL CASO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN CHILENOS

En el escenario chileno la Ley Única de Fondos (“LUF”), Ley N°20.712, regula la inversión colectiva estableciendo una clasificación, misma que es comentada por Munita Irarrázaval (2019) destacando las diferencias que existen entre los FM y los FI:

El criterio de tal distinción es la posibilidad de rescatar las cuotas del fondo. Los fondos mutuos permiten el rescate total y permanente de las cuotas, mientras que los fondos de inversión se definen como aquellos que no sean fondos mutuos (es decir fondos no rescatables o que en caso de permitir el rescate pagan a sus aportantes en un plazo igual o superior a 180 días; o todos los demás fondos). Por su parte, los fondos de inversión a su vez se clasifican en fondos de inversión públicos y fondos de inversión privados (p. 66).

De esta forma, se aprecia que dicha regulación coincide con la peruana en lo que respecta a i) clasificar a los FI como públicos o privados; y ii) establecer el rescate de cuotas como un aspecto diferenciador entre los FI chilenos y los FM. En esta misma línea, la Alianza del Pacífico (2020, p. 3) también distingue a los FI regulados en Chile considerando su rescatabilidad o recompra:

Cuadro N° 9: Tipología de FI chilenos

País	Denominación	Descripción
Chile	Fondos mutuos	Permiten el rescate total y permanente de las cuotas, pagaderas en un plazo inferior o igual a 10 días.
	Fondos de Inversión Rescatables	Permiten el rescate total y permanente de las cuotas, pagaderas en un plazo de entre 11 y 180 días.
	Fondos de Inversión no Rescatables	No permiten el rescate total y permanente de las cuotas, o que, permitiéndolo, se paga en un plazo igual o superior a 180 días.

Fuente: Alianza del Pacífico, Subgrupo de Trabajo Mercado de Capitales, Consejo de Ministros de Finanzas

Asimismo, Correa Felipe (2021) al conceptualizar a los FI establece también las clasificaciones que se pueden realizar en torno a estos:

Son vehículos integrados por aportes de personas naturales y jurídicas, para su inversión en los valores y bienes que la ley autoriza. Pueden ser de tipo público o privado. El patrimonio de estos fondos se conforma por aportes expresados en cuotas, cuotas que pueden ser rescatables o no rescatables. En cuanto a su funcionamiento, los fondos son manejados por una administradora de recursos de terceros, contando con un reglamento interno. Además, pueden existir distintas series para un mismo fondo (p. 14).

A partir de esta conceptualización se identifica que existen varias coincidencias con la definición que se tiene en el mercado peruano para este tipo de vehículos, tales como que los valores representativos de su patrimonio sean denominados “cuotas”, aunque la coincidencia no es absoluta dada la rescatabilidad de las mismas que no se tiene en el país.

Teniendo en cuenta ello y evocando el objeto de la presente investigación en las siguientes líneas el análisis se centrará en la clasificación realizada a los FI considerando primero la distinción establecida entre fondos privados y públicos, para luego de ello abordar la clasificación que toma como criterio

diferenciador al momento en el que un aportante puede realizar el retiro total o parcial de su inversión en un FI.

4.3.1. Fondos de Inversión Públicos (“FIP”) y Fondos de Inversión Privados (“FIPR”)

Para establecer las diferencias entre los FIP y los FIPR se tomará en cuenta lo señalado por Correa, F. (2021, p. 15), lo cual se resume en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 10: FI chilenos públicos y privados

FONDOS PÚBLICOS	FONDOS PRIVADOS
Su administración está a cargo de sociedades anónimas que se dedican exclusivamente a ello, como una Administradora General de Fondos (AGF), que es fiscalizada por la Comisión del Mercado Financiero (CMF).	Su administración recae en una AGF o una sociedad anónima cerrada (S.A), siempre actuando por cuenta y riesgo de sus aportantes.
Las cuotas son valores de oferta pública enlistados en el Registro de Valores de la CMF y en las Bolsas de Valores que pueden ser compradas por cualquier inversionista.	No están sujetos a la fiscalización de la CMF ni hacen una oferta pública de sus valores.
Deben tener un mínimo de 50 aportantes, salvo que alguno de ellos califique como inversionista institucional, en cuyo caso no aplica el mínimo antes mencionado.	Cuando menos deben tener 8 participantes que no tengan más del 20% de las cuotas en ningún caso; salvo que tenga al menos un aportante que califique como inversionista institucional y tenga como mínimo el 50% de las cuotas. El máximo de aportantes que puede tener es 49, siendo que si se excede dicho número quedarán sujetos a las normas aplicables a los FI fiscalizados por la CMF, debiendo comunicar el hecho a la misma y teniendo que adecuar sus reglamentos internos a la normativa establecida para los FI Públicos.
Deberán mantener un patrimonio mayor o igual a 10.000 UF.	-
-	Se rigen por reglamentos internos, las normas del Capítulo V de la ley N°20.712 (LUF) y las normas del Capítulo

	IV de su Reglamento (DS N°129 del Ministerio de Hacienda).
--	--

Fuente: Elaboración propia

En ese sentido, serán fondos privados aquellos que tengan menos de 50 aportantes, de lo cual se deriva que el criterio numérico establecido para determinar cuándo una oferta es pública o privada es compartido por la legislación chilena, aunque en nuestro país es una presunción que admite prueba en contrario y que debe ser evaluada junto a otros criterios (la necesidad de tutela del inversionista, por ejemplo). En cuanto a la regulación aplicable coinciden en que a los fondos privados principalmente se les aplica lo regulado en su reglamento interno y en lo que respecta a los fondos privados, aunque sea evidente, coinciden en que no hacen oferta pública de sus valores.

4.3.2. Fondos de Inversión Rescatables (“FIR”)

De acuerdo con Correa, F. (2021, p. 15) los FIR son aquellos que:

- Contemplan el rescate permanente y total de las cuotas adquiridas por los inversionistas.
- El abono del valor rescatado se realiza en un periodo de 11 a 179 días como máximo, lo cual los distingue de los FM chilenos toda vez que estos últimos deben realizar dicho abono en un plazo no mayor a diez (10) días.

Con relación a los valores representativos del patrimonio del FIR Correa, F. (2021) indica que *“los aportes quedan expresados en cuotas del fondo, pudiendo existir distintas series de estas para un mismo fondo”* (p. 15).

Asimismo, en lo que corresponde a las características de las cuotas Correa, F. (2021) señala que tienen *“igual valor y características, y su cesión se regirá por las formalidades y procedimientos [del] reglamento interno del fondo”*, además de lo cual se precisa que pueden ser canjeadas por otras cuotas si es que el procedimiento para ello fue establecido en el reglamento interno (p. 15).

Sobre el valor de las cuotas, Sepúlveda Muñoz (2024) destaca que estas tienen un valor variable en función del subyacente en el que invirtió el fondo que será aplicable cuando se realice el rescate de las mismas tal como se señala a continuación: *“se va a entregar es el equivalente al valor de las cuotas que él adquirió en un principio”*.

En lo que corresponde al pago de los rescates se destaca que puede realizarse *“en dinero efectivo, moneda extranjera, vale vista bancario o en aquellos instrumentos, bienes y contratos que autoriza la CMF mediante norma de carácter general, en la medida que así lo permita el*

reglamento interno del fondo” (Muñoz Lobos, 2020, p. 53). No obstante, se debe mencionar que se ha previsto una excepción para el pago en “especie” del rescate de cuotas, así pues, solo se pagarán en efectivo o moneda extranjera aquellos “*rescates solicitados por la administradora a nombre propio y los de sus personas relacionadas*” (Muñoz Lobos, 2020, p. 53).

Sin embargo, si bien la particularidad de los FIR es que se permita el rescate de sus cuotas con plazos de pago relativamente cortos, es preciso mencionar que la normativa ha previsto que la CMF pueda suspender de forma temporal los rescates, las distribuciones y la recepción de nuevos aportes ante la ocurrencia de determinados eventos (moratoria, conmoción pública, cierre bancario o de bolsa y otros hechos o anomalías semejantes) tal como lo hace notar Muñoz Lobos (2020, p. 54). El mismo autor también destaca que en otras situaciones excepcionales y con el fin de proteger a los participantes es posible que la CMF emita una resolución, previa solicitud de la administradora, de suspender tales rescates, distribuciones o aportes, lo cual ocurrirá por máximo 60 días.

4.3.3. Fondos de Inversión No Rescatables (“FINR”)

Para efectos de caracterizar a este tipo de fondos de inversión, Correa, F. (2021, p. 16) destaca las siguientes características:

- Los aportantes no pueden rescatar sus cuotas de forma total o parcial.
- Si se permite el rescate el pago se efectúa en un plazo mayor a 180 días.
- Las cuotas que representan los aportes son registradas de forma obligatoria en una bolsa de valores autorizada por la CMF (chilena o del extranjero) con el fin de lograr tener un mercado secundario.

Por su parte, Sepúlveda Muñoz (2024) menciona al número mínimo de aportantes que deben tener los FINR y el patrimonio mínimo que deben mantener para su funcionamiento señalando que “*deben contar con un mínimo de 50 participantes en todo momento, excepto cuando entre ellos haya un inversionista institucional, y mantener un patrimonio no menor a 10.000 UF*”.

Por otro lado, Muñoz Lobos (2020) menciona en el caso de los FINR las colocaciones de cuotas pueden ser realizadas fuera del sistema de negociación bursátil en cuyo caso será la sociedad administradora quien determine el precio aplicable en la primera colocación mientras que en las siguientes el precio será determinado por la asamblea de aportantes del FINR (p. 46).

Otra de las particularidades que tienen los FINR es la mencionada por el Centro de Estudios Tributarios (2013), que está referida a que los participantes de un FINR tienen el DSP cuando se produzcan aumentos de

capital en el fondo, el cual puede ser ejercido, al menos por una vez, a prorrata de la participación que estos tengan y en los plazos que acuerde la asamblea (p. 4).

No obstante, la suscripción preferente al ser un derecho del aportante es renunciable cuando se acuerde la suscripción preferente, lo cual deberá constar en el acta de la asamblea respectiva, o en los plazos que establezca la asamblea cuando no se hubiera previsto ello en el reglamento del fondo, plazo que, según el artículo 20 del reglamento de la LUF no deberá ser mayor a 30 días; y asimismo puede ser transferida a un tercero en los mismos plazos, lo cual debe ser informado a la sociedad administradora física o electrónicamente bajo las condiciones establecidas por la CMF tal como lo refiere Muñoz Lobos (2020).

Otra particularidad atribuida a los FINR es que están obligadas a tener *“un Comité de Vigilancia y someter a asambleas ordinarias o extraordinarias de aportantes las materias señaladas en la misma normativa”* (Centro de Estudios Tributarios, 2013, p. 4).

Habiendo dicho ello, a continuación, a modo de ejemplo, se señala como algunos FINR han regulado en su reglamento interno el rescate de cuotas:

A. ALZA FINTECH X FONDO DE INVERSIÓN (No Rescatable): Es un FI dirigido a inversionistas calificados que inició sus operaciones en febrero de 2023 y que tiene como objeto principal realizar inversiones en cualquier tipo de títulos de crédito, facturas o valores e instrumentos de deuda que sean emitidos por personas jurídicas o entidades, de origen chileno, no necesariamente reguladas por la Comisión, y que sean originados por X Capital SpA, RUT: 77.078.244-9, sus filiales y coligadas, de hasta un año de duración.

Este FINR en su Reglamento Interno regula el rescate de sus cuotas (pp. 16 - 19) destacando los siguientes términos:

- No regula el recate total y permanente de las cuotas, pero si es posible solicitar el rescate desde el inicio de operaciones del FINR, lo cual a su vez se encuentra supeditado a la serie a la que pertenece el aportante; así, por ejemplo, si pertenece a la serie A puede pedir el rescate en cualquier momento y hasta por el 100% de las cuotas que suscribió y pagó, mientras que los aportantes de la serie B podrán rescatar sus cuotas, pero en la misma proporción en las que fueron rescataron la cuotas de la serie A.
- El monto máximo que pueden solicitar rescatar los aportantes de la serie A y la serie B en cada mes es el 30% del patrimonio del FINR.

- El pago del monto rescatado por los aportantes de la Serie A puede ser realizado hasta en 4 partes que no superen los 8 días entre cada una de ellas, salvo que el FINR no tenga caja suficiente para afrontar dichos pagos, en cuyo caso este se efectuará dentro de 30 días hábiles posteriores al cierre del mes en el que se solicitó el rescate. Por su parte, el pago a los aportantes de la serie B será efectuado dentro de los 30 días hábiles siguientes al cierre del mes en el que se solicitó el rescate de la serie A.
- La Sociedad Administradora siempre puede disminuir el porcentaje máximo de cuotas que rescatará en un determinado mes o incluso no rescatar ninguna cuota, lo cual será informado a los aportantes dentro del plazo que estos tienen para solicitar el rescate.
- El valor cuota aplicable será el último valor cuota que se hubiera publicado a la fecha de pago de las cuotas rescatadas.
- Los aportantes de la serie B pueden solicitar por única vez el rescate total de sus cuotas a partir del décimo tercer mes contado desde la primera suscripción de cuotas del FINR.
- No aplican los rescates por montos significativos.

B. AMERIS DEUDA DIRECTA DÓLAR FONDO DE INVERSIÓN: Es un FI dirigido al público en general que inició sus operaciones en agosto de 2024 y que tiene como objeto principal realizar inversiones, de forma directa o indirecta, en instrumentos de crédito emitidos por o en contra de entes jurídicos domiciliados en América que sean elegibles considerando los criterios de inversión estipulados por la sociedad administrados en su Política de Sostenibilidad.

Este FINR en su Reglamento Interno regula el rescate de sus cuotas en los siguientes términos (págs. 13 - 14):

- No se permite el rescate total y permanente, pero si es posible rescatar parcialmente las cuotas con un tope de 2.5% mensual del monto de las cuotas suscritas y pagadas en el FINR.
- Dentro de los 45 días contados desde el mes en el que se solicitó el rescate se efectuará el pago del rescate parcial solicitado, siempre que el FINR tenga excedentes suficientes para satisfacer las necesidades de caja que este tiene, así como cubrir los compromisos y obligaciones que no puedan ser cubiertos de otra forma.

- El valor cuota al que se liquidarán las cuotas rescatadas es el valor cuota vigente al día anterior a la fecha de pago de las cuotas rescatadas.
- No aplican los rescates por montos significativos.

C. BICE RENTAS INMOBILIARIAS GLOBAL FONDO DE INVERSIÓN:

Es un FI dirigido al público en general que inició sus operaciones en agosto del 2022 y que tiene como objetivo principal: (i) invertir, directa o indirectamente, en el fondo de inversión estadounidense denominado “*Nuveen Global Cities REIT, Inc.*” (el “Fondo Extranjero”), el cual a su vez invertirá principalmente de forma indirecta —a través de Nuveen Global Cities REIT OP, LP u otros vehículos constituidos especialmente para estos efectos por “Nuveen Securities, LLC”— en bienes raíces, principalmente comerciales, ubicados en EE.UU., Canadá, Europa y Asia-Pacífico; e (ii) realizar inversiones en otros vehículos de inversión que hayan sido estructurados y/o sean administrados por el Fondo Extranjero o por “Nuveen Real Estate Global Cities Advisors, LLC”.

Este FINR en su Reglamento Interno regula el rescate de sus cuotas en los siguientes términos (págs. 10 - 11):

- Pese a que no se permite el rescate total y permanente de las cuotas, los aportantes si pueden rescatar hasta el 100% de sus cuotas siempre que ello no exceda el 2% del patrimonio del FINR en cada mes y un 5% del patrimonio del FINR en cada trimestre calendario.
- Si se excede el límite mencionado en el ítem previo el rescate es efectuado a prorrata entre los aportantes que solicitaron el rescate al FINR.
- La Sociedad Administradora discrecionalmente puede disminuir el número exacto de cuotas que podrán ser rescatadas considerando para ello los límites mencionados previamente. Asimismo, la Sociedad Administradora podrá también discrecionalmente establecer un límite mensual o trimestral superior al antes mencionado en un determinado mes o más.
- Se aplica un 5% del valor de las cuotas que son objeto de rescate como “penalidad” por el rescate efectuado dentro del año contado desde que el aportante suscribió las cuotas.
- El valor cuota que se aplica a las cuotas rescatadas es el valor cuota vigente al día anterior a la fecha de pago de dichas cuotas.

- No aplican los rescates por montos significativos.

D. BICE DEUDA PRIVADA FONDO DE INVERSIÓN: Es un FI dirigido al público en general que inició operaciones en noviembre de 2023 y que principalmente invertirá en: (i) FI u otros vehículos de inversión que tengan por objetivo la generación de ingresos corrientes y revalorizaciones de capital a largo plazo, principalmente a través de inversiones en instrumentos de deuda privada (los “Fondos”); y (ii) coinvertir con los Fondos en los instrumentos en que estos hubiesen invertido, para lo cual podrán constituir sociedades o invertir en sociedades que ya existan, según lo establecido en su Reglamento Interno.

Este FINR en su Reglamento Interno regula el rescate de sus cuotas en los siguientes términos (págs. 11 -12):

- No se regula el rescate total y permanente de las cuotas; sin embargo, los aportantes pueden rescatar sus cuotas a partir del quinto trimestre contado desde el inicio de operaciones del FINR; dichos rescates se pueden efectuar en cada trimestre calendario por hasta un 5% del monto del patrimonio del FINR.
- Los pagos de las cuotas rescatadas se realizan como máximo el último día hábil bursátil del mes subsiguiente al trimestre en el que se solicitó el rescate, siempre que el FINR pueda cubrir con sus excedentes las necesidades de caja y sus otras obligaciones o compromisos.
- La Sociedad Administradora puede discrecionalmente establecer que en un determinado trimestre o más se efectuarán rescates por más del 5% del patrimonio del Fondo.
- Se aplicará un descuento del 2% del valor de las cuotas rescatadas cuando el aportante rescate total o parcialmente sus cuotas dentro del año contado desde la fecha en la que las suscribió.
- El valor cuota vigente al día anterior a la fecha de cuota es el valor cuota al que serán liquidadas las cuotas rescatadas.
- No son aplicables los rescates por montos significativos.

E. FONDO DE INVERSIÓN BCI ALTERNATIVOS EVERGREEN: Es un FI dirigido al público en general (salvo residentes de los Estados Unidos de América o inversionistas considerados *U.S. Person*) que inicio sus operaciones en setiembre de 2021 y que tiene como objetivo principal invertir, de forma directa o indirecta, en vehículos de inversión o FI que se hayan constituido fuera de Chile y que a su

vez inviertan principalmente en toda clase de activos alternativos y/o en estrategias de inversión alternativas (por ejemplo, capital privado, deuda privada, infraestructura, inmobiliarios, etc.), ello directamente o a través de sociedades o fondos constituidos con dicho fin.

Este FINR en su Reglamento Interno regula el rescate de sus cuotas en los siguientes términos (págs. 9 -10):

- No se permite el rescate permanente y total de las cuotas del FINR, pero si se permite el rescate parcial a partir del año contado desde la fecha en la que fueron suscritas las cuotas que son objeto de rescate.
- El pago de las cuotas rescatadas puede ser realizado en una o más partes dentro de un plazo de 180 días contados desde el inicio del trimestre en el que se solicitó el rescate, siempre que la Sociedad Administradora pueda liquidar las inversiones del FINR. En caso no se pueda cubrir el total del rescate este se efectuará a prorrata entre los aportantes que lo hayan solicitado.
- El valor cuota vigente el día hábil anterior a la fecha de pago de la cuota rescatada es el valor cuota al que serán liquidadas las mismas.
- No son aplicables los rescates por montos significativos.

F. FONDO DE INVERSIÓN LINK – DEUDA PRIVADA CUMPLE II: Es un FI dirigido a Inversionistas Calificados que inició sus operaciones en julio de 2025 y tiene como objetivo invertir sustancialmente todos sus recursos en pagarés, facturas u otros títulos de crédito de emisores nacionales y cuya fuente de pago esté relacionada directa o indirectamente a un organismo estatal.

Este FINR en su Reglamento Interno regula el rescate de sus cuotas en los siguientes términos (págs. 10 - 11):

- El rescate se gatilla de forma semestral y a partir del semestre siguiente a la fecha en la que se cumplan los 24 meses contados desde que el FINR inició operaciones.
- El rescate puede ser efectuado por hasta el 100% de las cuotas de las que sea titular el aportante siempre que no exceda el 20% de las cuotas que fueron suscritas y pagadas.
- El pago de las cuotas rescatadas se efectuará como máximo en 60 días contados desde el vencimiento del plazo en el que se podían solicitar los rescates, siendo que el mismo podrá ser prorrogado al día hábil bursátil siguiente en caso de que el último día sea un día inhábil (sábado, domingo o festivo).

- El último valor cuota del día en el que se pagará el rescate es el valor cuota al que serán liquidadas las mismas.

G. FONDO DE INVERSIÓN SURA RENTA INMOBILIARIA III: Es un FI dirigido al público en general que inicio operaciones en enero del 2019 y tiene como objetivo invertir, de forma directa o indirecta, cuando menos el 95% de sus activos en personas jurídicas de origen chileno que a su vez inviertan en bienes raíces nacionales no habitacionales para renta en una proporción no menor al 90% de sus activos, todo ello a través de aportes y/o préstamos.

Este FINR en su Reglamento Interno regula el rescate de sus cuotas en los siguientes términos (págs. 22 - 24):

- El FINR no permite el rescate total y permanente de las cuotas, pero si tiene ventanas de rescate una vez que se haya pagado (i) el capital y el retorno preferente de la serie B; y (ii) el capital y el retorno preferente de la serie C.
- El rescate puede ser solicitado hasta el 100% de las cuotas suscritas y pagadas en la serie A del Fondo cuando esté vigente la ventana de rescate, la misma que tiene un periodo de 30 días. La primera ventana se aperturará en el quinto aniversario desde la fecha en la que se depositó el Reglamento Interno en la CMF y las siguientes serán aperturadas en el primer día hábil del mes siguiente al que se cumplieron los 5 años de la apertura de la ventana anterior y así sucesivamente.
- El pago de los rescates se realizará dentro de los 180 días siguientes a la fecha en la que se solicitó el rescate y no podrá efectuarse con instrumentos, bienes o contratos.
- El monto máximo que se rescatará en cada ventana de rescate es del 5% de las cuotas de la serie A suscritas al inicio de la ventana que corresponda, siendo que en caso se exceda ese monto el rescate se efectuará a prorrata del número de cuotas sobre las que se solicitó el rescate.
- El valor de liquidación de las cuotas rescatadas será el último valor cuotas que esté a disposición del público en la página de la CMF a la fecha de inicio de la ventana de rescate que corresponda.
- No es aplicable el rescate por montos significativos.

De esta forma y en base a la revisión aleatoria realizada a unos 50 reglamentos internos de FINR administrados por diversas sociedades administradoras (de los

cuales se han identificado 12 que regulan el rescate de sus cuotas y se han citado 7 en el presente apartado) se concluye que aun cuando como regla general, y en su mayoría, los FINR no permitan el rescate total y permanente de sus cuotas aquellos que si lo permiten lo hacen bajo la forma de i) rescates parciales o ii) rescates totales considerando que su pago al aportante se realizará en un plazo mayor a 180 días calendarios, pero en ambos casos siempre bajo ciertas condiciones (por ejemplo, que para habilitar el rescate de las cuotas deben producirse ciertos supuestos, tales como que haya transcurrido un periodo mínimo o que los partícipes de otras series hayan ejercido dicho derecho, o que los rescates solicitados no superen determinado monto del patrimonio del FINR).

Asimismo, aun cuando podría considerarse que el rescate es regulado para los FINR dirigidos al público en general bajo la premisa de que son dichas personas quienes podrían requerir liquidez en periodos cortos, tomando en cuenta los reglamentos internos citados previamente, es posible afirmar que ello no sería correcto toda vez que se advierte que los rescates son contemplados en FINR dirigidos al público en general, así como en aquellos dirigidos a inversionistas calificados.

Adicionalmente, se evidencia que los FINR que regulan el rescate de sus cuotas tienen diversos objetivos de inversión y que, en algunos casos, con el fin de garantizar la liquidez necesaria para atender las solicitudes de rescate, consideran un porcentaje máximo de su patrimonio destinado a su objeto de inversión principal y reservan otro porcentaje para otro tipo de inversiones.

Finalmente, es preciso señalar que las sociedades administradoras que estructuraron los FINR citados previamente también tienen dentro de su administración a FINR que no contemplan el derecho de rescate, de lo cual se concluye que ofrecen a sus potenciales inversionistas distintas alternativas de inversión y acorde a sus necesidades no solo de rendimiento sino también de liquidez.

II.4 DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS DE ANÁLISIS

En la presente investigación se identificaron las siguientes categorías de análisis, las mismas que son definidas a continuación en forma de glosario y en concordancia con el marco teórico referido en el capítulo precedente:

- **Fondos de Inversión de oferta pública:** Patrimonios autónomos de inversión colectiva administrados por una SAFI o SAF que captan recursos de diversos inversionistas para invertirlos en distintos instrumentos u operaciones financieras por cuenta y riesgo de sus partícipes a cambio de lo cual emiten cuotas de participación cuyos certificados de participación son inscritos en el RPMV, razón por la cual también se encuentran sujetos a supervisión de la SMV y a diversas obligaciones de información para con el mercado de valores. El rendimiento de los FI es distribuido entre sus partícipes de forma proporcional a los aportes que estos realizaron mientras que, por lo general, el retorno de su inversión se realiza con la liquidación del FI.

- **Derecho de rescate de cuotas de participación:** Es la facultad del partícipe de solicitar a la Sociedad Administradora el retiro parcial o total de las inversiones que realizó en un FI antes de que se produzca la liquidación de este. El derecho de rescate puede ser ejercido cuando se cumplan determinadas condiciones (por ejemplo, un periodo mínimo de permanencia o hasta un monto máximo del patrimonio del FI en determinado periodo) o de manera incondicionada dependiendo de la estructuración del FI. En nuestro país, el derecho de rescate bajo estos términos no se encuentra permitido para los FI públicos, pero si son aplicables para los FM, no obstante, se precisa que los FI si regulan determinados mecanismos de salida para los Partícipes: recompra de cuotas, ejercicio del derecho de separación y compraventa en mercado secundario; y la SMV tiene la facultad para regular otros supuestos que permitan el rescate de cuotas antes de la liquidación del FI.
- **Decisión de inversión del inversionista:** Es la manifestación de voluntad de una persona natural y/o persona o ente jurídico que, en ejercicio de su autonomía privada, de forma consciente e informada dispone parte de su patrimonio (dinero o activos) en la adquisición de instrumentos financieros que se adecúen a sus necesidades (liquidez en corto, mediano o largo plazo, etc.) con la principal finalidad de obtener una rentabilidad (fija o variable) a cambio de lo cual está dispuesto a asumir los riesgos que dicha inversión implica. La decisión de inversión del inversionista se encuentra enmarcada en una estructura jurídica que estable sus derechos (derecho a solicitar información) y sus obligaciones (el pago de los tributos aplicables a su inversión), así como los mecanismos de protección con los que cuenta (supervisión por parte de la SMV, transparencia de la información, etc.).
- **Desnaturalización del medio de financiamiento de los FI:** Es cualquier forma de financiamiento que no implique la captación de recursos por parte de un FI a través de la emisión de cuotas de participación a favor de más de un partícipe, por cuanto, por definición, estos vehículos son de inversión colectiva, lo cual implica necesariamente que debe agrupar el aporte de diversas (más de una al menos) personas naturales y/o personas jurídicas o entes jurídicos para acceder a un mercado más diverso y con un menor riesgo para el inversionista. Un ejemplo de esta desnaturalización son los FI que tienen un único partícipe que le proporciona el monto mínimo requerido para iniciar operaciones y luego se financia principalmente a través de la emisión de obligaciones (bonos o papeles comerciales, por ejemplo) con garantía genérica o específica.
- **Diversificación de la cartera de inversiones:** Estrategia de gestión de riesgo que consiste en la asignación de los recursos del inversionista en una variedad de instrumentos financieros, activos o mercados, con la finalidad de administrar y reducir la exposición a la pérdida que puede implicar inversión en un solo activo, sector o mercado (riesgo de concentración). Este proceso mitiga el riesgo no sistémico (impacto negativo de factores específicos de una inversión en particular sobre el valor total del portafolio de inversiones) pero no tiene relevancia ante el riesgo sistémico (riesgo de variaciones negativas en las condiciones del mercado en su conjunto que comprende el i) riesgo de tasa de cambio, ii) riesgo de tasa de interés y iii) otros riesgos de precio).

En el caso específico de los FI la regulación establece que el reglamento de participación debe establecer límites de concentración de las inversiones, lo cual a su vez implica que las SAFI o SAF deben establecer criterios de diversificación de la cartera de inversiones para proteger a los partícipes.

III. HIPÓTESIS Y VARIABLES

III.1 FORMULACIÓN DE HIPÓTESIS O SUPUESTOS HIPOTÉTICOS

III.1.1. Hipótesis principal

En el punto I.3.1. fue planteado el siguiente problema principal:

¿De qué manera la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI públicos del Perú influyó en el funcionamiento de estos en el periodo 2021-2025?

Luego del análisis realizado en la presente investigación, se planteó como hipótesis principal la siguiente:

En el periodo 2021 - 2025 la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI públicos del Perú influyó de manera negativa en el funcionamiento de estos por cuanto, por un lado, limitó su crecimiento como vehículo de inversión colectiva que a través de la emisión de cuotas de participación recauda fondos del público para invertirlos en distintos instrumentos u operaciones financieras y, por otro lado, obligó a los administradores a adecuar las características de los FI públicos que estructuraban o que estaban operando bajo su administración a las necesidades del mercado en el marco de lo permitido, o no prohibido, por la regulación vigente para lograr la colocación de cuotas entre los inversionistas.

Los supuestos específicos que sustentan esta hipótesis serán abordados en los siguientes numerales.

III.1.2. Hipótesis secundarias

A) En el punto I.3.2. fue planteado el siguiente primer problema secundario:

¿En el periodo 2021 - 2025 la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI públicos del Perú influyó en la decisión del inversionista al momento de decidir su alternativa de inversión?

Luego del análisis realizado en la presente investigación, se plantea como primera hipótesis secundaria la siguiente:

En el periodo 2021 - 2025, la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI públicos del Perú influyó de manera negativa en la decisión del inversionista al momento de decidir su alternativa de inversión debido a que su inexistencia impacta de forma directa en la liquidez inmediata o de corto plazo que puede requerir el inversionista generando desprotección en contra de lo que pretende proteger el principio de tutela del inversionista brindando seguridad al inversionista.

Esta hipótesis se sustenta en que los mecanismos de salida regulados actualmente en nuestro país y que han sido tratados en el capítulo II de la presente investigación no garantizan que el inversionista pueda recuperar su inversión en un corto plazo y sin necesidad de que se deba aplicar algún procedimiento adicional a la sola voluntad del partícipe por cuanto cada uno de ellos implica la participación de otras personas en la decisión de desinversión (recompra de cuotas, venta de cuotas en mercado secundario o reducción de capital) o que se produzcan ciertos hechos externos a la voluntad de un único partícipe (el ejercicio del derecho de separación).

B) En el punto I.3.2. fue planteado el siguiente segundo problema secundario:

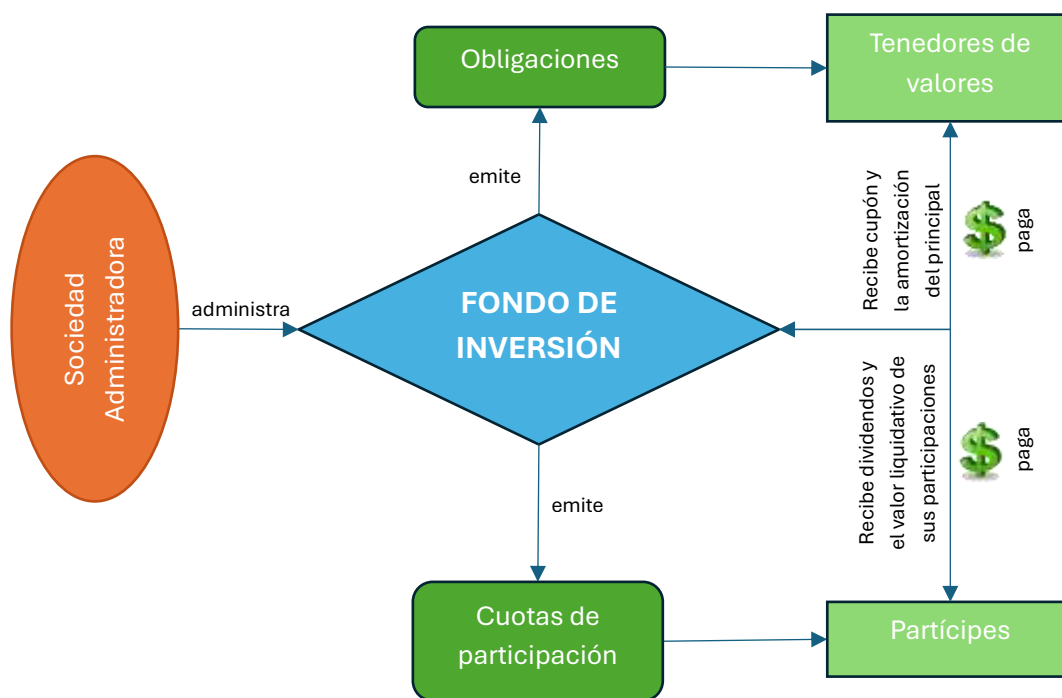
¿En el periodo 2021 - 2025 la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI públicos del Perú influyó en su forma de financiamiento desnaturalizando la figura de un FI y agravando el riesgo del inversionista?

Luego del análisis realizado en la presente investigación, se plantea como segunda hipótesis secundaria la siguiente:

En el periodo 2021 - 2025, la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI públicos del Perú influyó de manera negativa en su forma de financiamiento desnaturalizando la figura de un FI y agravando el riesgo del inversionista.

La forma de financiamiento usual de los FI públicos es a través de la colocación de sus cuotas entre diversos inversionistas; sin embargo, no es el único medio ya que la normativa permite que estos se endeuden a través de la emisión de obligaciones de corto o largo plazo; supuesto en el cual el FI se convertirá en emisor de dichas obligaciones y por ende en el obligado al pago de los mismos:

Gráfico N° 6: Estructura de FI emisor de obligaciones



Visto desde esta perspectiva, si el FI opera con varios partícipes o al menos más de uno y a la par emite obligaciones no habría ningún inconveniente; sin embargo, es posible que los FI se mantengan con un solo partícipe y en cambio emitan obligaciones como fuente principal para obtener recursos y realizar las inversiones previstas en su política de inversiones, lo cual incide de forma directa en la naturaleza del FI, la de ser un vehículo de inversión colectiva.

Asimismo, en caso ello ocurra y por ejemplo el partícipe del FI sea una empresa vinculada la sociedad administradora, el FI podría constituir una forma de aislar el patrimonio de dicha entidad impactando directamente en su finalidad de captar recursos de terceros para invertirlos en el mercado financiero.

Por otro lado, en caso el FI emita obligaciones, aun cuando se haya establecido un límite de endeudamiento con un umbral bajo, es innegable que el riesgo del partícipe será agravado por cuanto el patrimonio del FI también respaldará de las obligaciones asumidas ante el tenedor de las obligaciones, quien tendrá preferencia en el pago de las obligaciones dadas las condiciones de su inversión (usualmente tasa de interés fija y un plazo de vencimiento inferior al plazo de duración del FI) y ello tendrá especial relevancia en caso se materialice alguna pérdida en el patrimonio del FI.

C) En el punto I.3.2. fue planteado el siguiente tercer problema secundario:

¿En el periodo 2021 - 2025 la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI públicos del Perú influyó en la finalidad de diversificar las inversiones que estos realizan?

Luego del análisis realizado en la presente investigación, se plantea como tercera hipótesis secundaria la siguiente:

En el periodo 2021 - 2025, la inexistencia del derecho de rescate de cuotas de participación de los FI públicos del Perú influyó de manera negativa en la finalidad de diversificar las inversiones que estos realizan.

Lo antes mencionado se basa en que para alinear el horizonte de inversión de los inversionistas los estructuradores constituirán vehículos *ad hoc* con una política de inversiones enfocada en instrumentos u operaciones financieras con plazos de vencimiento inferiores o equivalentes al plazo de duración del FI estableciendo criterios de diversificación flexibles, ya que estos últimos dependen de la estructuración del FI y no se encuentran establecidos normativamente, lo cual si bien es asertivo no garantiza la diversificación de las inversiones; es por ello que se considera que incluir el derecho de rescate como parte del funcionamiento de los FI incidiría de forma directa en la diversificación de estos toda vez que sería necesario tener una cartera diversificada para poder atender los requerimientos de liquidez de los partícipes.

III.2 SISTEMAS Y CATEGORÍAS DE ANÁLISIS

A continuación se presentan las categorías de análisis de la presente investigación, mismas que fueron definidas en el apartado II.4 previo:

Categorías de análisis	Descriptores
Fondos de Inversión de oferta pública	a) Regulación b) Legislación comparada c) Definición y características de los FI. d) Análisis estadístico de FI operativos.
Derecho de rescate de cuotas de participación	a. Regulación b. Legislación comparada c. Alternativas de salida de los FI antes de su vencimiento. d. El rescate en los Reglamentos Internos de FI chilenos.
Decisión de inversión del inversionista	a. Horizonte de inversión b. El principio de tutela del inversionista.
Desnaturalización del medio de financiamiento de los FI	a. La relación entre la naturaleza de un FI y su forma de financiamiento. b. El endeudamiento y su correlación con la agravación del riesgo para el inversionista.
Diversificación de la cartera de inversiones	a. Regulación b. Relación entre las necesidades de liquidez del inversionista y la estructuración del FI.

IV. MATERIALES Y MÉTODOS

IV.1. ENFOQUE DE LA INVESTIGACIÓN

El método de investigación es inductivo. En base a ello se pretende comprender la problemática planteada mediante el análisis particular de los efectos de la inexistencia del derecho de rescate en los FI en el funcionamiento de éstos.

IV.2. TIPO DE INVESTIGACIÓN

El tipo de investigación es dogmática-jurídica debido a que plantea un problema normativo ante el cual la presente investigación pretende brindar una alternativa de solución.

En la presente tesis se analiza la regulación vigente del derecho de rescate en nuestro país y en otros países para poder establecer la pertinencia de permitir su implementación en los FI con el fin de que los inversionistas cuenten con mayores alternativas de inversión y su participación en nuestro mercado de valores se incremente.

IV.3. DISEÑO DE INVESTIGACIÓN

La presente investigación tiene un diseño descriptivo debido a su alcance. De esta forma se recoge información sobre la influencia de la inexistencia del derecho de rescate en los FI con el fin de proponer su incorporación en la normativa nacional que regula este tipo de vehículos de inversión.

Asimismo, se trata de una investigación cualitativa, por lo que teniendo como base ello se analiza la regulación normativa del derecho de rescate en los FM y los argumentos que sustentan la inexistencia del derecho de rescate en los FI, asimismo, se realiza un muestreo de la información pública de los FI que se encontraban en funcionamiento en el periodo 2021 - 2025 con el fin de recolectar datos que sirvan para contrastar las hipótesis de la presente investigación (número de FI, número de partícipes, patrimonio administrado, etc.).

Los resultados tienen como principal finalidad plantear que el derecho de rescate sea incorporado en el funcionamiento de los FI para que los inversionistas puedan tener opciones que se acomoden mejor a sus necesidades, los FI puedan funcionar de acuerdo con su naturaleza de agrupar el capital de diversas personas sin incrementar el riesgo de sus partícipes y se diversifiquen las inversiones que realizan los FI, por lo que el presente trabajo también tendrá una aplicación práctica.

IV.4. CREDIBILIDAD DE LA INVESTIGACIÓN

En esta tesis se ha incluido todo el material disponible relacionado a la problemática abordada destacando no solo la doctrina y regulación nacional sino también la extranjera y en particular de 3 países (Estados Unidos, España y Chile) de los cuales 2 de ellos operan en mercados distintos y uno que opera en un mercado similar al nuestro, ello con la finalidad de lograr una comprensión amplia de la problemática, lo cual se evidenció en el marco teórico y asimismo se reflejará en el análisis de datos que se presentará más adelante.

Teniendo en cuenta ello se afirma que no se ha empleado solo el material favorable a la posición del autor, por el contrario, dada la falta de doctrina sobre el tema principal de la presente investigación, se ha utilizado toda la información que se encontró al respecto y además se realizaron entrevistas a 4 personas que conocen el sector con la finalidad de conocer su opinión al respecto.

Finalmente, se han utilizado estadísticas e información pública que se encuentra disponible en las páginas oficiales de los entes que supervisan el funcionamiento del mercado de los FI públicos en cada uno de los países cuya regulación fue revisada (SMV, CNMV y CMF).

IV.5. SUJETOS DE ESTUDIO

Los sujetos de estudio de la presente tesis son los FI que emiten cuotas de participación a través de oferta pública y que son administrados por entidades a las que la SMV les ha otorgado autorización de organización y funcionamiento. Por lo tanto, se excluye a los FI de oferta privada (administrados por entidades reguladas o por sociedades gestoras) como sujetos de estudio aun cuando la propuesta de regulación podría extender sus efectos a este tipo de vehículos de inversión.

IV.6. PROCEDIMIENTOS, TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN

IV.6.1. Procedimiento de recolección de información

La recolección de datos en la presente investigación cualitativa, no se limitó a una etapa aislada del proceso, sino que se desarrolló de manera continua y progresiva durante toda la investigación. Este enfoque metodológico pretende lograr una comprensión más profunda y contextualizada de la problemática planteada a partir de los hallazgos y las reflexiones iniciales que son perfeccionadas en las siguientes etapas de recolección de información.

En ese sentido, la estrategia de recolección de información tomó como base el uso de 2 principales instrumentos para complementar la información que se iba recabando junto a la realización de un análisis preliminar de los datos, lo cual permitió profundizar en algunos temas.

IV.6.2. Técnica de recolección de información

Debido a que la presente investigación es cualitativa y dogmático-jurídica se empleó la técnica de análisis documental con el fin de obtener información relevante para la presente investigación (normas nacionales e internacionales, artículos, libros, Reglamentos de Participación de los FI, estadísticas, memorias anuales, notas de prensa, etc.).

Asimismo, debido a que en la doctrina nacional o incluso internacional no se encontró abundante doctrina que aborde el tema y contribuya a comprender el fenómeno que se está analizando en la presente investigación también se usó la técnica de la

entrevista con el fin de contrastar las hipótesis con la realidad y validar la relevancia práctica de la presente investigación con expertos que participan en el mercado de los FI.

IV.6.3. Instrumentos de recolección de información

El principal instrumento de recolección de información fueron los documentos digitales, especialmente aquellos que pertenecen a la doctrina extranjera y la información de los reglamentos de participación, memorias anuales, estadísticas o el resto de información financiera relacionada a la colocación de cuotas de participación; sin embargo, también se utilizaron diversas fuentes de documentos físicos, en su mayoría sobre Derecho Societario, Derecho Comercial y Derecho del Mercado de Valores.

De forma adicional se entrevistó a 4 especialistas en inversiones en valores que cuentan con más de 10 años de experiencia en el mercado, por cuanto la presente tesis si bien se encuentra enfocada en la regulación, o más bien falta de regulación, del derecho de rescate en los FI públicos y una propuesta regulatoria relacionada a ello, el sustento de dicha tesis es principalmente económico ya que la consecuencia de esto último es una aplicación práctica pro-inversionista.

En la entrevista se plantearon principalmente 5 preguntas abiertas a los siguientes especialistas:

- **Aldo Ruy Fuertes Anaya:** Gerente General y socio de CORE CAPITAL SAFI S.A. desde 2016. Previamente se desempeñó como Gerente General de Concordia Capital y anteriormente trabajó como Director y Gerente General de Popular SAFI. Sumando más de 18 años de experiencia en el manejo de inversiones tradicionales y alternativas en fondos de inversión.

Es MBA en INCAE Business School y diplomado en Gestión de Riesgos Financieros por el TEC de Monterrey. Bachiller en Administración y Finanzas de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas y Fundador de ASCLA, así como docente en la Escuela de Posgrado de la PUCP en cursos relacionados a Fondos Mutuos y Fondos de Inversión.

- **Fernando Melgar Barabino:** Gerente General de ACRES Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A., empresa que forma parte del Grupo ACRES Finance. Previamente en el grupo ACRES Finance, se desempeñó como *Head Trader* de ACRES Sociedad Agente de Bolsa. Cuenta con más de 25 años ejerciendo cargos y funciones relacionadas a inversiones (*Head Trader* en Puente SAB, Sub-Gerente de Inversiones, Miembro del Comité de Inversiones de La Positiva y posiciones similares en Wiese Aetna). Ha sido Miembro del Comité de Inversiones de la APESEG desde el año 2004 al 2013.

Es licenciado en economía de la Universidad de Lima, MBA por la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas y ha cursado programas de especialización en Finanzas y Administración de Portafolios de Inversión en las escuelas de negocios de ESAN (Perú) e INCAE (Costa Rica), respectivamente.

- **Víctor Valdez:** Abogado por la Universidad de Lima titulado con honores Summa Cum Laude y con estudios de postgrado en Tributación Internacional por la Universidad ESAN (2012) y en Derecho Financiero por la Universidad del Pacífico (2013). También realizó estudios en Tributación en EE. UU. por la *New York University* (NYU, 2018) y con programas de especialización en el *New York Institute of Finance* sobre Mercado de Capitales e Instrumentos Financieros Derivados (2016).

A lo largo de su carrera, ha integrado algunos de los despachos y firmas de consultoría más importantes del país, consolidándose recientemente como socio fundador del Estudio Osorio & Valdez Asociados (2025 – Actualidad), siendo que anteriormente se desempeñó en las áreas de derecho financiero y tributario del Estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas (2018 – 2024) y en el equipo legal y tributario de EY Perú (2013 – 2018).

Su práctica profesional de más de 12 años es reconocida internacionalmente por los rankings de *Chambers and Partners Latin America* (siendo clasificado en Band 4 para las áreas de Mercado de Capitales y Derecho Tributario). Sus áreas de especialización incluyen Mercado de Capitales; asesoría operaciones de financiamientos, titulizaciones, derivados financieros y préstamos de valores; Derecho Tributario con especial énfasis en el impacto tributario de operaciones financieras, fideicomisos y fondos de inversión, así como en la estructuración de fondos mutuos, fondos de inversión y asesoría en *Private Wealth*.

- **Fiorela Ccahua Monge:** Abogada por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos y cuenta con especialización en contratos de concesión y asociaciones públicas privadas en el Programa de Especialización para Ejecutivos de la Universidad ESAN. Asistente de cátedra del curso de Fusiones y Adquisiciones Empresariales de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos; y colabora con el “*Taller de Derecho Empresarial Ulises Montoya Manfredi - UNMSM*” desde 2017 dictando en el Módulo de Derecho Financiero. Asimismo, es columnista en “*The Key Perú*”.

Actualmente es asociada senior del Estudio Rebaza, Alcázar & De Las Casas, en donde se especializa en regulación del mercado de valores y financiamientos, siendo que en su experiencia de más de 10 años ha participado en operaciones de emisión de instrumentos financieros, estructuración de fondos de inversión y titulización de activos; y presta asesoría en materia de regulación financiera. Anteriormente se desempeñó como asociada senior (2018-2019) y como asociada (2015-2018) en Arbe Abogados S.A.C.

IV.7. ANÁLISIS DE DATOS

Para efectos de realizar el análisis de los datos encontrados en el marco de la presente investigación, en un primer momento se ordenaron los datos considerando la información que se tenía a dicho momento describiendo la realidad problemática y planteando los problemas y los objetivos que se pretendían abordar durante la

investigación, así como las hipótesis (una principal y tres secundarias) que serían contrastadas en el desarrollo de la misma.

Luego de ello, considerando que el enfoque cualitativo permite retornar a etapas previas, en un segundo momento se reorganizaron algunos apartados del marco teórico y se segregaron y/o introdujeron nuevos temas de análisis en base a la nueva información que se iba encontrando en el marco de la investigación con el fin de comprender los conceptos y determinar el desempeño del mercado de FI peruanos y el de los demás países con los cuales se planteó contrastar nuestra regulación.

Por último, luego de realizar el estudio teórico y de realizar las entrevistas a los expertos con las que se pretendía nutrir la presente investigación y cubrir la falencia de opiniones sobre el tema de investigación en sí, a continuación, se resumen y/o destacan los aspectos más relevantes de la investigación:

IV.7.1. Análisis de los fondos de inversión públicos operativos en el periodo 2021 - 2025

Los FI han sido definidos en el apartado 1.2 del Capítulo I previo por lo que solo se destacará que en el Perú se encuentran regulados en una ley especial, la Ley de FI, la cual los conceptualiza como 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”*. Adicionalmente, la legislación destaca los siguientes aspectos:

1. Son de capital cerrado.
2. Su patrimonio está dividido en un número fijo de cuotas de participación.
3. Las cuotas son representadas en certificados de participación, los cuales son transferibles y pueden adoptar la forma de títulos físicos o anotaciones en cuenta.
4. Las cuotas no son susceptibles de rescate antes de la liquidación del FI, salvo por los reembolsos derivados del ejercicio del derecho de separación del FI, de acuerdo con condiciones que la SMV establezca.

Por otro lado, los FI son clasificados como FI de oferta pública y de oferta privada, siendo que los primeros son objetos de estudio en la presente investigación y sus elementos característicos han sido detallados en el apartado 1.3.2. del Capítulo I.

En lo que respecta a su constitución se destaca que es similar a las sociedades reguladas por la LGS, razón por la cual se entiende que la misma es de aplicación supletoria, teniendo una Asamblea de Partícipes, mencionada en el numeral 1.4.1. del Capítulo I, un Comité de Inversiones, mencionado en el numeral 1.4.2. del Capítulo I, y un Comité de Vigilancia, detallado en el numeral 1.4.3 del Capítulo I. Asimismo, al ser un patrimonio autónomo no existe per se, sino que su funcionamiento es realizado a través de una Sociedad Administradora, cuyos por menores han sido detallados en el numeral 1.5. del Capítulo I.

Adicionalmente, a partir del Gráfico N°1, el Cuadro N° 1 y el Cuadro N° 2 del numeral 1.1.2 del Capítulo I, se obtienen las siguientes conclusiones:

- En el 2021, de un total de 30 Sociedades Administradoras que administraban al menos 1 FI público operativo administraban FI que tenían menos de 10 Partícipes mientras que otras 4 Sociedades Administradoras concentraban el 79% del total de partícipes: Fondos SURA SAF con 1,376 Partícipes (43.2%); Grupo Coril SAFI con 506 Partícipes (15.9%); Blanco SAF con 373 Partícipes (11.7%); y Core Capital SAFI con 261 Partícipes (8.2%).

En el caso de los FM, 4 Sociedades Administradoras concentraban el 95.7% de partícipes: BBVA ASSET MANAGEMENT S.A. SAF tenía 128,370 (35.0%) partícipes; CREDICORP CAPITAL S.A. SAF tenía 94,554 (25.8%) partícipes; INTERFONDOS S.A. SAF tenía 68,480 (18.7%) partícipes; y SCOTIA FONDOS SAFM S.A. tenía 59,482 (16.2%) partícipes.

- En el 2022, de un total de 29 Sociedades Administradoras que administraban al menos 1 FI público operativo 15 administraban FI que tenían menos de 10 Partícipes mientras que otras 4 Sociedades Administradoras concentraban el 79.8% del total de partícipes: Fondos SURA SAF tenía 1,424 Partícipes (36.2%); Grupo Coril SAFI tenía 638 Partícipes (16.2%); Blanco SAF tenía 571 Partícipes (14.5%); y, Core Capital SAFI tenía 508 Partícipes (12.9%).

En el caso de los FM, 4 Sociedades Administradoras concentraban el 95.1% de partícipes: BBVAASSET MANAGEMENT S.A. SAF tenía 111,762 (32.8%) partícipes; CREDICORP CAPITAL S.A.SAF tenía 90,608 (26.6%) partícipes; INTERFONDOS S.A. SAF tenía 71,865 (21.1%) partícipes; y SCOTIA FONDOS SAFM S.A. tenía 49,673 (14.6%) partícipes.

- En el 2023, de un total de 27 Sociedades Administradoras que administraban al menos 1 FI público operativo 11 administraban FI que tenían menos de 10 Partícipes mientras que otras 4 Sociedades Administradoras concentran el 79.3% del total de partícipes: Fondos SURA SAF tenía 1,242 Partícipes (29.1%); Grupo Coril SAFI tenía 971 Partícipes (22.7%); Blanco SAF tenía 464 Partícipes (10.9%); y, Core Capital SAFI tenía 709 Partícipes (16.6%).

En este año debe destacarse que 5 Sociedades Administradoras que tenían menos de 10 Partícipes en el 2022 pasaron a no tener ningún Partícipe en el 2023. Asimismo, si bien en el 2023 se tenían 4,275 Partícipes en todos los FI públicos que se encontraban operativos al cierre de dicho año, se evidencia que de las 4 administradoras mencionadas en el párrafo previo dos disminuyeron su número de Partícipes y solo las otras 2 administradoras restantes incrementaron su número de Partícipes.

En el caso de los FM, 4 Sociedades Administradoras concentraban el 94.8% de partícipes: BBVA ASSET MANAGEMENT S.A. SAF tenía 107,605 (31%) partícipes; CREDICORP CAPITAL S.A.SAF tenía 96,344 (27.7%) partícipes; INTERFONDOS S.A. SAF tenía 80,374 (23.1%) partícipes; y SCOTIA FONDOS SAFM S.A. tenía 45,051 (13%) partícipes.

- En el 2024, de un total de 29 Sociedades Administradoras que administraban al menos 1 FI público operativo 13 administraban FI que tenían menos de 10 Partícipes mientras que otras 3 Sociedades Administradoras concentraban el 82.8% del total de partícipes: Grupo Coril SAFI tenía 2,238 Partícipes (39.2%); Fondos SURA SAF tenía 1,259 Partícipes (22.1%); Core Capital SAFI tenía 1,226 Partícipes (21.5%).

En este año, lo más destacable es que Blanco SAFI pasó a no tener ningún FI público ni ningún partícipe, por lo que solo 3 Sociedades Administradoras concentraron la mayor cantidad de partícipes siendo que GRUPO Coril SAFI empezó a liderar el sector con 36 FI públicos administrados.

En el caso de los FM, 4 Sociedades Administradoras concentraban el 93.1% de partícipes: BBVA ASSET MANAGEMENT S.A. SAF tenía 125,714 (30.1%) partícipes; CREDICORP CAPITAL S.A.SAF tenía 107,420 (25.8%) partícipes; INTERFONDOS S.A. SAF tenía 95,023 (22.8%) partícipes; y SCOTIA FONDOS SAFM S.A. tenía 60,211 (14.4%) partícipes.

- En el 2025, de un total de 27 Sociedades Administradoras que administraban al menos 1 FI público operativo 8 administraban FI que tenían menos de 10 Partícipes mientras que otras 3 Sociedades Administradoras concentraban el 88.3% del total de partícipes: Grupo Coril SAFI tenía 7,077 Partícipes (60.5%); Core Capital SAFI tenía 1,983 Partícipes (17%); y Fondos SURA SAF tenía 1,261 Partícipes (10.8%).

En el 2025, GRUPO Coril SAFI siguió liderando el sector con 78 FI públicos operativos mientras que Core Capital SAFI pasó al segundo lugar con 11 FI públicos desplazando a Fondo SURA SAF, quien, salvo en el 2023, se mantuvo con solo 4 FI públicos operativos.

En el caso de los FM, 4 Sociedades Administradoras concentraban el 92.4% de partícipes: BBVA ASSET MANAGEMENT S.A. SAF tenía 138,532 (28.3%) partícipes; CREDICORP CAPITAL S.A.SAF tenía 133,310 (27.2%) partícipes; INTERFONDOS S.A. SAF tenía 107,171 (21.9%) partícipes; y SCOTIA FONDOS SAFM S.A. tenía 73,492 (15%) partícipes.

A partir de lo antes mencionado, se puede indicar que entre el 2021 y 2025 si hubo un crecimiento de la industria de los FI; sin embargo, este no fue muy significativo considerando que solo 1 Sociedad Administradora ha tenido un crecimiento exorbitante a lo largo de los años no solo en cuanto al número de FI sino también en cuanto al número de partícipes. Adicionalmente, a partir del Gráfico N° 1 y el Gráfico N° 2, se debe considerar que si comparamos el crecimiento de los FI y sus partícipes respecto a los FM y sus partícipes se evidenciará un crecimiento mucho más significativo en estos últimos (en el 2021 se tenían 367,167 partícipes en FM y en el 2025 fueron 490,012 partícipes) aun cuando a nivel de número de FM solo se tuvieron 49 nuevos

FM entre el 2021 (155 FM) y el 2025 (204 FM) mientras que en el caso de los FI se crearon 68 nuevos (73 FI en el 2021 y 141 FI en el 2025).

Al respecto, si bien el mayor número de FI constituidos puede ser considerado como una señal del crecimiento de la industria lo cierto es que dicho crecimiento no se refleja en el número de partícipes que participan en los FI (solo 8,508 nuevos inversionistas en el periodo 2021 - 2025) y el patrimonio administrado que se analizará a continuación, máxime cuando el crecimiento se concentra principalmente en una Sociedad Administradora (GRUPO CORIL SAF S.A. pasó de tener 13 FI en el 2021 a 78 FI en el 2025, de los cuales 42 eran nuevos FI en el 2025) mientras que en el 2025 las demás o mantuvieron su número de FI administrados o solo administraban un nuevo FI en relación con el 2024.

Asimismo, en base a lo mencionado en el Cuadro N° 3, el Gráfico N° 1 y el Gráfico N° 2, citados en el numeral 1.1.2. del Capítulo I, se destaca lo siguiente:

- En el 2021, el total del patrimonio neto administrado en los FI era de 1,775 millones de dólares, de los cuales BD CAPITAL SAF S.A.C. administraba el 40.7% con 723.2 millones de dólares, mientras que el 40.2% era administrado por otras 3 Sociedades administradoras: FONDOS SURA SAF S.A.C. (11.3% con 201.2 millones de dólares), VINCI COMPASS SAF S.A.C. (10.9% con 193.8 millones de dólares) y SIGMA SAFI S.A.C. (10.8% con 192.3 millones de dólares).

Siendo ello así, solo el 19.1% del patrimonio neto administrado se repartía entre las 26 Sociedades Administradoras restantes que se encontraban operativas en el 2021 de las cuales 9 tenían un patrimonio administrado inferior al millón de dólares.

Por su parte, para el caso de los FM, se evidencia que las 12 sociedades administradoras que estaban operativos en el 2021 tenían un patrimonio neto administrado de 8,172.4 millones de dólares en 155 FM compuestos por 367,167 partícipes; sin embargo, de forma similar a lo que ocurre con los FI, solo 5 de estas (CREDICORP CAPITAL S.A.SAF, BBVA ASSET MANAGEMENT S.A. SAF, SCOTIA FONDOS SAFM S.A., INTERFONDOS S.A. SAF y FONDOS SURA SAF S.A.C.) concentran un patrimonio cercano o superior a los mil millones de dólares (2,493.3, 1,745.9, 1,739.6, 1,080.5 y 995.9, respectivamente y en millones de dólares, que representaban en total el 98.6% del total administrado) mientras que las 7 restantes, cada una, tenían un patrimonio igual o inferior a los 60.2 millones de dólares siendo que el mínimo fue de 1 millón de dólares.

- En el 2022, el total del patrimonio neto administrado ascendía a 1,710.5 millones de dólares, de los cuales 529.3 millones de dólares, que representaban el 30.9% del total, eran administrados por una sola Sociedad Administradora (BD Capital SAF) y 730.7 millones de dólares, que representaban el 42.8% del total, eran administrados por otras 4 Sociedades Administradoras: VINCI COMPASS SAF S.A.C. (14.5% con 247.9 millones de dólares); Fondos SURA SAF (10.6% con 181.1 millones

de dólares); SIGMA SAFI (10.2% con 174 millones de dólares); y GRUPO CORIL SAF S.A. (7.5% con 127.7 millones de dólares).

Siendo ello así, el 26.3% del patrimonio neto administrado se repartía entre las 24 Sociedades Administradoras restantes, de las cuales 8 administraban un patrimonio inferior a medio millón de dólares.

Por su parte, para el caso de los FM, se evidencia que las 14 sociedades administradoras que estaban operativos en el 2022 tenían un patrimonio neto administrado de 7,421.3 millones de dólares en 185 FM compuestos por 341,166 partícipes; sin embargo, se mantenía la tendencia de que solo 5 de estas (CREDICORP CAPITAL S.A. SAF, BBVA ASSET MANAGEMENT S.A. SAF, SCOTIA FONDOS SAFM S.A., INTERFONDOS S.A. SAF y FONDOS SURA SAF S.A.C.) concentran un patrimonio cercano o superior a los mil millones de dólares (2,264.4, 1,455.5, 1,388.3, 1,171.6 y 973.7, respectivamente y en millones de dólares, que representaban en total el 97.7% del total administrado) mientras que las 9 restantes, cada una, tenían un patrimonio igual o inferior a los 74.3 millones de dólares siendo que el mínimo fue de 0.9 millones de dólares.

- En el 2023, el total del patrimonio neto administrado, en millones de dólares ascendía a 1,583.3 millones de dólares y BD Capital SAF seguía manteniendo su primacía en el patrimonio administrado con un total de 356.3 millones de dólares, que representaban el 22.5% del total, mientras que las otras 4 principales Sociedades Administradoras administraban en total 714.3 millones de dólares, que representaban el 45.1% del total: Vinci Compass SAF (17.9% con 282.7 millones de dólares); Fondos SURA SAF (10.2% con 162.1 millones de dólares); GRUPO CORIL SAF S.A.C. (9.4% con 149.1 millones de dólares) y SIGMA SAFI (7.6% con 120.4 millones de dólares).

Por otro lado, el 32.4% del patrimonio neto administrado se repartía entre las 22 Sociedades Administradoras restantes, de las cuales 8 administraban un patrimonio inferior a 0.1 millones de dólares.

Por su parte, para el caso de los FM, se evidencia que las 16 sociedades administradoras que estaban operativos en el 2023 tenían un patrimonio administrado de 8,864.4 millones de dólares en 221 FM compuestos por 347,660 partícipes; manteniéndose la tendencia de que solo 5 de estas (CREDICORP CAPITAL S.A.SAF, BBVAASSET MANAGEMENT S.A. SAF, SCOTIA FONDOS SAFM S.A., INTERFONDOS S.A. SAF y FONDOS SURA SAF S.A.C.) concentran un patrimonio cercano o superior a los mil millones de dólares (2,834.3, 1,659.2, 1,621.0, 1,438.5 y 1,084.1, respectivamente y en millones de dólares, que representaban en total el 97.4% del total administrado) mientras que las 11 restantes, cada una, tenían un patrimonio igual o inferior a los 108.2 millones de dólares siendo que el mínimo fue de 1 millón de dólares.

- En el 2024, el total del patrimonio neto administrado ascendía a 1,834.8 millones de dólares, de los cuales 386.9 millones de dólares, que

representaban el 21.1% del total, eran administrados por una sola Sociedad Administradora (BD Capital SAF) y 1,055 millones de dólares, que representaban el 57.5% del total, eran administrados por otras 5 Sociedades Administradoras: Vinci Compass SAF S.A.C. (16.1% con 295.7 millones de dólares); Grupo CORIL SAF S.A. (13.1% con 240.2 millones de dólares); Fondos SURA SAF (9.6% con 176.4 millones de dólares); CREDICORP Capital S.A. SAF (9.6% con 175.4 millones de dólares); y CORE Capital SAFI S.A. (9.1% con 167.3 millones de dólares).

Siendo ello así, el 21.4% del patrimonio neto administrado se repartía entre las 23 Sociedades Administradoras restantes, de las cuales 10 administraban un patrimonio inferior a 1 millón de dólares.

Por su parte, para el caso de los FM, se evidencia que las 16 sociedades administradoras que estaban operativos en el 2024 tenían un patrimonio administrado de 12,761.5 millones de dólares en 229 FM compuestos por 416,997 partícipes; manteniéndose la tendencia de que solo 5 de estas (CREDICORP CAPITAL S.A.SAF, BBVAASSET MANAGEMENT S.A. SAF, SCOTIA FONDOS SAFM S.A., INTERFONDOS S.A. SAF y FONDOS SURA SAF S.A.C.) concentraban un patrimonio cercano o superior a los mil millones de dólares (4,118.2, 2,593.0, 2,390.1, 2,101.0 y 1,270.2, respectivamente y en millones de dólares, que representaban en total el 97.4% del total administrado) mientras que las 11 restantes, cada una, tenían un patrimonio igual o inferior a los 123.5 millones de dólares siendo que el mínimo fue de 0.9 millones de dólares.

- En el 2025, el total del patrimonio neto administrado ascendía a 2,367.3 millones de dólares, de los cuales 492.5 millones de dólares, que representaban el 20.8% del total, eran administrados por una sola Sociedad Administradora (Grupo CORIL SAF S.A.) y 1,272.9 millones de dólares, que representaban el 53.7% del total, eran administrados por otras 4 Sociedades Administradoras: BD Capital SAF S.A.C. (16.6% con 392.6 millones de dólares); Vinci Compass SAF S.A.C. (15.9% con 377 millones de dólares); CORE Capital SAFI S.A. (11.2% con 265.9 millones de dólares); y Credicorp Capital S.A. SAF (10% con 237.4 millones de dólares).

Siendo ello así, el 25.5% del patrimonio neto administrado se repartía entre las 22 Sociedades Administradoras restantes, de las cuales 6 administraban un patrimonio inferior a 1 millón de dólares.

Por su parte, para el caso de los FM, se evidencia que las 17 sociedades administradoras que estaban operativos en el 2025 tenían un patrimonio administrado de 17,461.6 millones de dólares en 204 FM compuestos por 490,012 partícipes; manteniéndose la tendencia de que solo 5 de estas (CREDICORP CAPITAL S.A.SAF, BBVAASSET MANAGEMENT S.A. SAF, SCOTIA FONDOS SAFM S.A., INTERFONDOS S.A. SAF y FONDOS SURA SAF S.A.C.) concentran un patrimonio cercano o superior a los mil millones de dólares (5,782.3, 3,718.1, 3,225.7, 2,765.3 y 1,459.0, respectivamente y en millones de dólares, que representaban en total el

97.1% del total administrado) mientras que las 12 restantes, cada una, tenían un patrimonio igual o inferior a los 149.3 millones de dólares siendo que el mínimo fue de 0.1 millones de dólares.

Es así que, en función del análisis de la evolución del patrimonio administrado y el número de partícipes en el mercado de valores peruano, se concluye que existe una asimetría estructural que limita el desarrollo de los FI frente a los FM que se refleja en los siguientes aspectos:

- a) La gran diferencia en el patrimonio administrado: Mientras que los FM han logrado un crecimiento exponencial, pasando de administrar 8,172 millones de dólares netos (2021) a 17,461 millones de dólares netos (2025), los FI han mantenido un patrimonio marginal que apenas varió de 1,775 millones netos (2021) a 2,367 millones netos (2025). Esta diferencia de casi 8 a 1 a favor de los FM sugiere que el inversionista prefiere masivamente vehículos que ofrecen liquidez inmediata (a través de por ejemplo el rescate que ofrecen los FM) frente a la rigidez del capital cerrado de los FI.
- b) La participación del sector *retail*: Al cierre de 2025, los FM cuentan con 490,012 partícipes, mientras que los FI históricamente han mantenido cifras de partícipes significativamente inferiores (según los gráficos previos, ~4,200).
- c) La incapacidad de capturar el excedente de mercado: Entre 2023 y 2025, periodo que puede considerarse como de recuperación económica y retorno de capitales, los FM captaron más de 8,500 millones de dólares adicionales en patrimonio administrado, mientras que en el mismo periodo los FI solo incrementaron su patrimonio en aproximadamente 780 millones, lo cual evidencia que el FI peruano no es un vehículo competitivo para atraer nuevos capitales debido a su falta de flexibilidad operativa (liquidez).
- d) Inestabilidad en las sociedades administradoras "pequeñas": Los datos antes mencionados muestran que en los FI existe una "cola" de administradoras con patrimonios administrados insignificantes (inferiores al millón de dólares o incluso a 0.1 millones).

Así pues, la disparidad que se evidencia en el patrimonio y el número de partícipes de los FM y los FI no responde únicamente a la naturaleza de los activos subyacentes, sino primordialmente a la rigidez del capital cerrado que caracteriza a los FI en el Perú. Al carecer de un derecho de rescate o ventanas de liquidez predecibles, el FI se percibe como un vehículo de "capital atrapado", lo que genera una barrera de entrada crítica para el inversionista *retail* confinando este producto principalmente para los inversionistas institucionales o con horizontes de inversión de muy largo plazo.

En ese sentido, la regulación de un derecho de rescate en los FI no solo es una cuestión conceptual, sino que es una herramienta que puede otorgar masa crítica y sostenibilidad financiera a las más de 20 administradoras de FI que operan con patrimonios inferiores al millón de dólares, lo cual a su vez les permitirá alcanzar escalas de eficiencia y sostenibilidad institucional.

IV.7.2. Análisis de la regulación del rescate en los fondos de inversión

El derecho de rescate, en base a lo definido en el numeral 3.1. del capítulo III y lo señalado en el numeral II.4, es la posibilidad del inversionista de solicitar la devolución de su inversión antes de que se produzca el vencimiento y la consecuente liquidación del FI, supuesto en el cual el FI se encontrará obligado a atender dicha solicitud de acuerdo con los términos regulados en el Reglamento de Participación.

En esa línea, tal como se deduce de lo señalado en el apartado precedente y lo referido en el numeral 1.6. del Capítulo I, entre los derechos de los Partícipes no se incluye el derecho de rescate, por cuanto no es una característica de los FI regulados en nuestro país, los cuales solo permiten a sus partícipes “recuperar” su inversión a través de las alternativas referidas en el Capítulo II, mismas que se resumen a continuación:

1. Recompra de cuotas de participación previo acuerdo de la Asamblea de Partícipes y modificación del Reglamento de Participación.
2. Ejercicio del derecho de separación cuando la Asamblea apruebe modificaciones “trascendentales” al Reglamento de Participación y el partícipe no hubiese estado de acuerdo con las mismas o hubiese estado ausente.
3. Venta de cuotas de participación en el mercado secundario.
4. Reducción de capital por acuerdo de la Asamblea de Partícipes.

Sin embargo, aunque el rescate de cuotas como un derecho del Partícipe no es aplicable a los partícipes de los FI, es necesario mencionar que el artículo 3 de la Ley de FI ha establecido una ventana para que la SMV regule otros supuestos de salida para los partícipes en los siguientes términos: “(...) *la SMV podrá establecer mediante disposiciones de carácter general, otros supuestos mediante los cuales sea factible el rescate de cuotas antes de la liquidación del Fondo*”.

En contraposición a lo que ocurre en los FI, nuestra regulación permite el rescate permanente de las cuotas de los FM, lo cual se realizará de acuerdo con las condiciones establecidas en la regulación interna del FM y en concordancia con las normas aplicables. Teniendo en cuenta ello el rescate en este tipo de vehículos ha sido reseñado en el numeral 3.2. del Capítulo III destacándose la forma en la que se regulan en los Prospectos Simplificados:

- a) El valor cuota establecido para ejecutar el rescate puede ser el del día anterior, del mismo día o del día siguiente a la fecha del rescate, salvo en el caso de rescates programados, caso en el cual se puede establecer otra fecha (la establecida en la solicitud o la que corresponda al evento determinable).
- b) El pago del valor de rescate debe realizarse dentro de los 3 días hábiles siguientes a la fecha de la solicitud, salvo en el caso de rescates programados o de rescates significativos, siendo que en este último caso el pago debe efectuarse máximo en los 10 días hábiles siguientes.

Con relación a los rescates significativos, los Prospectos Simplificados citados en el apartado antes mencionado regulan distintos límites dependiendo de si se trata de rescates individuales o grupales realizados en un mismo día, los cuales oscilan entre un 1% y 3% del patrimonio si son individuales y un 3% y 10% si son grupales.

- c) En algunos casos se establecen periodos mínimos de permanencia que van desde los 7 días calendario hasta los 6 años en los ejemplos citados en la presente investigación.
- d) En algunos FM se regula una comisión de rescate para aquellos casos en los que el Partícipe solicita un rescate, la cual oscila entre un 0.25% y un 30% del monto rescatado en los ejemplos de FM referidos en la presente investigación.

Habiendo hecho referencia a nuestra regulación, es preciso mencionar lo regulado en otras legislaciones respecto a los FI y el rescate en sí. Así pues, tal como se reseñó en el numeral 4.1. del Capítulo IV, en la legislación estadounidense, entre otros vehículos de inversión colectiva, destacaban principalmente los FI de capital variable y los FI de capital fijo, siendo que la diferencia esencial entre ambos fue la variación de su capital y el mecanismo de negociación de sus acciones, puesto que la primera de estas admitía la emisión de nuevas acciones y la recompra de las mismas cuando sus accionistas decidan venderlas; mientras que las segundas no permitían la variación de su capital a través de la emisión de acciones y tampoco permitían la recompra de las mismas por parte de la sociedad emisora. Otro vehículo de inversión eran los *hedge funds*, los cuales emitían acciones que eran adquiridas por inversionistas institucionales o de alto poder adquisitivo, quienes podían negociar sus valores entre la misma calidad de inversionistas.

A partir de lo mencionado en el párrafo previo, se evidencia que los FI fueron concebidos como dos vehículos de inversión con características opuestas, lo cual, sin embargo, no limitaba que existan a su vez otros vehículos de inversión con características similares.

Por otro lado, en la legislación española, tal como se mencionó en el numeral 4.2 del capítulo IV, han existido muchos más vehículos de inversión similares a los FI, así pues, por un lado, desde hace varias décadas operaban las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) que a su vez se clasificaban en sociedades de inversión y FI; mientras que, por otro lado, también existen las Entidades de Capital Riesgo (ECR) y las Entidades de Inversión Colectiva de Tipo Cerrado (EICC).

A partir de ello, se puede mencionar que las ECR son muy parecidas a los FI peruanos por cuanto están enfocados en inversiones de largo plazo que obligan a sus inversionistas a mantener su inversión que se cumpla el plazo de vigencia de la ECR aunque si permiten retornos de inversión parciales en función de la liquidación de sus inversiones, mientras que las EICC si bien se rigen de manera general por la normativa de los ECR están exentos de la aplicación de ciertas disposiciones; sin embargo, en lo que respecta a los reembolsos o rescates a favor de los Partícipes cabe destacar que en ambos tipos de entidades estarían permitidos y serían regulados en el reglamento de

gestión pudiendo establecer el plazo de duración de la prohibición del reembolso, es decir, una especie de periodo mínimo de permanencia.

En Chile en cambio se han regulado 2 tipos de FI, los cuales permiten el rescate de sus cuotas de participación por solicitud del Partícipe y antes de la liquidación de los mismos una vez que se cumplan ciertas condiciones; así en el apartado 4.3 del capítulo IV se han señalado las características de los que se han denominado en la presente investigación como FIR y FINR, los cuales principalmente se diferencian porque el primero de estos permite el rescate total y permanente de sus cuotas pagándolas entre 11 a 179 días, mientras que los segundos no permiten el rescate total y permanente de sus cuotas o si lo permiten efectúan el pago del rescate en un plazo mayor a 180 días, lo cual sin embargo no limita la posibilidad de que se puedan realizar rescates parciales.

Siendo así, a partir de los Reglamentos Internos de los FINR citados en el apartado 4.3.3. del capítulo IV se destaca que este tipo de FI establece que no permiten el rescate total y permanente de sus cuotas, pero admiten rescates regulando los siguientes aspectos:

- i. Rescates en ciertos periodos de tiempo (por ejemplo, de forma mensual o trimestral) y/o después de que haya transcurrido cierto periodo de tiempo desde a) el inicio de operaciones del FI, b) la fecha en la que el Partícipe realizó el aporte, o c) el depósito del Reglamento Interno en la CMF.

En el segundo supuesto mencionado en el párrafo previo, los Reglamentos Internos suelen establecer cierto tipo de “penalidad” cuando la solicitud de rescate es realizada antes del plazo mínimo establecido para solicitar ello, la misma que quedará en beneficio del FI.

- ii. Los Partícipes pueden rescatar el 100% de sus cuotas, pero supeditado a que, en conjunto, dichos rescates no superen cierto porcentaje del patrimonio del FI en determinado periodo de tiempo (por ejemplo, el 2% o 2.5% mensual y 5% forma trimestral).
- iii. Si uno o más partícipes solicita el rescate y ello supera el límite establecido en el Reglamento Interno, el rescate se efectúa a prorrata de su participación en el FI y sin superar dicho límite.
- iv. El pago de los rescates puede ser realizado de forma parcial, en ciertos periodos de tiempo y/o dentro de un plazo máximo regulado en el Reglamento Interno.
- v. La atención y el pago de los rescates está sujeto a que el FINR cuente con excedentes suficientes para atenderlos sin afectar las necesidades de financiamiento del FINR, por lo que la Sociedad Administradora no está obligada a pagar el 100% del rescate solicitado pudiendo, en algunos casos, incluso determinar que no atenderá ningún rescate en cierto periodo de tiempo.
- vi. Se establece cual es el valor cuota que será asignado para determinar el monto a pagar al Partícipe que solicita el rescate en función de una fecha

específica (por ejemplo, el valor cuota del día hábil anterior al pago del rescate y, en menor medida, al valor cuota de la fecha de inicio de las ventanas de liquidez).

vii. No establecen rescates por montos significativos.

IV.7.3. Los expertos opinan: Análisis del impacto en la decisión del inversionista, la desnaturalización de la forma de financiamiento del FI y la diversificación de su cartera de inversiones.

A) Panorama general de los FI en el mercado peruano:

Los expertos que han sido entrevistados para el desarrollo de la presente tesis coinciden principalmente en que el periodo 2021 - 2025 fue de transición postpandemia y estuvo marcado por la volatilidad política del país, lo que tuvo un impacto frente al perfil del inversionista, sin embargo, F. Ccahua (comunicación personal, 11/02/2026), no atribuye la falta de dinamismo del mercado de FI peruano a dichos factores sino que resalta que ello es una tendencia en nuestro mercado en función del tipo de FI que son más activos en el mercado:

(...) como en el 2022 habíamos recién salido de pandemia, no había tanto apetito de los inversionistas para participar en este tipo de vehículos, pero no es solo por la pandemia, sino que es consecuencia de lo que ha ido ocurriendo en años anteriores: el hecho de que no hay una oferta tan grande de FI de oferta pública que sean atractivos para inversionistas *retail*, pues si se observa el RPMV se advierte que los FI más grandes y en mayor cantidad son los del régimen simplificado, ya sea para inversionistas institucionales o para personas relacionadas a la SAF/SAFI o porque cumplen con el monto mínimo del valor de colocación de la cuota que te permite entrar a ese régimen.

Así pues, desde hace unos años hay una tendencia de que la mayoría de FI públicos estén más orientados a institucionales como empresas de seguros, aunque realmente tampoco es que haya una gran cantidad de estos fondos, pero es lo que mueve ese mercado en particular.

Sobre el perfil del inversionista en este contexto, F. Melgar (comunicación personal, 12/01/2026) observa que, en el 2023, tras disiparse el riesgo político extremo por las elecciones, se dio un "regreso de capitales al Perú" buscando retornos que no se ofrecían en el exterior, no obstante, dicho entrevistado destaca que ello principalmente se evidencia en los inversionistas personas naturales, a los cuales se denomina como "*retail*":

El tema es que con el riesgo político y la pandemia los institucionales tienen mayores posibilidades y mayores facilidades para poder cambiar su distribución de activos, por lo que se fueron al mercado exterior donde hay activos de mayor liquidez para diversificar mucho más sus inversiones, lo cual se traduce en un menor nivel de activo administrado quizás, pero en general si no consideramos su participación y nos centramos en las personas naturales, si se dio un regreso de capitales

al Perú porque las personas naturales estaban buscando mejores y mayores retornos de los que podían obtener en el exterior.

Por su parte, en lo que respecta a los inversionistas que participan en el mercado de FI, A. Fuertes (comunicación personal, 22/08/2025) resalta un "repliegue de las AFP", uno de los inversionistas institucionales más importantes de nuestro mercado, y la mayor participación en los FI de las personas naturales con requerimientos de liquidez de corto plazo:

i) la llegada de los inversionistas no institucionales, personas naturales, a los FI, a quienes principalmente estaban dirigidos los FM ya que estos últimos podían atender mejor al inversionista *retail* mientras que los primeros estaban dirigidos al inversionista institucional, quienes típicamente invertían de mediano a largo plazo; así pues la persona natural trae consigo el requerimiento de estructuras de inversión en donde el largo plazo no sea lo ideal, sino aquellas de corto o, eventualmente, mediano plazo;

(...);

iii) el repliegue del mayor inversionista del mercado de capitales, las AFP, en los FI por cuanto los FI tradicionales suelen ser poco líquidos y las AFP en un contexto de retiro continuo de los aportes de los afiliados tenían que tener inversiones más líquidas para poder atender estos pedidos sin mayor problema (...).

Respecto al repliegue de las AFP del mercado de valores, V. Valdez (comunicación personal, 08/02/2026) destaca que dicho escenario fue generado por los retiros de fondos que se aprobaron en dichos años para afrontar las dificultades que generó la pandemia entre los aportantes de dichas entidades:

(...) estamos hablando de años de transición de pandemia en los que se aprobaron los retiros de AFPs, las cuales, junto a las aseguradoras, son los inversionistas más grandes en la economía, por lo que las administradoras estaban buscando inversiones cortas porque sabían que los retiros iban a venir y las compañías de seguros en buena cuenta actúan de manera muy parecida a una AFP porque el negocio de renta vitalicia es uno de los negocios que les genera mayores ingresos, entonces probablemente las inversiones de largo plazo ya están tomadas porque vienen de antes y son las que se ven más afectadas por la falta de flexibilidad en este tipo de situaciones.

Por otro lado, un aspecto esencial pero que no está relacionado propiamente a la estructura de los FI o la tendencia del mercado es el tema de la afectación reputacional que tienen estos vehículos a causa de la mala administración que realizan algunas Sociedades Administradoras, así, F. Ccahua (comunicación personal, 11/02/2026) menciona que el mercado ha sido golpeado por "*casos de negligencia de Blanco SAFI*", lo cual evidenció una falta de profesionalismo de parte de las Sociedades Administradoras que repercute de forma directa en los inversionistas *retail*:

(...) el problema con Blanco SAFI, el cual era el que tenía la mayor cantidad de inversionistas *retail* y es la que tenía el FI público bajo régimen general más grande, es ahí que más allá de que el FI sea rentable o no hubo un tema de negligencia de parte de las sociedades administradoras, ya que empezaron a aparecer estos casos de negligencia de Blanco SAFI, que es quizás el más representativo porque hubo otros casos también de gestoras de fondos, (...), por lo que por la falta de profesionalismo ocurren estos casos en los cuales se terminó perjudicando a los inversionistas porque no recibieron el retorno de sus inversiones y no porque la inversión no fuese rentable, sino por un caso de mal manejo donde también hay responsabilidad de la SMV porque no realizó antes las actividades de supervisión que tenía a la mano.

Con relación a este hecho A. Fuertes (comunicación personal, 22/08/2025) indica que *“(...) en los últimos años la categoría de los FI ha sido golpeada reputacionalmente por malos manejos de algunas administradoras de fondos de inversión o gestoras privadas no reguladas de FI”*, con lo cual se evidencia que la mala administración de los FI también genera un efecto negativo en el crecimiento de este tipo de vehículos, lo cual si bien no obedece estrictamente a las características de los mismos si evidencia que es necesario establecer una mayor supervisión con controles que mitiguen este riesgo.

Finalmente, A. Fuertes (comunicación personal, 22/08/2025) también hace énfasis en la evolución del tipo de inversiones que realizaban los FI y como es que se está ampliando a activos extranjeros generando una desventaja desde el punto de vista tributario:

(...) ii) los FI en su momento eran vehículos básicamente pensados para la inversión local, sin embargo, en la actualidad están llegando a activos alternativos internacionales, con lo cual se evidencia una desventaja de los FI respecto de los FM en términos de tratamiento tributario para la renta de fuente extranjera pues a estos últimos se les aplica una tasa de retorno de 5%, lo cual no aplica para los FI, puesto que las personas naturales tributan más; (...)

B) El horizonte de inversión y el principio de tutela del inversionista

Desde sus orígenes la SMV existe por una razón fundamental, la necesidad de tutelar los derechos de los inversionistas frente a la asimetría de la información, sin embargo, es necesario discutir el paradigma del FI tradicional frente a la realidad del inversionista local. Así pues V. Valdez (comunicación personal, 08/02/2026) señala que el FI es conceptualmente cerrado, pero advierte que *"las figuras legales deben responder a las necesidades del mercado (...) el paradigma tradicional no es lo que nuestra sociedad requiere"*; además, también invita a reflexionar sobre las razones por las que un inversionista prefiere invertir en un FM y no en un FI:

(...), el FM tiene la obligación de informar un valor cuota todos los días mientras que el FI no, por lo que si le sumas la posibilidad de que el inversionista se retire con una liquidación en principio en T+1 automáticamente el FM es vehículo preferido porque es más predecible

y tienes mayor visibilidad sobre cómo va la inversión (...), en un FI no; eso genera incluso que las inversiones en corto plazo no formen parte de lo que está en la idea del inversionista para un FI sino que hace que mires al concepto de FI como el típico *private equity*, que son fondos de inversión de muy largo plazo (...) y eso en el Perú no existe a menos que estés hablando de inversionistas institucionales muy grandes.

En la misma línea A. Fuertes (comunicación personal, 22/08/2025) señala lo siguiente:

(...) Para un inversionista persona natural la liquidez es muy importante, por lo que la ausencia del derecho de rescate si influye en su decisión de invertir en FI, lo cual no implica que no haya personas naturales que pueden no privilegiar la liquidez (...), pero para el promedio si les es muy importante saber que pueden salirse de una oportunidad de inversión casi en cualquier momento. La demanda de personas naturales pidiendo cierto nivel de liquidez para poder salir antes de que el FI termine su vida es importante (...); ello también es importante para un inversionista institucional que busca completar su inversión de corto plazo, pero si el FI dura 7 años, a pesar de que este invierta en un subyacente que puede generar liquidez de corto plazo, ese inversionista no podrá retirarse antes de que se liquide el FI.

Adicionalmente, F. Ccahua (comunicación personal, 11/02/2026) también considera que hay que prestar especial atención al tipo de inversionistas que existen en nuestro mercado, pues señala que *“hay inversionistas que buscan realizar una inversión a largo plazo y hay inversionistas que no, para estos últimos tener la posibilidad de obtener una devolución de su inversión sin la necesidad de obtener necesariamente una rentabilidad, siempre es una característica atractiva (...)”*. Por su parte, F. Melgar (comunicación personal, 12/01/2026) comenta que la necesidad de liquidez dependerá del tipo de inversionista y los factores de riesgo a los que se encuentran expuestos:

(...) hay que tener en cuenta la naturaleza del inversionista, quien, ante una situación política económica cambiante y fluctuante, busca tener exposición con un plazo inferior y por eso trata de buscar FI que si bien no le generen una buena rentabilidad tengan esos mecanismos de salida, ese es el mundo ideal para el inversionista, (...), por otro lado, tenemos a las compañías de seguros que (...) tienen ingresos recurrentes, los cuales le permiten, si tuvieran algún tipo de siniestro, afrontar cualquier necesidad de liquidez que requieran, y por otro lado, tienen a su vez la necesidad de diversificar sus inversiones, por eso es que están más propensos a buscar inversiones de mediano o largo plazo (...)

No obstante ello, la diversidad de inversionistas y sus preferencias no han sido ignoradas del todo por nuestros reguladores, sino que más bien a lo largo de los años se han adoptado algunas modificaciones que permitan la salida de los inversionistas de un FI antes de que culmine su vigencia, y ello es destacado por A. Fuertes (comunicación personal, 22/08/2025):

(...) las administradoras de FI han sabido encontrar algunas salidas bajo el supuesto de que las inversiones del FI son liquidas y tienen efectivo de vuelta más o menos en corto plazo y por lo tanto tienen la capacidad económica de retirar al inversionista a través de un proceso de recompra de cuotas regulada en la norma, aunque sin tanto desarrollo, (...); sin embargo, esta salida no es la más amigable porque se debe desplegar todo un procedimiento cuando se podría tener regulado un procedimiento de rescate de cuotas, así como existe en el FM, y que sea un procedimiento que permita al inversionista saber que bajo ciertas condiciones y en determinados momentos el FI puede sacarlo sin esperar que el FI se liquide o incluso sin esperar que se ejerza un procedimiento de recompra (...)

De esta forma, para el inversionista promedio es vital saber que puede retirar su inversión en un FI en cierto momento, lo cual si bien no es el único factor que limita su inversión si termina influyendo negativamente en la *"psicología del inversionista"* tal como lo menciona V. Valdez (comunicación personal, 08/02/2026), por lo que no solo debe considerarse la pureza de los conceptos sino adecuarlos a las necesidades de los inversionistas, es por ello que indicar que el mercado de valores existe para proteger al inversionista no es suficiente razón para no permitir que exista un derecho de rescate en los FI, lo cual influirá en todos los inversionistas de los FI por cuanto el rol de la SMV es tutelar al inversionista que sabe poco, ya que los grandes entran por oferta privada y no requieren tanta tutela.

C) Relación entre la naturaleza de un FI y su forma de financiamiento

Bajo la premisa de que un FI es un vehículo de inversión colectiva se afirma que la imposibilidad de rescate de cuotas ha forzado a los FI, o mejor dicho a sus estructuradores, a buscar estructuras de financiamiento alternativas, es así que V. Valdez (comunicación personal, 08/02/2026) trae a colación un concepto acuñado en virtud de la casuística que se ha presentado en nuestro mercado, los denominados *"FI de renta fija"*:

(...) estar en un instrumento de renta variable en el que no puede tomar la decisión de hacer un *call* (...) ha generado que en la práctica muchos FI estructuren lo que se ha denominado *"FI de renta fija"*, (...), donde tienes a un FI que no actúa como un FI, sino que actúa como un vehículo de deuda y lo que hace es emitir bonos.

En ese mismo sentido, A. Fuertes (comunicación personal, 22/08/2025) señala que teóricamente la falta de un mecanismo simple de rescate de cuotas de participación *"(...) podría, generar un incentivo para que el FI se endeude para hacer inversiones y en las deudas plantear fechas de corto plazo, una tasa y de esa manera captar dinero de inversionistas que quieren salir a una fecha específica y no estar durante toda la vida del FI"*.

Respecto a esta estructura de financiamiento a través de emisiones de deuda, F. Melgar (comunicación personal, 12/01/2026) destaca que *"el hecho de tomar deuda no es malo de por sí, ya que parte de esa deuda puedes invertirla y la otra parte podrías tenerla como liquidez"*, pero ello va a depender

principalmente de la estructura que se defina en el Reglamento de Participación del FI *“porque definitivamente tener deuda es como tener dos clases de cuotas en el FI, las cuales tendrán distintos derechos y obligaciones: una clase de cuotas tendrá un rendimiento o tratamiento preferente y otra clase de cuotas tendrá un rendimiento o tratamiento inferior”*.

Con relación a usar la deuda como fuente de liquidez para el repago a los inversionistas de los FI, F. Ccahua (comunicación personal, 11/02/2026) menciona que ello sería riesgoso y solo debe ser utilizado de esa forma en determinados supuestos:

Si es únicamente una cuestión de falta de liquidez porque los fondos que esperabas recibir en un mes los vas a recibir recién en dos, pero ya tienes las provisiones correspondientes (...), sí se justificaría que puedas tomar un financiamiento de corto plazo para cubrir ese requerimiento de liquidez (...), pero lo que no debería ocurrir es que no solo no tienes liquidez, sino que tampoco tienes patrimonio para pagar, (...) porque pagas a los inversionistas y asumes una obligación con un tercero que probablemente puedas ir pagando, pero luego vas a tener inversionistas que van a requerir la devolución de sus inversiones también en otro periodo de tiempo.

Así pues, lo que no debería ocurrir es que las cuotas de participación de un FI sean sustituidas por instrumentos de deuda, ya que ello es lo que desnaturalizaría el concepto de un FI. De esta forma, F. Melgar (comunicación personal, 12/01/2026) advierte que *“si un fondo tiene 90% deuda y 10% capital, se está enmascarando lo que quieres hacer realmente, se desnaturaliza el vehículo”*. Ante ello, F. Ccahua (comunicación personal, 11/02/2026) discrepa parcialmente, señalando que, tal como ocurre en una sociedad anónima, no hay regulación que prohíba endeudarse por encima del capital del emisor, opinión que es compartida por V. Valdez (comunicación personal, 08/02/2026), quien sostiene que *“no tienes por qué limitar que los FI puedan emitir deuda, pero tampoco significa que los FI hayan sido diseñados para estructurar deuda, sino que el FI debe poder emitir deuda cuando ello sea parte de su tesis de inversión”*.

D) El endeudamiento y su correlación con la agravación del riesgo del inversionista

Otro aspecto que se plantea en la presente investigación es que la emisión de deuda (obligaciones) cambia la jerarquía de cobro y el perfil de riesgo del inversionista que adquiere cuotas de participación en el FI. Sobre ello, los entrevistados coinciden en que ante la emisión de deuda el Partícipe toma una posición subordinada, así, por ejemplo, Fiorela Ccahua (comunicación personal, 11/02/2026) explica: *“en la liquidación, siempre vas a tener que pagarle antes a tu acreedor antes de poder distribuir lo que sea que te quedó con el partícipe”*, mientras que F. Melgar (comunicación personal, 12/01/2026) indica que:

Obviamente la deuda le da al inversionista una renta fija y lo pone en un grado de prelación preferente frente al inversionista que compra las

cuotas, sin embargo, el que compra las cuotas tiene una tasa de retorno esperada más alta y adicionalmente considero que tendrá un riesgo reducido porque si a través de la emisión de obligaciones (deuda) garantizas cerrar toda la parte del riesgo financiero del proyecto en el que invierte el fondo entonces finalmente eso termina repercutiendo favorablemente en el partícipe (...).

Por su parte, V. Valdez (comunicación personal, 08/02/2026) hace énfasis en cómo se estructurarían las emisiones de deuda para tratar de replicar lo que el inversionista obtendría como rendimiento al invertir en cuotas de participación de un FI, pero con mayores ventajas en comparación con una cuota de inversión sobre la cual no se puede asegurar ningún tipo de rendimiento, así destaca que:

(...) legalmente tampoco existe restricción para que los FI al emitir deuda ofrezcan como parte de la rentabilidad una tasa fija y una tasa variable sobre la base de la TIR del FI, con lo cual en la práctica se genera un instrumento que va a sustituir a la cuota de participación (...), es decir, hoy en día un bono puede comportarse casi igual que una cuota de participación, siendo que un bono incluso es mejor visto por el inversionista porque es casi igual que un préstamo en donde es el acreedor *senior* frente al tenedor de *equity*.

Por su parte, A. Fuertes (comunicación personal, 22/08/2025) también enfatiza el hecho de con la adquisición de deuda el inversionista puede obtener un rendimiento fijo, y que ello más la posibilidad de obtener pagos periódicos de rendimiento es lo que lo inclina a preferir la deuda por sobre las cuotas de participación:

Hay otras razones para que un FI se endeude y entre ellas menciona que hay inversionistas que quieren un producto más sencillo en el sentido de que quieren una tasa de retorno fija, por cuanto el inversionista peruano suele ser “dividendero”, y el producto que proporciona ingresos recurrentes y además un retorno fijo que puede ser estructurado con cupones mensuales, bimensuales, etc., es el bono, mientras que si ese mismo inversionista se convirtiera en partícipe de un FI no se le puede asegurar flujos continuos sino solo indicarle que en el reglamento de participación se ha regulado la distribución de dividendos.

Teniendo en cuenta lo antes mencionado, en cuanto al tipo de instrumento, adquirir deuda en vez de cuotas de participación termina siendo menos riesgoso para el inversionista por las características, con lo cual el Partícipe que adquirió cuotas tendrá el efecto inverso por tener una prelación inferior al momento en el que se le tenga que realizar la devolución de su inversión o incluso en un escenario de *default*, si a ello se le suma que siempre existirá el riesgo de que existan malos manejos al realizar emisiones de deuda a través del FI el escenario para el Partícipe tenedor de cuotas se torna “cuesta arriba”; no obstante ello, debe quedar claro que, tal como se comentó en el acápite previo y lo refuerza A. Fuertes (comunicación personal, 22/08/2025), la deuda

per se no es mala, lo es el "*nivel de endeudamiento o las inversiones que se hacen con los recursos captados por la deuda*".

E) La relación entre las necesidades de liquidez del inversionista y la estructuración del FI

La premisa sobre la que se parte es que la falta de un derecho de rescate en los FI los ha obligado a especializarse en activos de corto o mediano plazo para con ello lograr ser atractivos para los inversionistas, lo cual ha generado que en nuestro país existan "*Fondos de nicho*" (con nombre y apellido propio); así pues F. Ccahua (comunicación personal, 11/02/2026) indica que la normativa peruana obliga a tener "*fondos de nicho*", lo que restringe la diversificación. Por su parte, F. Melgar (comunicación personal, 12/01/2026) añade que esto limita el crecimiento de los FI pero que también es necesario implementar una forma de contrarrestar el efecto de tener un derecho de rescate:

(...) si bien que no exista derecho de rescate, efectivamente puede limitar, y de hecho creo que ha limitado, el crecimiento de los FI, por otro lado, no es tan sencillo encontrar una forma natural para contrarrestar ello y va a depender básicamente del tipo de activo que esté gestionando (...)

Así pues, es de especial relevancia destacar como es que la necesidad de calzar los plazos de un FI y las necesidades de liquidez de sus inversionistas ha generado el surgimiento de FI especializados de corto plazo (*factoring*), los cuales a decir de A. Fuertes (comunicación personal, 22/08/2025) se explican más por la "*imposibilidad del rescate que por la demanda*" de los inversionistas.

No obstante, es preciso aclarar que la diversificación de la cartera de inversiones de un FI no pasa por invertir en distintos instrumentos que financian distintas actividades, sino que por el contrario siempre debe estar enfocado en un negocio en particular (inmobiliario, *factoring*, etc.), tal como lo señala F. Ccahua (comunicación personal, 11/02/2026), por lo que la diversificación siempre se dará a nivel de la política de inversiones del FI:

(...) el FI tiene que ser diversificado en cuanto al objetivo de inversión y considero que hay que diferenciar al objetivo de inversión de la política de inversiones, ya que el objetivo de inversión siempre tiene que estar delimitado a un negocio en particular, (...), por eso es que la norma pide delimitar el nombre del FI a su objetivo, lo cual también es un tema de publicidad a través del cual el inversionista conocerá en que invierte el FI; (...) siendo que el tema de su diversificación estará en su política de inversiones (...). En ese sentido, la diversificación se da en el marco del objetivo de inversión del FI, no tendría sentido que exista un FI, por así llamarlo, "sabana", que invierta en todo, porque tampoco podremos tener una política de inversiones lógica ni tampoco un criterio para valorizar las inversiones.

De lo mencionado se concluye que el tipo de FI que se estructure va a depender en gran medida de los activos subyacentes en los que invierta, por lo que si se implementa un derecho de rescate será necesario que guarde

concordancia con la política de inversiones del FI, es así que, por ejemplo, V. Valdez (comunicación personal, 08/02/2026) propone permitir rescates cada 90 días en FI de *factoring* para alinearlos al vencimiento de los activos subyacentes, posición que es compartida con otras de las personas entrevistadas tal como se evidenciará en el siguiente acápite.

F) ¿Se debe regular el derecho de rescate en los FI peruanos?

Ante esta pregunta los entrevistados coinciden en que el derecho de rescate si debería ser regulado en nuestro país, sin embargo, también coinciden en que no debe ser tratado a la ligera como una apertura total a los rescates, por cuanto no debemos olvidar que esta ya es una característica que define a los FM, por lo que, tal como lo indica V. Valdez (comunicación personal, 08/02/2026), por economía legislativa se debe plantear que para su implementación se definan ciertos “candados”:

- **Derecho de Rescate con ventanas de liquidez:** Existe consenso en que no debe ser un rescate diario (como FM), sino con ventanas de liquidez temporales de, por ejemplo, cada 90 días, permitiendo que los plazos o periodos específicos sean determinados por quien estructura la figura tal como lo sostiene V. Valdez (comunicación personal, 08/02/2026).

También se debe considerar que estas ventanas de liquidez deben tener límites en función de cuanto porcentaje del patrimonio del FI se permitirá rescatar en un mismo periodo (por ejemplo, 10-15% del tamaño del FI, tal como lo sugiere F. Melgar (comunicación personal, 12/01/2026)), siendo que también será necesario, tal como lo destaca F. Melgar (comunicación personal, 12/01/2026), implementar *“un procedimiento sobre qué hacer cuando varios partícipes concurren solicitando ejercer su derecho de rescate (...), en cuyo caso deberás activar un mecanismo a prorrata para activar ese derecho (...).”*

En la misma línea F. Ccahua (comunicación personal, 11/02/2026) resume la necesidad de establecer límites máximos de devolución de inversiones y también periodos específicos para solicitar la activación del derecho de rescate considerando un inicio y un fin para el mismo:

(...) debería haber un límite para que los partícipes pidan sus rescates ya que podría generar que una gran cantidad de partícipes dentro de un periodo de ventana de liquidez pida la devolución de sus participaciones y el FI no tenga recursos para poder pagarles; (...), y tiempos de caducidad para pedir la devolución porque tampoco debe ser algo que puedes hacer en cualquier momento sino solo, por ejemplo, los últimos días hábiles de cada mes.

- **Consistencia con la Política de Inversiones:** Es imperativo que haya consistencia entre lo que se ofrece como rescate y el manejo de caja del FI, por lo que es de especial relevancia considerar el tipo de activo en el que invierte proyectando los requerimientos de liquidez, para lo cual también servirá tomar en cuenta el porcentaje máximo que puede ser

rescatado en un periodo de tiempo, tal como lo destaca A. Fuertes (comunicación personal, 22/08/2025), quien menciona que, *“si ofrezco 20% de rescates a partir del primer año en adelante debería poder demostrar o sustentar que a través del tipo de inversión que he hecho puedo soportar hasta el 20% de esa salida (...)”*, esta premisa también es compartida por F. Melgar (comunicación personal, 12/01/2026) quien comenta lo siguiente:

La mejor manera de incorporar ese derecho es que tengamos en cuenta el tipo activo, su naturaleza, ya que si el activo es uno de corto plazo como de inversiones en factoring, (...) vas a tener liquidez en el corto plazo, pero si la naturaleza del activo es, por ejemplo, inversiones de tipo inmobiliario, entonces sí vas a tener que establecer un mecanismo que suponga justamente tener esas ventanas de liquidez y una política de inversiones diversificada, de tal forma que las inversiones de corto plazo te permitan contar con la liquidez en caso de que, durante las ventanas de liquidez, los inversionistas finalmente activen ese derecho.

Por su parte, V. Valdez (comunicación personal, 08/02/2026) para comentar sobre este tema compara a los FI con las compañías de seguros, en las que *“es necesario tener una política de inversiones que sea concordante con lo que busquen los inversionistas, por ejemplo, estimando que con cierta política de inversiones el 30% de inversionistas se retirará en el sexto mes, por lo que debo tener inversiones que me permitan afrontar dichas salidas en ese momento”*.

Finalmente, F. Ccahua (comunicación personal, 11/02/2026) también concuerda en que *“esa posibilidad de que los FI tengan ese espacio debería estar relacionado con el tipo de inversión, priorizando aquellas que sí dan ventanas de liquidez”*, por lo que desde su perspectiva los FI que si pueden contemplar dicho derecho son los FI de deuda (en función al tiempo de recuperación de los créditos), los de *factoring* y hasta los de *renting*; mientras que los FI de infraestructura, de *venture capital*, y los que desarrollan proyectos inmobiliarios, por la propia naturaleza de sus inversiones (tienen un periodo de maduración), no generarán dichas ventanas de liquidez.

- **Plazo de pago concordante con un periodo de desinversión:** Esto pasa por 2 supuestos: i) establecer plazos mínimos de permanencia, ya que la idea tampoco es que el inversionista retire su inversión al día siguiente de que realizó su solicitud; y, ii) fijar un plazo para realizar el pago derivado del ejercicio del derecho de rescate que no afecte de forma drástica el valor de la inversión que se está liquidando para solventarlo.

Sobre el segundo punto, V. Valdez (comunicación personal, 08/02/2026) sostiene que *“el pago al inversionista debe realizarse en $T + N$, tal como ocurre con los retiros de las AFPs, las cuales tienen el mismo precepto de que tienen invertidos sus recursos y deben convertirlos en liquidez, por lo que si bien permiten retiros los pagos se realizan luego de cierto periodo y en “n” cuotas”*. Esta postura también es compartida por F. Ccahua (comunicación personal, 11/02/2026), quien menciona que debemos

“otorgarles un periodo de tiempo a las sociedades administradoras también para que puedan realizar los pagos porque no podría ser una cuestión inmediata (por ejemplo, pagar en 5 días porque no necesariamente funciona así).

- **La recomposición del capital del FI:** F. Ccahua (comunicación personal, 11/02/2026) resalta que, si se permite la salida de inversores, también se debe facilitar el ingreso de nuevos inversionistas mediante aumentos de capital más ágiles, para lo cual se propone, por ejemplo, implementar la aprobación directa del Comité de Inversiones sin necesidad de una delegación, lo cual permitiría evitar Asambleas de Partícipes que resulten tediosas, toda vez que, a decir de la misma entrevistada, para ello *“no necesitas más justificación de por qué estás haciendo el aumento de capital, la justificación es que se retiraron inversionistas y necesitas capital”*.
- **Establecer obligaciones para las Sociedades Administradoras:** F. Ccahua (comunicación personal, 11/02/2026) también comenta que, ante la activación del derecho de rescate, será necesario tener claridad sobre cuales *“son las obligaciones de la SAF con relación a cómo afecta este tipo de redenciones en su patrimonio, cómo lo reflejas finalmente ante el mercado y el proceso de registro de estas devoluciones y salidas de partícipes”*.

V. RESULTADOS (CONTRASTE DE HIPÓTESIS)

Para el desarrollo de la hipótesis principal en la presente investigación se utilizó la argumentación sistemática a partir de la identificación de los efectos negativos que generaba la ausencia de la regulación de un derecho de rescate en nuestra regulación partiendo de la explicación de que es y cómo funciona un FI en el Perú, pasando por el estudio de la legislación comparada y concluyendo con la opinión de expertos en la materia para revelar una industria en crecimiento pero con marcadas asimetrías estructurales y regulatorias que impactan en la liquidez del inversionista, principalmente del inversionista *retail*.

Por su parte, para elaborar la primera hipótesis secundaria se analizó cuáles eran los factores relevantes para un inversionista, así como cuales son las alternativas de inversión que tienen en caso decidan no invertir en FI, ello a partir de las estadísticas disponibles de la SMV y la opinión de los expertos entrevistados, con lo cual se evidenció que las alternativas de liquidez para el inversionista (recompra, mercado secundario o reducción de capital) son percibidas como operativamente complejas y poco amigables.

Para el desarrollo de la segunda hipótesis secundaria en la que se plantea que la falta de un derecho de rescate ha incentivado el uso de la emisión de obligaciones (instrumentos de deuda) con el fin de optimizar retornos y ofrecer liquidez indirecta a los inversionistas se analizó la regulación que permite que los FI se endeuden y se plantearon escenarios en los cuales se evidenciaría un mayor riesgo para el Partícipe, ante lo cual existió consenso entre los expertos para determinar que el endeudamiento aumenta el riesgo del Partícipe debido a la subordinación en la prelación de pagos, sin embargo, se determinó que la emisión de deuda per se no es

mala para el FI y que no debería haber restricciones para endeudarse por encima del capital, así como ocurre en el caso de las sociedades, no obstante lo cual siempre deberían cumplirse límites prudenciales para que el riesgo del Partícipe no crezca exponencialmente.

Adicionalmente, para la elaboración de la tercera hipótesis secundaria se consideró la regulación vigente y los datos sobre los FI con la finalidad de probar que la inexistencia del derecho de rescate promovía la especialización de los FI y no la diversificación, respecto a lo cual los expertos opinaron que si bien la diversificación es importante esta se evidencia a nivel de la política de inversiones y no del objetivo de inversión, por cuanto un FI siempre se debe enfocar en un negocio en particular, no obstante lo cual si se coincidía en que la diversificación de la política de inversiones debe ser considerada para regular el derecho de rescate en nuestro ordenamiento.

Es así que, con este entendimiento sobre las hipótesis planteadas en la investigación, se concluye que se requiere que se realicen modificaciones a la regulación de los FI, por lo que se plantea una propuesta de regulación concordante con los resultados obtenidos y nuestra realidad económica en pro de la “economía legislativa” para no equiparar figuras que deben ser distintas por su naturaleza (FI y FM).

V.I PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

Como consecuencia de la aplicación de las hipótesis planteadas en la presente investigación y considerando la regulación chilena que tiene un modelo híbrido (FIR y FINR) que permite rescates totales o parciales con ventanas de liquidez de hasta 179 días o más, sujetos a la disponibilidad de excedentes, a continuación se desarrollará un proyecto de modificación del Reglamento de FI y su correspondiente exposición de motivos que considera los resultados de la presente investigación:

FÓRMULA LEGAL

MODIFICACIÓN PARCIAL DEL REGLAMENTO DE FONDOS DE INVERSIÓN Y SUS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS, APROBADO MEDIANTE RESOLUCIÓN SMV N° 029-2014-SMV-01

Artículo 1.- Disposición modificatoria

“Artículo 72 Recompra de Cuotas

La Sociedad Administradora podrá establecer periodos de recompra de cuotas del Fondo sujetos a la disponibilidad de recursos del Fondo para atender las solicitudes de recompra. El procedimiento para la recompra de cuotas se establecerá en el Reglamento de Participación del Fondo y debe considerar al menos las siguientes condiciones:

- 1. Los periodos de recompra (ventanas de liquidez) en ningún caso serán diarios o permanentes, sino que tendrán una fecha de inicio y una fecha de fin.***

Los periodos de recompra deben establecerse en función del tipo de activo en el que invierte el Fondo y la proyección de los requerimientos de liquidez de los partícipes.

- 2. Se debe establecer un límite para las recompras realizadas en un mismo periodo en función del patrimonio neto del Fondo. En caso concurren partícipes que en conjunto superen el límite establecido, la Sociedad Administradora atenderá las solicitudes de recompra considerando una distribución a prorrata entre todos los partícipes que solicitaron la recompra en el mismo periodo.***
- 3. Establecer un plazo mínimo de permanencia considerando el tipo de inversiones que realizará el Fondo. Dicho plazo mínimo de permanencia en ningún caso deberá ser inferior a noventa (90) días.***
- 4. Fijar un plazo para realizar el pago al partícipe, el cual, de ser el caso, deberá ser concordante con el periodo de desinversión que se requiera de modo tal que no se afecte de forma drástica el valor de la inversión que, de ser el caso, requiera ser liquidada.***

El pago derivado del ejercicio del derecho de recompra en ningún caso será realizado en un plazo menor a cinco (5) días contados de la fecha en la que se realizó el cierre del periodo de recompra.

- 5. La facultad de la Sociedad Administradora de recomponer el capital del Fondo mediante un aumento de capital que será aprobado directamente por el Comité de Inversiones hasta por el monto máximo recomprado en un determinado periodo sin que se requiera la realización de una Asamblea.***

La recompra de cuotas, una vez ejecutada implica la reducción automática del capital del Fondo y debe ser informada al registro, como hecho de importancia al día siguiente de finalizado el plazo establecido para la recompra informando el porcentaje y número de cuotas redimidas, así como la indicación sobre si se aumentará el capital del Fondo para recomponer el capital redimido.”

EXPOSICIÓN DE MOTIVOS

1) Fundamentos de la propuesta normativa

La finalidad de la presente propuesta normativa es regular el derecho de rescate para los inversionistas que adquieran cuotas en un FI en el Perú dotando así a dicho vehículo de mayor flexibilidad, la misma que ha sido limitada principalmente por la puridad del concepto de "capital cerrado", lo cual no justifica limitar su estructura y su evolución en el mercado peruano, el cual principalmente se caracteriza por tener inversionistas *retail* que no necesariamente llegan a ser institucionales.

Así pues, se debe destacar que “el inversionista peruano suele ser dividendero”⁴, por lo que es usual que requiera liquidez y que no pueda, o no quiera, permanecer por largos periodos de tiempo en un vehículo de inversión, razón por la cual se justifica la mayor proliferación de FM en contraste con lo que sucede con los FI de oferta pública tal como lo evidencian las estadísticas publicadas en el Anuario Estadístico de la SMV correspondiente al 2025:



CUADRO N° 5.1
Principales indicadores de fondos de inversión públicos
Periodo: diciembre 2021 - diciembre 2025

MES	AÑO	NÚMERO DE SOCIEDADES ADMINISTRADORAS CON FONDOS OPERATIVOS	NÚMERO DE FONDOS OPERATIVOS	NÚMERO DE PARTICIPES	PATRIMONIO NETO (En millones de dólares)
Diciembre	2021	30	73	3,182	1,774.7
Diciembre	2022	29	81	3,934	1,710.5
Diciembre	2023	27	75	4,275	1,583.3
Diciembre	2024	29	95	5,704	1,834.8
Diciembre ^{1/}	2025	27	141	11,690	2,367.3

1/. Información no auditada.

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores.

Elaboración: Intendencia General de Investigación e Innovación - SMV.



CUADRO N° 4.1
Principales indicadores de fondos mutuos operativos
Periodo: diciembre 2021 - diciembre 2025

MES	AÑO	NÚMERO DE SOCIEDADES ADMINISTRADORAS CON FONDOS OPERATIVOS	NÚMERO DE FONDOS OPERATIVOS	NÚMERO DE PARTICIPES	PATRIMONIO NETO (En millones de dólares)
Diciembre	2021	12	155	367,167	8,172.4
Diciembre	2022	14	185	341,166	7,421.3
Diciembre	2023	16	221	347,660	8,864.4
Diciembre	2024	16	229	416,997	12,761.5
Enero	2025	16	226	423,916	13,236.4
Febrero	2025	16	221	429,245	13,541.1
Marzo	2025	16	213	435,564	13,882.5
Abril	2025	16	210	439,304	14,092.4
Mayo	2025	16	206	444,437	14,422.2
Junio	2025	16	202	449,842	15,098.1
Julio	2025	16	201	456,565	15,276.8
Agosto	2025	16	199	462,958	15,871.6
Septiembre	2025	17	201	469,658	16,297.1
Octubre	2025	17	204	475,573	16,910.2
Noviembre	2025	17	204	482,508	17,166.6
Diciembre	2025	17	204	490,012	17,461.6

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores – SMV.

Elaboración: Intendencia General de Investigación e Innovación.

Así pues, a partir de la información de los cuadros previos, el mercado de valores peruano tiene una asimetría estructural que limita el desarrollo de los FI frente a

⁴ Aldo Fuertes (comunicación personal, 22/08/2025).

los FM, puesto que mientras que la industria de FM demostró una notable capacidad de resiliencia y crecimiento, duplicando su patrimonio neto administrado (de US\$ 8,172.4 millones en 2021 a US\$ 17,461.6 millones en 2025), los FI mantuvieron un crecimiento marginal pasando de US\$ 1,775 millones a US\$ 2,367 millones en el mismo periodo.

Esta disparidad, donde el patrimonio de los FM es aproximadamente siete veces superior al de los FI, no responde únicamente a la naturaleza de los activos subyacentes, sino primordialmente a la rigidez del capital cerrado que caracteriza a los FI en el Perú, por cuanto al carecer de un derecho de rescate o ventanas de liquidez predecibles, el FI se percibe como un vehículo de "capital atrapado", lo que genera una barrera de entrada crítica para el inversionista *retail* con requerimientos de liquidez que no son atendidos por la estructura actual de los FI, lo que explica por qué la masa crítica de inversionistas (que alcanzó los 490,012 partícipes en FM hacia el 2025) no migra hacia los FI.

Por otro lado, limitar el endeudamiento del FI no es una opción por cuanto no se justifica limitar ello en un vehículo de inversión que tiene características similares a las sociedades anónimas, máxime cuando la misma normativa establece que la Ley General de Sociedades es de aplicación supletoria para los FI; en ese sentido, la propuesta de solución al sobreendeudamiento que puede tener un FI es regular un derecho de rescate para las cuotas de participación con el fin de replicar una de las principales características que generan la emisión de deuda a través de un FI (tener cierta predictibilidad sobre la recuperación de la inversión).

De forma adicional a lo mencionado en el párrafo previo, debe considerarse también que el hecho de que un FI emita deuda implica que este tendrá la obligación de devolver dicha inversión a su vencimiento sin importar si este logra obtener recursos para ello o no mientras que en el caso de las cuotas de participación ello no será así por cuanto estas constituyen instrumentos de capital, con lo cual el Partícipe solo tiene el **derecho** a recibir el rendimiento del FI.

Adicionalmente, el hecho de que el Partícipe tenga un derecho de rescate no constituirá una obligación del FI frente al Partícipe sino que para evitar equiparar una cuota con derecho de rescate a un instrumento de deuda (un bono, por ejemplo) lo que se pretende regular es que la atención de las solicitudes de rescate se encuentre sujeta a la disponibilidad de excedentes del FI, así como regular una serie de candados que mitiguen el riesgo de que ante un evento de, por ejemplo, "shock económico" todos los Partícipes requieran retirar su inversión perjudicando las inversiones del FI.

2) Fundamento técnico de la propuesta normativa

El artículo 3 de la Ley de FI establece que los fondos son de capital cerrado y se caracterizan por que su número de cuotas es fijo, siendo que las cuotas no son susceptibles de rescate antes de la liquidación del fondo salvo en el supuesto de reembolsos derivados del ejercicio del derecho de separación. Sin embargo, en dicho artículo también se indica lo siguiente:

1. La Asamblea General de Partícipes puede acordar que se efectúen nuevos aportes o se aumente el número de cuotas del FI. A partir de lo aquí regulado

se evidencia que por más que un FI sea de capital cerrado y que el número de cuotas no debería variar ello en la práctica si ocurre por los acuerdos de aumento o reducción de capital que permiten el ingreso y la salida de partícipes, con lo cual si bien una de las características de un FI es que el partícipe tenga vocación de permanencia en el mismo lo cierto es que no se le obligará a permanecer en dicho vehículo por cuanto existen mecanismos, que aunque burocráticos, permiten variaciones en el capital del FI.

2. La SMV tiene la facultad de establecer otros supuestos mediante los cuales sea factible el rescate de cuotas antes de la liquidación del Fondo, lo cual será posible mediante disposiciones de carácter general.

En nuestro caso, el Reglamento de FI hace unos años estableció un procedimiento de recompra de cuotas de participación con la finalidad de que los partícipes de los FI que invertían en cierto tipo de instrumentos (como el factoring) puedan retirar sus inversiones del FI antes de su liquidación, ello considerando que el tipo de inversiones que realizaban les permitía contar con liquidez en ciertos periodos de tiempo.

No obstante ello, implementar dicho mecanismo de recompra requiere la realización de Asambleas, delegaciones al Comité de Inversiones y ciertos quórums y mayorías que en la práctica podrían resultar engorrosos, máxime cuando la intención es que las cuotas de un FI sean ampliamente colocadas en un gran número de inversionistas, lo cual generará que el quórum y mayorías aplicables se difumine o que se generen clases sin derecho a voto para impedir que la participación en el capital se diluya.

Por otro lado, se debe hacer énfasis en que regular un derecho de rescate no equipara el funcionamiento de un FI al funcionamiento de un FM, por cuanto, el hecho de tener capital cerrado o abierto no es el único aspecto que diferencia a ambos vehículos de inversión, sino que *“además de los rescates tienen una diversificación bien específica”*⁵, por cuanto los primeros pueden invertir en una serie de instrumentos u operaciones adicionales a aquellos en los que pueden invertir los FM, los cuales tienen que cumplir con ciertos porcentajes para poder encasillarse en alguno de los tipos de FM regulados normativamente.

3) Análisis costo-beneficio

La promulgación de la modificación normativa propuesta tiene por finalidad subsanar un vacío legal en la regulación de los Fondos de Inversión a través de la regulación de un derecho que beneficiaría al partícipe y que como consecuencia de ello generaría el crecimiento de la industria de los FI.

La aprobación de la modificación tampoco genera obligaciones adicionales de supervisión por cuanto no genera una nueva figura, sino que más bien simplifica un procedimiento que actualmente se encuentra vigente, por lo que no generará gastos en su implementación o costos por parte de los operadores de la LMV.

⁵ V. Valdez (comunicación personal, 08/02/2026).

Asimismo, la propuesta de modificación reduce los gastos que deben afrontar las Sociedades Administradoras en lo que respecta a la celebración de Asambleas de Partícipes y/o Comités y también reduce el tiempo para implementar la recompra de cuotas.

Por último, la presente modificación no implicará gastos adicionales al Erario Nacional, debido a que las modificaciones propuestas son estrictamente normativas y no generan el reporte de obligaciones adicionales a las ya previstas para la recompra actual.

VI. DISCUSIÓN

VI.1 SOBRE LA INFLUENCIA DE LA INEXISTENCIA DEL DERECHO DE RESCATE EN LOS FI EN EL PERÚ.

A lo largo de la presente investigación se abordaron las consecuencias que genera la inexistencia del derecho de rescate en los FI peruanos a partir de la revisión bibliográfica, la legislación comparada y la experiencia de expertos en la materia, por lo que a continuación se reseña la influencia de dicha inexistencia entre los inversionistas y la estructura del FI a partir de lo ya mencionado en los capítulos previos:

VI.1.1. Influencia en la decisión del inversionista.

En el mercado de valores se tienen distintos tipos de inversionistas, cada uno de los cuales tiene distintos objetivos y también distinta predisposición al riesgo, lo cual determina en última instancia en que instrumentos invertirán.

Los inversionistas en el mercado de valores peruano no necesariamente califican como inversionistas institucionales y además tienen mayores requerimientos de liquidez. Asimismo, los inversionistas al invertir a través de un FI logran invertir en instrumentos que requieren tener la condición de inversionistas institucionales (como los bonos titulizados de oferta privada) para acceder a ellos y aprovechar las ventajas que ello implica.

Además de ello, se debe destacar que a partir de las estadísticas citadas es que se evidencia que existe una alta concentración del mercado de FI puesto que en el periodo 2021 – 2025 solo 3 o 4 Sociedades Administradoras de las 27 - 30 que operaban en el mercado de los FI concentraban más del 79% de los Partícipes de dicho mercado; por su parte, en lo que respecta al patrimonio neto administrado en el mismo periodo se evidencia que este solo aumento de US\$ 1,775 millones a US\$ 2,367 millones, lo cual si bien sugiere la entrada de inversionistas no evidencia una entrada masiva de los mismos.

Por su parte en el caso de los FM también se evidencia una concentración del mercado en 4 Sociedades Administradoras de más de 12 pero menos de 17 concentraban más del 92% de partícipes, los cuales pasaron de 367,167 en el 2021 a 490,012 en el 2025, lo cual refleja un crecimiento

masivo, a diferencia de lo que ocurrió con los FI; mientras que en lo que respecta al patrimonio neto administrado por dichos FM se pasó de US\$ 8,172.4 millones en el 2021 a US\$ 17,461.6 millones en el 2025.

Lo mencionado en el párrafo previo y en línea con lo señalado por los expertos entrevistados, sería respaldado porque el inversionista peruano si bien requiere mayor rentabilidad, está dispuesto a sacrificar ello si no tiene predictibilidad sobre el retorno de su inversión, por lo que es importante considerar dicha variable para lograr tener un mayor número de inversionistas en los FI.

Es por ello que en esta tesis se concluye que dotar a los inversionistas de un derecho de rescate *“promoverá la constitución y desarrollo de ciertos tipos de fondos de inversión, de factoring por ejemplo, sin la necesidad de que todos los partícipes involucrados tengan el mismo horizonte de inversión”* (Exposición de Motivos del PL 1659, 2017, pág. 9).

VI.1.2. Influencia en la forma de financiamiento del FI.

Según se ha señalado en los capítulos anteriores, la ausencia de un derecho de rescate en los FI podría generar que estos se financien a través de la emisión de deuda, lo cual agrava el riesgo del inversionista que adquiere cuotas por cuanto su prelación en el pago se subordina al pago de la deuda.

No obstante ello, se deja claro que la emisión de deuda per se no es una mala práctica en un FI, sino que lo es la razón por la que se realiza dicha emisión, por cuanto la principal razón por la que se permite realizar la deuda es que el FI pueda realizar inversiones, sin embargo, si se utiliza para reemplazar la emisión de cuotas o para pagar a los partícipes sin provisionar una fuente de retorno de liquidez no se justifica su emisión.

Es así que se concluye que la inclusión del derecho de rescate eliminaría al menos una de las razones por las que se prefiere la emisión de deuda, la predictibilidad del retorno, frente a la emisión de cuotas beneficiando de esta forma al inversionista.

VI.1.3. Influencia en la diversificación de la cartera de inversiones.

El FI debe estar enfocado en un negocio en particular que se denomina “objetivo de inversión” lo cual limita la posibilidad de que la cartera de inversiones tenga que estar ampliamente diversificada, por lo que aun cuando exista cierta especialización la diversificación es necesaria, pero a nivel de política de inversiones y no de objetivo de inversión.

El análisis de datos de los capítulos previos muestra que la disminución de los FI operativos podría explicarse, en parte, por el cierre de vehículos que no lograban calzar los plazos de sus inversiones con las expectativas de

los Partícipes, lo cual aun cuando no puede confirmarse en la presente investigación si resulta un escenario posible.

Ante dicho panorama se concluye que la diversificación de la cartera de inversiones de un FI se verá beneficiada con la inclusión de un derecho de rescate a favor de los inversionistas por cuanto se requerirá liquidez para atender las solicitudes de rescate que estos presenten, a partir de ello es que se evidencia que el efecto de incluir dicho derecho en un FI es positivo y obligará a los estructuradores a tener una mayor diversificación en la cartera de inversiones del FI.

VI.2. SOBRE LA CONVENIENCIA DE IMPLEMENTAR EL DERECHO DE RESCATE EN LOS FI.

Para dilucidar sobre la conveniencia de regular un derecho de rescate en los FI es necesario primero destacar que con ello no se equiparán a un FM, por lo que es necesario mencionar otra de las diferencias que tienen este tipo de vehículos, para lo cual se toma como referencia lo señalado por Osorio Figueredo (2021), quien señala lo siguiente sobre la cartera de inversiones de ambos tipos de fondos:

Los fondos mutuos invierten en valores, instrumentos y operaciones financieras, lo que incluye operaciones con instrumentos derivados y de apalancamiento y se encuentran sujetos a límites de diversificación, referidos al emisor y a la emisión, a vinculados, y a calificaciones del país de domicilio de la inversión, en el caso de inversiones en el extranjero.

Los fondos de inversión por su parte son más flexibles, dado que pueden invertir en valores, instrumentos y operaciones financieras y, además, en inversiones alternativas o no estandarizadas como el caso de inmuebles y derechos sobre estos, y carteras de créditos. Los límites de estas inversiones son determinados por cada fondo de inversión en su propio reglamento de participación (p. 107).

Así pues, se concluye que con la inclusión de un derecho de rescate no se equipara a un FI con un FM, con lo cual no se sobre regula ninguna de las figuras existentes, sino que por el contrario se atiende uno de los temas pendientes de regulación que ya advertía el mismo Osorio Figueredo (2021), el cual es “(...) *la regulación de fondos de inversión que contemplen periodos de liquidez*” (p. 121).

Además de ello, debe considerarse que el derecho de rescate propuesto facilita el ejercicio de un procedimiento que actualmente se encuentra regulado como una “recompra de cuotas” la misma que también fue regulada para dotar de liquidez a los inversionistas que no tenían una vocación de permanencia tan amplia en dicho vehículo, con lo cual se concluye que dicha necesidad no pasa desapercibida para el regulador, faltando únicamente enfocarse en implementarla.

Finalmente, se concluye que si el hecho de regular el derecho de recompra, tal como se encuentra regulado, no afecta la característica de un FI de ser “de capital cerrado” y de tener “un número de cuotas fijo” no se explica porque un derecho de rescate a solicitud del inversionista y con ciertos candados si afectaría dichas características.

VII. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

VII.1 CONCLUSIONES

1. Los actuales mecanismos de salida para los Partícipes de un FI (recompra, mercado secundario, reducción de capital, ejercicio del derecho de separación) resultan operativamente complejos para lograr dotar de liquidez a los inversionistas, por lo que se requiere regular un mecanismo más expeditivo: el derecho de rescate.
2. La inexistencia del derecho de rescate constituye una barrera de acceso para el segmento *retail* de inversionistas lo cual en gran medida puede explicar la brecha abismal entre los partícipes de FM (~490,012 partícipes en el 2025) y los de los FI públicos (~4,200 partícipes en el 2025), toda vez que el inversionista persona natural prioriza la liquidez y la predictibilidad sobre el rendimiento puro.
3. La emisión de deuda por parte de los FI si bien per se no debe estar restringida si puede ser utilizada por las Sociedades Administradoras para financiar los FI a través de la emisión de obligaciones (bonos, por ejemplo) con el fin de ofrecer ventanas de salida indirectas a los inversionistas, lo cual desnaturaliza el vehículo de inversión y agrava el riesgo del Partícipe por cuanto la prelación de pago queda subordinada a la de los tenedores de deuda.
4. La inclusión de ventanas de rescate obligaría a los estructuradores a mantener carteras más líquidas y diversificadas para atender los requerimientos de los Partícipes. Actualmente, la falta de este derecho incentiva la creación de fondos de "nicho" muy especializados, pero poco líquidos, lo que incrementa el riesgo de cierre de FI ante el descalce entre los activos subyacentes y las expectativas de los inversores.
5. El procedimiento actual de recompra, condicionado a la aprobación de la Asamblea de Partícipes, resulta burocrático, ineficiente y costoso. Esta rigidez impide que los FI compitan en igualdad de condiciones con otros vehículos financieros y limita su crecimiento orgánico en el mercado de capitales peruano.
6. Es jurídicamente viable y económicamente necesario migrar hacia un modelo híbrido inspirado en la regulación chilena regulando ventanas de liquidez no permanentes (semicerradas) para no vulnerar el concepto de capital cerrado de la Ley de FI y agilizar la operatividad del mercado de valores, por cuanto el derecho de rescate en los FI se constituirá en una herramienta que dotará al FI de competitividad necesaria para que el inversionista peruano (típicamente "dividendero" y con requerimientos de liquidez) deje de percibir al FI como un vehículo de "capital atrapado" y empiece a considerarlo como una alternativa real frente al FM.

VII.2 RECOMENDACIONES

1. Modificar el artículo 72 del Reglamento adoptando la fórmula legal propuesta para permitir periodos de recompra sujetos a la disponibilidad de excedentes, con plazos mínimos de permanencia y montos máximos de rescate, entre otros criterios, que generarán un marco regulatorio competitivo que mantenga un equilibrio entre la necesidad de protección del inversionista y el crecimiento de la industria de FI incorporándole dinamicidad e innovación.
2. Incluir el derecho de rescate para desarrollar nuevas estructuras de FI, ampliando así la oferta de productos alineados al horizonte de inversión de los Partícipes y protegiendo al inversionista menos sofisticado (*retail*) con mecanismos alineados a sus expectativas.
3. Facultar al Comité de Inversiones para que apruebe directamente los aumentos de capital destinados a recomponer el patrimonio recomprado por el FI. Esto eliminaría la necesidad de convocar Asambleas de Partícipes para actos de gestión ordinaria, reduciendo costos operativos y tiempos de respuesta al inversionista.
4. Diferenciar las ventanas de rescate según la naturaleza del activo en el que invertirá el FI: fondos de factoring o deuda de corto plazo podrían tener ventanas trimestrales, mientras que fondos inmobiliarios o de infraestructura deberían mantener plazos más extensos que sean acordes al periodo de maduración de sus inversiones.

VIII. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abramovich Ackerman, D. (1997). Apuntes acerca del quórum y mayoría según la Ley General de Sociedades y el proyecto sustitutorio. IUS ET VERITAS, 8(15), 51 - 61. Recuperado a partir de <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/15729>
- Abramovich Ackerman, D. (2007). El derecho de separación del accionista: una regulación insuficiente. Ius et Veritas, (34), 169-175. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/12316>
- Administradora General de Fondos SURA S.A. (2025). "Reglamento Interno Fondo de Inversión Sura Renta Inmobiliaria III". Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=9697&grupo=&tipoentidad=FINRE&row=AAAw%20cAAhAABP4WAAZ&vig=VI&control=svs&pestania=56>
- Alianza del Pacífico, Subgrupo de trabajo de mercado de capitales. (2020). "Condiciones de inversión de los fondos regulados en la Alianza del Pacífico". Disponible en: <https://alianzapacifico.net/wp-content/uploads/1.-SGT-MC-Condiciones-de-Inversion-de-los-Fondos-Regulados-en-la-Alianza-del-Pacifico.pdf>

- Álvarez-Calderón, Diego. (2018). “¿Y si no ejercen su derecho de adquisición preferente, podemos vender? La importancia de reglas claras para el ejercicio de este derecho”. *ADVOCATUS* 36, pág. 31 – 61.
- Alza Administradora General de Fondos S.A. (2024). “Reglamento Interno Alza Fintech X Fondo de Inversión (No Rescatable)”. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=10413&grupo=&tipoentidad=FINRE&row=AAAw%20cAAhAABQK%20AAD&vig=VI&control=svs&pestanía=56>
- Ameris Capital Administradora General de Fondos S.A. (2024). “Reglamento Interno Ameris Deuda Directa Dólar Fondo de Inversión”. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=10627&grupo=&tipoentidad=FINRE&row=AAAw%20cAAhAABQK8AAk&vig=VI&control=svs&pestanía=56&tpl=alt>
- ANDEAN CROWN Sociedad Administradora de Fondos S.A.C. (2024). “ANDEAN CROWN Cash Plus Dólares FMIV Fondo Mutuo de Instrumentos de Deuda Corto Plazo / Dólares - Prospecto Simplificado”. Disponible en: https://www.smv.gob.pe/SIMV/Frm_ReglamentoParticipacion1?data=52BDACC78F35E9A17703490F4E40D4352FAF6A60C
- Arrús, Oscar. (2015). “La Junta General de Accionistas. Su funcionamiento y competencias”. *El gobierno corporativo en Iberoamérica*. Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores, pág. 331 – 366. Disponible en: https://www.cnbv.gob.mx/CNBV/Asuntos-Internacionales/Documents/Notas%20Relevantes/gobierno-corporativo_web.pdf
- Barrero, Mar. “Manual de Fondos de Inversión”. Cuarta Edición. Disponible en: https://www.activobank.com/applic/cms/jsps/activo/g3repository/PDF/FOINVMANUAL_FONDOS_INVERSION_2000A.PDF
- BCI Asset Management Administradora General de Fondos S.A. (2022). “Reglamento Interno Fondo de Inversión BCI Alternativos EVERGREEN”. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=10065&grupo=&tipoentidad=FINRE&row=AAAw%20cAAhAABQKEAAW&vig=Nv&control=svs&pestanía=56&tpl=alt>
- BD CAPITAL Sociedad Administradora De Fondos S.A.C. (2024). “BDC Deuda Diversificada FMIV || Fondo Mutuo dirigido exclusivamente a Inversionistas Institucionales Fondo Mutuo Flexible – Dólares || Prospecto Simplificado”. Disponible en: https://www.smv.gob.pe/SIMV/Frm_ReglamentoParticipacion1?data=52BDACC78F35E9A17703490F4E40D4352FAF6A60C
- BICE Inversiones Administradora General de Fondos S.A. (2024). “Reglamento Interno BICE Rentas Inmobiliarias Global Fondo de Inversión”. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=1>

[0302&grupo=&tipoentidad=FINRE&row=AAAw%20cAAhAABQKHAA2&vig=Vl&control=svs&pestanía=56&tpl=alt](https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=10523&grupo=&tipoentidad=FINRE&row=AAAw%20cAAhAABQKHAA2&vig=Vl&control=svs&pestanía=56&tpl=alt)

- BICE Inversiones Administradora General de Fondos S.A. (2025). “Reglamento Interno BICE Deuda Privada Fondo de Inversión”. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=10523&grupo=&tipoentidad=FINRE&row=AAAw%20cAAhAABQKHAA2&vig=Vl&control=svs&pestanía=56>
- BLUM SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS S.A. (2025). “Prospecto Simplificado BLUM RENTA GLOBAL FONDO MUTUO || Fondo Flexible – Dólares Americanos”. Disponible en: https://www.smv.gob.pe/SIMV/Frm_ReglamentoParticipacion1?data=52BDACC78F35E9A17703490F4E40D4352FAF6A60C
- Caballero Arroyo, Cristian Ociel. (2023). “El actual contexto jurídico de las sesiones virtuales de la junta de propietarios”. Enfoque Derecho. Disponible en: <https://enfoquederecho.com/el-actual-contexto-juridico-de-las-sesiones-virtuales-de-la-junta-de-propietarios/>
- Cambón Murcia, M. I. & Losada López, R. (2012). “Competencia y estructura de la industria de fondos de inversión en España: El papel de las entidades de crédito”. Documento de Trabajo N°54. Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV. Disponible en: https://www.cnmv.es/portal/publicaciones/Pub_Monografias.aspx#54
- Centro de Estudios Tributarios de la Universidad de Chile. (2013). “Reporte Tributario N° 44: Ley Única de Fondos”. Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile. Disponible en: <https://www.cetuchile.cl/reportetributario/pdf/rt44.pdf>
- Comisión de Investigación del Equipo de Derecho Mercantil. (2016). “¿Cómo actúan los fondos de inversión en el mercado peruano?”. Equipo de Derecho Mercantil No. 4, 267 – 283. Lima. Disponible en: <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/actualidadmercantil/article/download/14965/15499/>
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. “El mercado de valores y los productos de inversión: Manual para Universitarios”. Disponible en: <http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/ManualUniversitarios.pdf>
- Conde Granados, Jorge L., & Cahuana Ochoa, Maria del Carmen (2022). “Algunos alcances de la reducción de capital”. Perú. Dimensión Mercantil. Disponible en: <https://dimensionmercantil.pe/algunos-alcances-de-la-reduccion-de-capital/>
- Cortez Cortez, G. (1999). “Los Fondos Mutuos de Inversión en Valores en 1997 y 1998”. Revista de la Facultad de Ciencias Económicas No. 12, UNMSM, págs. 91 – 108.

- Correa, Felipe. (2021). "Industria de Fondos de Inversión en Chile". CEF ANÁLISIS N°46, pág. 14 – 21. Disponible en: <https://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2021/01/Presentacion-LAL-Fondos-de-Inversion-v190121.pdf>
- CREDICORP CAPITAL S.A. SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS. (2023). "Credicorp Capital Renta en Dólares 3Y VI FMIV - ANEXO". Disponible en: https://www.smv.gob.pe/SIMV/Frm_ReglamentoParticipacion1?data=52BDACC78F35E9A17703490F4E40D4352FAF6A60C
- Del Campo Steta, Benjamín Martín (1984). "La recompra de acciones". Revista de la Facultad de Derecho de México, Tomo XXXIV, Núms. 136 – 137 - 138, págs. 807 - 813. México. Disponible en <https://revistas-colaboracion.juridicas.unam.mx/index.php/rev-facultad-derecho-mx/article/view/27539/24868>
- Del Risco, José Antonio. (2020). "Celebración de juntas y asambleas virtuales: comentarios al Decreto de Urgencia 100-2020". LPderecho.pe. Disponible en: <https://lpderecho.pe/celebracion-juntas-asambleas-virtuales-decreto-urgencia-100-2020/>
- Diario de los Debates - SESIÓN 36.a D (VESPERTINA) 18-12-2001 - Proyecto de Ley No. 1118/2001-CR, por el que se propone modificar el Decreto legislativo No. 862, Ley de Fondos de Inversión en Valores.
- Dutto, M., Miceo, R. M., Armbruster, C., & Narvaez, M. (2021). Estructura de tarifas y resultados en los fondos de inversión de Estados Unidos. *SaberEs*, 13(2), 195–212.
- Echaíz Moreno, Daniel. "El derecho de suscripción preferente". Lex.
- Exposición de Motivos del Decreto Legislativo No. 1046.
- Exposición de Motivos de la Ley No. 30708, Ley que promueve el desarrollo del mercado de capitales. (2017).
- Exposición de Motivos del Proyecto de Ley No. 1659-2016-PE, (2017).
- Fanelli, José María. (2010). "Fondos comunes de inversión y desarrollo financiero". Documento de Proyecto preparado para la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) – Naciones Unidas. Chile. Disponible en: <https://repositorio.cepal.org/handle/11362/3739>
- Fondo Mutuos (2025). "¿Qué es el valor cuota de un Fondo Mutuo?". Disponible en: <https://fondosmutuos.pe/que-es-el-valor-cuota-de-un-fondo-mutuo/>
- Fondos Mutuos Perú, Asociación de Administradoras. (2024). "El ABC de los Fondos Mutuos". Disponible en: <https://fondosmutuos.pe/wp-content/uploads/2024/09/ABC-fondos-mutuos.pdf>

- Fondos Sura S.A.C. SAF (2022). “Prospecto Simplificado Fondo de Fondos Sura Acciones Norteamericanas FMIV”. Disponible en: https://www.smv.gob.pe/SIMV/Frm_ReglamentoParticipacion1?data=52BDACC78F35E9A17703490F4E40D4352FAF6A60C
- Fundación MAPFRE. (2025). Diccionario de Seguros. Rescate (*surrender; ransom*). Disponible en: <https://www.fundacionmapfre.org/publicaciones/diccionario-mapfre-seguros/rescate/>
- Fundación INVERCO (2007). “Medio siglo de Inversión Colectiva en España”. Imprenta Modelo. Madrid.
- García-Vaquero, Víctor. (1992). “Los fondos de inversión en España”. Banco de España.
- Gestión (2017). “¿A qué plazo me conviene invertir en fondos mutuos?”. Disponible en: <https://gestion.pe/tu-dinero/plazo-me-conviene-invertir-fondos-mutuos-130956-noticia/>
- Gitman, Lawrence J. y Joehnk, Michael (2009). “Fundamentos de las inversiones”. Décima Edición. Publicada por Addison Wesley publicada como Pearson Educación de México. Disponible en: <https://www.uv.mx/personal/clelanda/files/2016/03/Gitman-y-Joehnk-2009-Fundamentos-de-inversiones.pdf>
- Gutiérrez Molina, Isabel. (2011). “Notas sobre la evolución histórica, la naturaleza jurídica y el rol de los fondos de inversión en el mercado de capitales peruano: un análisis comparativo de esta industria”. IUS ET VERITAS 42, págs. 150 – 170. Lima. Disponible en: <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/12086>
- Guevara Villavicencio, Nydia. (2024) “Agenda Temprana SMV 2024: Ofertas privadas de fondos de inversión realizadas por entidades no supervisadas”. Reviews Legal Industry, Edición No. 16, pág. 50. Perú.
- Inmenso Gonzáles, Augusto. (2021). “Mapeo de Fondos de Inversión Responsables que operan en el Perú”. Instituto de Estudios Sindicales – IESI. Perú.
- Investment Company Institute. (1997). “Guía de Fondos de Inversión con Capital Fijo”. Disponible en: https://www.ici.org/pdf/span_g2cef.pdf
- Jiménez, Salvador (2013). “La recompra de acciones como alternativa al dividendo”. Empresa Global, pág. 36 – 38. Disponible en: <https://www.empresaglobal.es/EGAFI/descargas/1303926/1601149/la-recompra-de-acciones-como-alternativa-al-dividendo.pdf>
- Laroza, Elías. (2015). “DERECHO SOCIETARIO PERUANO: La Ley General de Sociedades del Perú”. Tomo I. Segunda Edición. Gaceta Jurídica S. A. Lima - Perú.

- Leiva Villegas, Alejandro. (2021). “Fondos de inversión privados: Análisis jurídico y tributario”. Revista de Estudios Tributarios No. 25, 79 - 118. Chile. Disponible en: <https://revistaestudiostributarios.uchile.cl/index.php/RET/article/download/64649/68194/233081>
- Link Capital Partners Administradora General de Fondos S.A. (2025). “Reglamento Interno Fondo de Inversión Link – Deuda Privada Cumplido II”. Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/entidad.php?mercado=V&rut=10739&grupo=&tipoentidad=FINRE&row=AAAw%20cAAhAABQK9AAs&vig=VI&control=svs&pestania=56>
- Montoya-Alberti, H. (2015). La voluntad de la sociedad anónima y las juntas de accionistas. *Ius Et Praxis*, 46(046), 43-66. <https://doi.org/10.26439/iusetpraxis2015.n046.664>
- Montoya-Alberti, H. (2012). “Las limitaciones al derecho de suscribir preferentemente acciones en un aumento de capital”. Revista de Derecho, volumen 13.
- Montoya Manfredi, U. (2004). “Derecho Comercial Tomo II: Títulos Valores – mercado de valores”. Editora Jurídica Grijley. Undécima edición. Lima.
- Moreira Jiménez, E. (2014). “Junta general de accionista en la sociedad anónima, según la normativa de Nicaragua”. *Revista De Derecho*, (6), 19–33. Disponibles en: <https://doi.org/10.5377/derecho.v0i6.1523>
- Munita Irrarázaval, María Magdalena (2019). “Fondos de Inversión como sujetos obligados a reconocer rentas pasivas en Chile: Aplicación práctica”. Anuario de Derecho Tributario No. 11, 63 – 89. Chile. Disponible en: <https://anuarioderechotributario.udp.cl/cms/wp-content/uploads/2021/06/Anuario-2019.-Art-3-Fondos-de-Inversion-como-Sujetos-Obligados-a-Reconocer-Rentas-Pasivas...-Por-Maria-Magdalena-Munita-Irrazaval.-P63-89.pdf>
- Muñoz Lobos, A. E. (2020). “La Regulación de los Fondos de Inversión: Análisis de la Ley Única de Fondos.” Memoria de prueba para optar al grado de Licenciado en Ciencias Jurídicas y Sociales. Universidad de Chile. Facultad de Derecho. Departamento de Derecho Comercial. Disponible en: <https://repositorio.uchile.cl/handle/2250/176507>
- Natalucci, Fabio; Mahvash S.; Qureshi, Felix Suntheim. (2022). “Cómo la falta de liquidez de los fondos abiertos de inversión colectiva puede amplificar los shocks y desestabilizar los precios de los activos”. IMF Blog. Disponible en: <https://www.imf.org/es/Blogs/Articles/2022/10/04/how-illiquid-open-end-funds-can-amplify-shocks-and-destabilize-asset-prices>
- Osorio Figueredo, Fernando. (2021). “Los fondos mutuos y fondos de inversión en el Perú”. En Superintendencia del Mercado de Valores (Ed.), *50 años supervisando el mercado de valores del Perú*, primera edición, pp. 104-125).

- Pablo Mahu M. & Carlos Orellana (2022). “Estudio Comparado Tratamiento Fondos de Inversión: Italia, España, Francia, Estados Unidos, Reino Unido, Japón”. Disponible en: https://acafi.cl/pdf/Estudio_efectos_cambios_reforma_tributaria.pdf
- Parras Martín, Alfonso. (2017). “Rescate y amortización de acciones como elemento tipológico de la clase rescatable”. Tesis doctoral. Universidad de Jaén. Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas, Departamento de Derecho Público y Derecho Privado Especial. Jaén. España. Disponible en: <https://ruja.ujaen.es/bitstreams/dca20b3f-20db-4011-910e-c3ffc7200cff/download>
- Peschiera Rebagliati, José Manuel. (2021). “Visión de la Superintendencia del Mercado de Valores”. En Superintendencia del Mercado de Valores (Ed.), *50 años supervisando el mercado de valores del Perú*, primera edición, pp. 145-169).
- Polanco Zamora, Gonzalo. (2013). “La ley única de fondos”. Reporte tributario No. 44. Centro de Estudios Tributarios de la Universidad de Chile.
- Polo Chiroque, Roberto Edward. (2013). “Fondos Mutuos de Inversión en Valores e Impuesto a la Renta”. THEMIS Revista de Derecho 64, 125 – 138. Lima. Disponible en: <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9577>
- Ramos Padilla, César Eusebio. (2004). Capítulo VII: Derecho de asistencia y voto. En “Derechos corporativos individuales del accionista y el financiamiento del objeto social de la sociedad anónima”. Tesis (Ms.) - Mención: Derecho Civil y Comercial. Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Facultad de Derecho y Ciencia Política. Escuela de Post-Grado. Disponible en: https://sisbib.unmsm.edu.pe/bibvirtual/tesis/human/ramos_pc/contenido.htm
- Ramos Padilla, César Eusebio. (2004). Capítulo XIII: Derecho de separación. En “Derechos corporativos individuales del accionista y el financiamiento del objeto social de la sociedad anónima”. Tesis (Ms.) - Mención: Derecho Civil y Comercial. Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Facultad de Derecho y Ciencia Política. Escuela de Post-Grado. Disponible en: https://sisbib.unmsm.edu.pe/bibvirtual/tesis/human/ramos_pc/contenido.htm
- Reggiardo Denegri, Aldo (2011). “Los mecanismos de salida de las inversiones en el mercado de capital privado (*private equity*) y la experiencia peruana”. ADVOCATUS 25, pág. 181 – 192. Lima. Disponible en: <https://revistas.ulima.edu.pe/index.php/Advocatus/article/view/394>
- Reyes M., Marcelo. (2018). “Guía de referencia para los integrantes de comité de vigilancia de fondos de inversión”. THE ANALYTICS LAB. Chile. Disponible en: <https://portal2.aach.cl/descargaarchivos/?archivo=Gu%C3%ADa%20de%20referencia%20para%20los%20integrantes%20de%20comit%C3%A9%20de%20vigilancia%20de%20fondos%20de%20inversi%C3%B3n.pdf>

- Ribes Ribes, Aurora. (2018). “Análisis del Régimen Fiscal de las Instituciones de Inversión Colectiva y de sus Socios o Partícipes en el Sistema Español”. *crónica Tributaria* Núm. 168/2018 (215-253).
- Rocca Carbajal, Lilian. (2017). “El mercado de valores en fácil”. Pontifica Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial. Lima.
- Rodríguez Canfranc, Miguel. (2024). “¿Qué es la recompra de acciones y cómo beneficia a los accionistas?”. Disponible en: <https://www.bbva.com/es/economia-y-finanzas/que-es-la-recompra-de-acciones/>
- Ruiz Ortiz, Rubén Arturo. (2021). “Ser o no ser, esa es la cuestión: A propósito de la naturaleza jurídica de las cuotas de participación de los fondos de inversión”. *Dimensión Mercantil*. Disponible en: <https://dimensionmercantil.pe/ser-o-no-ser-esa-es-la-cuestion-a-proposito-de-la-naturaleza-juridica-de-las-cuotas-de-participacion-de-los-fondos-de-inversion/>
- Salinas Rivas, Sergio (1996). “Fondos Mutuos, información asimétrica y regulación de mercados: Un enfoque de costos de transacción”. *THEMIS: Revista de Derecho*. Segunda Época. Pontificia Universidad Católica del Perú. Facultad de Derecho N° 33, Lima. págs. 105-124.
- Sanz Gadea, E. (2020). “Tributación de las rentas obtenidas por las instituciones de inversión colectiva (IIC) y sus partícipes”. *Revista de Contabilidad y Tributación*. CEF 443, págs. E1-E166.
- Sepúlveda Muñoz, Andrea. (2024). “Fondos de Inversión Rescatables vs No rescatables”. Blog Fondos Mutuos – AGF. Disponible en: <https://www.rankia.cl/blog/fondos-mutuos-agf/6194573-fondos-inversion-rescatables-vs-no-rescatable>
- Stucchi López Raygada, S. y Bezada Alencastre, J. A. (2016). “Manual sobre los derechos de los inversionistas en el Mercado de valores”. Superintendencia de Mercado y Valores. Disponible en: <https://repositorio.smv.gob.pe/handle/20.500.12986/140>
- Superintendencia del Mercado de Valores. Anuario Estadístico 2025. Disponible en: https://www.smv.gob.pe/OrientacionyEducacion/Frm_AnuarioEstadist?data=39120DDD87509B5F5A23A1CF27177296E40E85BDEF
- Superintendencia de Banca y Seguros (2021). “Adaptándose a la nueva normalidad: las sesiones no presenciales de las personas jurídicas”. *Boletín Semanal* No. 38. Disponible en: <https://www.sbs.gob.pe/boletin/detalleboletin/idbulletin/1180?title=Adapt%C3%A1ndose%20a%20la%20nueva%20normalidad:%20las%20sesiones%20no%20presenciales%20de%20las%20personas%20jur%C3%ADdicas>

- 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 & Sociedad 32, Asociación Civil, pág. 42 – 50. Lima.
- Tribunal Registral. Resolución No. 1611 -2021-SUNARP-TR. Lima, 03 de setiembre de 2021.
- Villacrez, R. (2008). Fondos mutuos. Revista Lidera, (3), 4. Recuperado a partir de <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/revistalidera/article/view/16763>
- Villacorta Hernández, Miguel Ángel. (2011). "Acciones rescatables y otros híbridos financieros societarios. Algunos aspectos jurídicos (sustantivos, financieros y contables)". Tesis doctoral, departamento de derecho privado, Universidad Carlos III de Madrid.
- Zapata de la Piedra, Calle Cabrera, Chirinos Quiroz, Guzmán Palomino, Melitón Magallanes, Rosadio Camahualí, Rosales Vicent & Soto Vilcapoma. (2016). "¿Cómo actúan los fondos de inversión en el mercado peruano?". Revista de Actualidad Mercantil No. 4. 263 – 283. Lima.

IX. ANEXOS

ANEXO 1 – ENTREVISTAS

ALDO FUERTES ANAYA (22/08/2025)
En relación con el mercado de fondos de inversión públicos en Perú, ¿podría compartirme su experiencia en esta industria y cómo ha observado el comportamiento de los inversionistas y del mercado en general durante el periodo 2021-2025?
Desde una visión general existe una tendencia a: i) La llegada de los inversionistas no institucionales, personas naturales, a los FI, a quienes principalmente estaban dirigidos los FM ya que estos últimos podían atender mejor al inversionista <i>retail</i> mientras que los primeros estaban dirigidos al inversionista institucional, quienes típicamente invertían de mediano a largo plazo; así pues la persona natural trae consigo el requerimiento de estructuras de inversión en donde el largo plazo no sea lo ideal, sino aquellas de corto o, eventualmente, mediano plazo; ii) Los FI en su momento eran vehículos básicamente pensados para la inversión local, sin embargo, en la actualidad están llegando a activos alternativos internacionales, con lo cual se evidencia una desventaja de los FI respecto de los FM en términos de tratamiento tributario para la renta de fuente extranjera pues a estos últimos se les aplica una tasa de retorno de 5%, lo cual no aplica para los FI, puesto que las personas naturales tributan más; iii) El repliegue del mayor inversionista del mercado de capitales, las AFP, en los FI por cuanto los FI tradicionales suelen ser poco líquidos y las AFP en un contexto de retiro continuo de los aportes de los afiliados debían tener inversiones más líquidas para poder atender estos pedidos sin mayor problema; y, iv) En los últimos años la categoría de los FI ha sido golpeada reputacionalmente por malos manejos de algunas administradoras de fondos de inversión o gestoras privadas no reguladas de FI.
Partiendo de la premisa de que un fondo de inversión en el Perú no ofrece la posibilidad de rescate de cuotas, ¿considera que esta característica específica pudo haber influido negativamente en la decisión de los inversionistas peruanos durante el periodo 2021 - 2025? ¿Qué mecanismos de compensación del riesgo de falta de liquidez buscaron los inversionistas en su lugar?
Para un inversionista persona natural la liquidez es muy importante, por lo que la ausencia del derecho de rescate si influye en su decisión de invertir en FI, lo cual no implica que no haya personas naturales que pueden no privilegiar la liquidez porque es un excedente del cual se pueden olvidar en unos 4 años, pero para el promedio si les es muy importante saber que pueden salirse de una oportunidad de inversión casi en cualquier momento.

La demanda de personas naturales pidiendo cierto nivel de liquidez para poder salir antes de que el fondo termine su vida es importante y si no lo tienes vas a perder cierto nivel de atraktividad para los inversionistas; ello también es importante para un inversionista institucional que busca completar su inversión de corto plazo, pero si el FI dura 7 años, a pesar de que este invierta en un subyacente que puede generar liquidez de corto plazo, ese inversionista no podrá retirarse antes de que se liquide el FI.

No obstante ello, las administradoras de FI han sabido encontrar algunas salidas bajo el supuesto de que las inversiones del FI son liquidas y tienen efectivo de vuelta más o menos en corto plazo y por lo tanto tienen la capacidad económica de retirar al inversionista a través de un proceso de recompra de cuotas regulada en la norma, aunque sin tanto desarrollo, por lo que hay que desarrollar el procedimiento de cómo se van a atender las solicitudes, etc.; sin embargo, esta salida no es la más amigable porque se debe desplegar todo un procedimiento cuando se podría tener regulado un procedimiento de rescate de cuotas, así como existe en el FM, y que sea un procedimiento que permita al inversionista saber que bajo ciertas condiciones y en determinados momentos el FI puede sacarlo sin esperar que el FI se liquide o incluso sin esperar que se ejerza un procedimiento de recompra, para lo cual simplemente el inversionista pondrá su orden de rescate y la administradora tendrá que ejecutarlo bajo las condiciones establecidas en el reglamento en línea con los subyacentes (tipo de inversión) y de cómo estos generan flujos necesarios para poder dar esta salida.

El procedimiento de rescate fue planteado por la SMV por el surgimiento de los FI que invertían en factoring, por ejemplo, que tenían horizontes de inversión más cortos en general, el cual tiene como una de sus complicaciones a la convocatoria a Asambleas de Partícipes, que aun cuando pueden delegar en el comité de inversiones la aprobación de los procesos de recompra también es posible que la Asamblea no apruebe dicha delegación con lo cual habrá que seguir molestando al inversionista para aprobar dichos procesos.

Una de las hipótesis que planteamos en esta investigación es que la ausencia del derecho de rescate pudo haber desnaturalizado la forma de financiamiento de los fondos de inversión empleando nuevas estrategias para optimizar sus retornos, tales como hacer uso de su facultad de realizar emisiones de obligaciones, lo cual agravaría el riesgo del inversionista debido a que el patrimonio del fondo respaldará a otro tipo de inversionistas. ¿Cómo valora esta afirmación? ¿De qué manera la falta de liquidez directa a través del rescate de cuotas impactó en la estrategia de financiamiento de estos fondos y la percepción de riesgo para el inversor en el período 2021 - 2025?

Es correcto. La falta de posibilidad de rescate podría, por lo menos en la teoría, generar un incentivo para que el FI se endeude para hacer inversiones y en las deudas plantear fechas de corto plazo, una tasa y de esa manera captar dinero de inversionistas que quieren salir a una fecha específica y no estar durante toda la vida del FI y no descarta que en la práctica eso también se dé.

No obstante ello, hay otras razones para que un FI se endeude y entre ellas tenemos que hay inversionistas que quieren un producto más sencillo en el sentido de que quieren una tasa de retorno fija, por cuanto el inversionista peruano suele ser “dividendero”, y el producto que proporciona ingresos recurrentes y además un retorno fijo que puede ser estructurado con cupones mensuales, bimensuales, etc., es el bono, mientras que si ese mismo inversionista se convirtiera en partícipe de un FI no se le puede asegurar flujos continuos sino solo indicarle que en el reglamento de participación se ha regulado la distribución de dividendos.

Asimismo, cuando endeudas al FI agregas riesgo a sus partícipes porque tienes que pagarles antes a los inversionistas de deuda. También es verdad que estructuras de capital que incluyen a la deuda no es que sean per se malas, todo va a depender de la combinación deuda y *equity*. Si hay un nivel de deuda tomada de forma irresponsable, sin calzar los flujos por riesgo, por plazo, por moneda, etc., sí le estás cargando al partícipe, pero si el costo financiero para el fondo es menor al costo del equity en general deberías esperar una mejora en el rendimiento aunque esa mejora viene con mayor riesgo; en esa instancia depende de las decisiones que tome el comité de inversiones sobre exponer a un riesgo adicional a sus partícipes de una manera responsable y además en beneficio del mismo porque una cosa es que el FI se endeude 10% de su patrimonio y otra cosa es que se endeude al 50% de su patrimonio; en ese sentido la deuda per sé no es mala para un FI, sino que lo es el nivel de endeudamiento o las inversiones que se hacen con los recursos captados por la deuda, las cuales deberían estar calzadas en riesgo en cuanto al tipo de inversión que realizo con esos recursos (un bono triple A o un bono soberano con un retorno de 6%, del cual le pago al inversionista de la deuda un 4% y tengo un 2% que se queda en el FI y le mejora el rendimiento al partícipe).

Asimismo, también puede ser desfavorable para el inversionista si desconoce que el FI se podía endeudar para invertir en otros instrumentos permitidos por su política de inversiones pero que son de mayor riesgo y que ante cualquier tema primero le van a tener que pagar al tercero antes que al partícipe. Entonces, el inversionista se puede perjudicar por un mal manejo del apalancamiento o incluso por un no completo entendimiento del producto que estaba comprando porque nunca le explicaron que también generaba a un riesgo de endeudamiento.

Se ha planteado que la inexistencia del derecho de rescate podría haber afectado negativamente la capacidad de los fondos para diversificar su cartera de inversiones principalmente debido a que para satisfacer las necesidades de sus partícipes podrían especializarse en cierto tipo de inversiones y por plazos específicos que usualmente no serán de largo plazo. ¿Está de acuerdo con esta perspectiva? ¿Podría explicarnos, tomando como referencia lo ocurrido en el periodo 2021-2025, cómo la falta de un mecanismo de salida expeditivo para el inversionista pudo haber limitado o alterado la finalidad original de diversificación de la cartera del fondo?

Sí, teóricamente es limpio el razonamiento. Efectivamente, si necesitas darle cierta liquidez al partícipe sabiendo que no hay rescate, entonces tendrías que especializarte en un tipo de activo que vaya en línea con la posibilidad de liquidarlo y de hecho sí conozco que en esos años se han armado FI que siguen esa lógica de que el plazo esté de acuerdo con lo máximo que puede esperar el inversionista sabiendo que no tiene una oportunidad de rescate, pero otra vez hay matices, la generación de FI de corto plazo y muy especializados no se debe únicamente a la no existencia de esta falta de regulación del rescate para FI, creo que también se debe a la demanda que más allá de entrar en un FI de largo plazo, pero con opciones de salida, porque ya habría una norma que permitiese rescate, son inversionistas que, si quieren saber que su inversión sí o sí se la van a devolver al cabo de ese tiempo, es decir, se puede tener una demanda específica de predictibilidad en el retorno, que no te lo puede dar incluso un fondo con regulación de rescate, a menos que no pongas candados que incluso hay hasta en los FMs.

Ahora sí reconozco que probablemente la presencia de fondos especializados de corto plazo se haya explicado más por la imposibilidad del rescate que por la demanda, pero no descarto que hay gente que quiere tener predictibilidad en la devolución de su dinero total en el corto plazo y eso se logra solo con un vencimiento del fondo y el gestor tiene que prepararse para liquidar todo en año y medio o en dos años.

**¿Qué alternativas se han explorado o se deberían explorar en el Perú para mitigar los riesgos inherentes a la falta de liquidez de los inversionistas y lograr que los fondos de inversión sean más atractivos para ellos?
¿Sería la incorporación del derecho de rescate una alternativa para ello?
¿En qué condiciones considera que podría implementarse dicho derecho?**

Sin duda alguna, el derecho rescate es una alternativa para dinamizar la llegada de inversionistas que quieran un poco más de predictibilidad y con procesos mucho menos exigentes en organización interna y todo lo demás como es el caso de la recompra. Ahora también creo que es bueno explorar otros mecanismos de liquidez, tales como reflexionar sobre la regulación de los FI listados en bolsa ya que si bien la bolsa no te asegura liquidez, sí te da la plataforma para que la liquidez se dé; es decir, te da el mecanismo centralizado para que la oferta y la demanda se encuentren finalmente, bajo una tecnología específica, transparencia, unos procedimientos ordenados, etcétera, entonces si hay algo que se puede hacer en la regulación también para que la experiencia del listado de un FI sea mucho más rápido y fácil, creo que puede ayudar.

Pero creo que probablemente la principal medida creo que pasa por regular la ejecución de la posibilidad de rescates para poder fomentar esta llegada inversionista con ciertos candados que pueden ser posibles en términos de plazos mínimos de permanencia y límites según el patrimonio; también el candado del calce entre lo que se ofrece y la inversión realizada, es decir, si es que ofrezco 20% de rescates a partir del primer año en adelante debería

poder demostrar o sustentar que a través del tipo de inversión que he hecho puedo soportar hasta el 20% de esa salida, porque si ofrezco ese 20% e invierto en private equity (que sigue la lógica de capital calls), lo que tienes es instrumentos que típicamente son nada líquidos; en conclusión tendrías que tener en tu política de inversión un manejo de caja de un porcentaje mínimo.

No es un candado para que la administradora se proteja de salidas fuertes de los inversionistas, sino es un candado para que la administradora no tenga el incentivo de ofrecer algo gracias a los rescates que no pueda luego cumplir, y como estamos hablando de personas naturales que pueden no entender tanto de estos temas de fondos o de inversiones o de manejo de caja de tesorería, entonces podrían estar más expuestos a problemas justamente gracias a esta regulación nueva de rescate.

Hay una autorregulación sobre los límites de concentración y hay veces que dichos límites no hacen sentido con la política central de inversión, mientras que en los fondos mutuos si hay regulación específica, con lo cual si quieres llamarte fondo renta variable, mínimo debes tener tanto invertido en fondos de inversión; tampoco quiero que se sobregule, pero sí; sin embargo lo bueno que tienen los FI en su regulación es que no te encesta a un tipo, lo cual si es un problema para hacer innovación en la estructuración, ello es un problema que tienes en los FMs y creo que no hay que importar ese problema de la regulación a los FI, pero lo cierto es que sí tiene que haber una consistencia entre lo que ofreces como rescate y tu lado de activos (inversiones) y la política de inversión.

FERNANDO MELGAR BARABINO
(12/01/2026)

En relación con el mercado de fondos de inversión públicos en Perú, ¿podría compartirme su experiencia en esta industria y cómo ha observado el comportamiento de los inversionistas y del mercado en general durante el periodo 2021-2025?

El 2022 prácticamente estábamos saliendo de la pandemia, claramente fue un año en el cual el mercado tuvo un impulso bastante importante después de una crisis mundial y definitivamente la economía en general, tanto la peruana como la economía mundial, pudieron ir saliendo de la crisis que se tuvo entre los años 2020 y 2021; en el caso nuestro, a partir del año 2022, varios proyectos que de alguna manera se habían quedado como congelados por el tema de la pandemia se activaron en el sector inmobiliario y en general la economía del país se activó porque adicionalmente en el mundo tuvimos, debido a la pandemia, una situación de tasas de interés bajas en el mercado.

Así pues la pandemia afectó a cierto tipo de sectores y a la economía en general, por lo que los bancos centrales tuvieron que apoyar la mejora en la economía a través de las reducciones de tasas de interés, y eso permitió justamente a nivel inmobiliario que se generaran una serie de desarrollos con lo cual finalmente toda la economía se vino arriba. En el año 2023 tuvimos

nosotros el tema político complicado, con las idas y vueltas con el tema de Castillo (si lo sacaban o si no), lo bueno de alguna manera fue que empezaron a retornar una serie de capitales. De hecho, Castillo generó pues una salida importantísima de capitales, pero cuando de alguna manera los agentes de mercado se dieron cuenta que el tema no iba a ser tan grave como inicialmente estaban estimando, una serie de inversionistas empezaron a retornar capitales porque con la reducción de tasas que te he comentado, claramente mantener inversiones en el exterior pues no les resultaba rentable y entonces empezaron a retornar capitales al Perú, lo cual en términos de los fondos de inversión claramente fue sumamente bueno porque eso generó un crecimiento en la industria, tanto así que a la fecha pues hay más de 30 sociedades administradoras de fondos de inversión en el mercado, con lo cual eso te puede dar unas luces claras del *boom* en términos de dinero que se está gestionando en el país.

Si miras todo el mercado de SAFIs, ves claramente que BD Capital tiene un liderazgo bastante pronunciado y diferenciado respecto al resto, si sacas a BD Capital las diferencias son muchísimo menores, pero con BD Capital en la jugada claramente se establecen marcadas diferencias, y es en los fondos de cartera de créditos que ellos manejan de manera importante participan inversionistas de tipo institucional (compañías de seguros, AFPs, fondos mutuos, hasta bancos) con lo cual obviamente ese activo está, por así decirlo, repartido en pocas empresas, el tema es que con el riesgo político y la pandemia los institucionales tienen mayores posibilidades y mayores facilidades para poder cambiar su distribución de activos, por lo que se fueron al mercado exterior donde hay activos de mayor liquidez para diversificar mucho más sus inversiones, lo cual se traduce en un menor nivel de activo administrado quizás, pero en general si no consideramos su participación y nos centramos en las personas naturales, si se dio un regreso de capitales al Perú porque las personas naturales estaban buscando mejores y mayores retornos de los que podían obtener en el exterior.

Partiendo de la premisa de que un fondo de inversión en el Perú no ofrece la posibilidad de rescate de cuotas, ¿considera que esta característica específica pudo haber influido negativamente en la decisión de los inversionistas peruanos durante el periodo 2021 - 2025? ¿Qué mecanismos de compensación del riesgo de falta de liquidez buscaron los inversionistas en su lugar?

Me parece que no necesariamente, creo que más bien hubo otro tipo de factores que, de alguna manera, podrían haber afectado, tales como el riesgo político y las bajas tasas de interés que en ese momento existían. Me parece que si tienes riesgo político y no tienes establecido un mecanismo claro para poder rescatar tu participación definitivamente lo que el inversionista va a hacer, por más retorno que le puedas ofrecer, es buscar activos líquidos, porque cuando hay un tema de riesgo político o cuando hay efectos como la pandemia lo que el inversionista tiene como objetivo es preservar el capital y por ende tendrá una mayor predisposición a tener activos más líquidos en desmedro del rendimiento.

Entonces, en la situación en la que estábamos puede ser que la ausencia de una posibilidad de rescate si puede haber influido en el 2022 teniendo la elección muy cercana, entonces si potencialmente un cierto número importante de inversionistas podrían haberse decantado en preferir tener mayor posibilidad de tener liquidez y sacrificar rentabilidad, mientras que si hablamos del 2023 en adelante, ya con ese riesgo político un poco más atenuado muchos inversionistas buscaban una mayor tasa de retorno y por eso es que en esos años se ha dado un proceso justamente de regreso de capitales.

Siendo ello así, hay que tener en cuenta la naturaleza del inversionista, quien, ante una situación política económica cambiante y fluctuante, busca tener exposición con un plazo inferior y por eso es que trata de buscar FI que si bien no le generen una buena rentabilidad tengan esos mecanismos de salida, ese es el mundo ideal para el inversionista, siempre poder tener flexibilidad para poder afrontar una situación complicada, y en este caso, las elecciones siempre representan un riesgo, por otro lado, tenemos a las compañías de seguros que venden todos los años pólizas de seguros y tienen ingresos recurrentes, los cuales le permiten, si tuvieran algún tipo de siniestro, afrontar cualquier necesidad de liquidez que requieran, y por otro lado, tienen a su vez la necesidad de diversificar sus inversiones, por eso es que están más propensos a buscar inversiones de mediano o largo plazo y aprovechan cada oportunidad ya que así nada más inversiones de largo plazo no hay en el mercado.

Sobre el mecanismo de compensación del riesgo de falta de liquidez buscaron a los inversionistas en su lugar, considero que, si el fondo no traía ese mecanismo natural de facilitar la liquidez, claramente el inversionista buscaba un activo líquido en el exterior.

Una de las hipótesis que planteamos en esta investigación es que la ausencia del derecho de rescate pudo haber desnaturalizado la forma de financiamiento de los fondos de inversión empleando nuevas estrategias para optimizar sus retornos, tales como hacer uso de su facultad de realizar emisiones de obligaciones, lo cual agravaría el riesgo del inversionista debido a que el patrimonio del fondo respaldará a otro tipo de inversionistas. ¿Cómo valora esta afirmación? ¿De qué manera la falta de liquidez directa a través del rescate de cuotas impactó en la estrategia de financiamiento de estos fondos y la percepción de riesgo para el inversor en el período 2021 - 2025?

El hecho de tomar deuda no es malo de por sí, ya que parte de esa deuda puedes invertirla y la otra parte podrías tenerla como liquidez. Si bien en un principio la toma de deuda puede implicar claramente un “perjuicio” para el aportante de capital al poner a otro tipo de inversionista con un grado de prelación superior, también es cierto que si parte de esa deuda la inviertes en un determinado proyecto puedes acelerar la velocidad de evolución del capital del inversionista, porque finalizas más rápido el proyecto al garantizar financieramente el proyecto a través de la inversión de los recursos captados de la colocación de cuotas y la deuda.

Lo usual es que los fondos de inversión no entren en su totalidad a financiar un proyecto, sino solo con una parte y la otra parte está sujeta a la aprobación de un banco, pero si desde ya implementas ambos mecanismos permites que el dueño del proyecto cuente con todos los recursos cierras el riesgo financiero de no tener los recursos para ejecutar el proyecto.

En ese sentido, la deuda *per se* no es mala, sino que va a depender de cómo está estructurado en el reglamento de participación porque definitivamente tener deuda es como tener dos clases de cuotas en el FI, las cuales tendrán distintos derechos y obligaciones: una clase de cuotas tendrá un rendimiento o tratamiento preferente y otra clase de cuotas tendrá un rendimiento o tratamiento inferior. Obviamente la deuda le da al inversionista una renta fija y lo pone en un grado de prelación preferente frente al inversionista que compra las cuotas, sin embargo, el que compra las cuotas tiene una tasa de retorno esperada más alta y adicionalmente considero que tendrá un riesgo reducido porque si a través de la emisión de obligaciones (deuda) garantizas cerrar toda la parte del riesgo financiero del proyecto en el que invierte el fondo, entonces finalmente eso termina repercutiendo favorablemente en el partícipe porque finalmente reduces su riesgo, por cuanto el riesgo financiero de un proyecto, por ejemplo inmobiliario, es uno de los principales riesgos al momento de ejecutar un proyecto por cuanto estás sujeto a un tercero, a una institución bancaria que finalmente aprueba el financiamiento bajo ciertas condiciones, siendo que el riesgo constructivo, el riesgo administrativo, etc., son riesgos menores que puedes mitigar sobre todo para el mercado inmobiliario que de alguna manera está compuesto por empresas especializadas en ese tipo de proyectos.

Adicionalmente, si dentro del reglamento de participación estableces ventanas de liquidez, parte de la deuda puedas invertirla en otro tipo de instrumentos de más corto plazo para poder darle un uso eficiente a esos recursos y adicionalmente permitir que algún partícipe pueda salir dentro de las ventanas de liquidez que establezca el mismo reglamento, entonces, considero que de alguna manera completas el mundo ideal para el inversionista,

De esta forma, una estructura de financiamiento “tradicional” de cualquier compañía es tener dos tercios de obligaciones, un tercio de aporte capital, pero claro, si nos ponemos en un caso en el cual el 90% es deuda y solamente un 10% es aporte de capital, claramente estás enmascarando lo que quieres hacer realmente, bajo dicho supuesto sí considero que habría una desnaturalización de lo que se consideraría un fondo de inversión, y si adicionalmente los partícipes son relacionados a la sociedad administradora estás usando el fondo de inversión como una estructura que finalmente solo emite deuda y no actúa de la forma como debería actuar un fondo de inversión, en el cual hay un aporte de capital importante, que no necesariamente tiene que ser el 100% sino que tiene que representar por lo menos un 30% o 35% de su capital. En verdad no tiene sentido hacer un fondo de inversión donde este tenga un aporte mínimo y el resto sea pura deuda, ya que ello conllevaría a actuar en desmedro total de los partícipes que pueda tener el fondo de inversión.

Se ha planteado que la inexistencia del derecho de rescate podría haber afectado negativamente la capacidad de los fondos para diversificar su cartera de inversiones principalmente debido a que para satisfacer las necesidades de sus partícipes podrían especializarse en cierto tipo de inversiones y por plazos específicos que usualmente no serán de largo plazo. ¿Está de acuerdo con esta perspectiva? ¿Podría explicarnos, tomando como referencia lo ocurrido en el periodo 2021-2025, cómo la falta de un mecanismo de salida expeditivo para el inversionista pudo haber limitado o alterado la finalidad original de diversificación de la cartera del fondo?

Una cosa va relacionada con la otra y más allá de la naturaleza del activo que gestionas es importante si estableces en un reglamento de participación la posibilidad de que hayan ventanas de liquidez, claramente tienes que tener una política de inversiones diversificada, donde si bien vas a tener una inversión principal (objetivo del fondo de inversión) también vas a tener un detalle de qué tipo de inversiones de corto plazo que justamente te permitan satisfacer esas potenciales ventanas de liquidez a las cuales los inversionistas van a acceder.

Entonces, la estructura de un fondo de inversión tiene que estar, por así decirlo, cohesionada, para tener un derecho de rescate que sea natural del fondo, por su propia naturaleza, y que esta se deriva claramente de tener inversiones de corto plazo desde un primer momento. Y el inversionista debido a eso sabe que la tasa de rendimiento esperada se va a ver afectada justamente por esa razón; sin embargo, en contraposición a eso, va a tener la posibilidad, en los momentos en los que el reglamento de participación lo defina, de tener acceso a estas potenciales ventanas de liquidez.

Siendo ello así, si bien que no exista derecho de rescate, efectivamente puede limitar y de hecho creo que ha limitado el crecimiento de los FI, por otro lado, no es tan sencillo encontrar una forma natural para contrarrestar ello y va a depender básicamente del tipo de activo que esté gestionando. Lo otro es que de alguna manera sacrifiques rendimiento y establezcas una política de inversiones diversificada destinando quizás un porcentaje un poco mayor de lo que usualmente inviertas en otros activos de rápida realización, con lo cual tendrás cierto nivel de liquidez que permita establecer ventanas de liquidez periódicas y atender los requerimientos que potencialmente se puedan dar entre los inversionistas.

Finalmente, creo que vale la pena mencionar que los FI, no sé si porque siguen un poco lo que indica la norma, son fondos de inversión muy de nicho (por ejemplo, Blanco Safi tenía más de 20 fondos de inversión y entre ellos habían fondos de inversión con nombre y apellido propio), ya que la misma norma te dice que en el nombre del fondo de inversión de alguna manera establezcas a qué se va a dedicar el fondo, así por ejemplo no he visto ningún fondo de inversión inmobiliario que a su vez dentro de su política de inversiones tenga esta la posibilidad de comprar facturas, sino que la sociedad administradora abre un fondo distinto especializado en la compra y la venta de facturas, por lo

que considero que para diversificar la cartera de inversiones de un fondo de inversión también existe cierta restricción normativa.

¿Qué alternativas se han explorado o se deberían explorar en el Perú para mitigar los riesgos inherentes a la falta de liquidez de los inversionistas y lograr que los fondos de inversión sean más atractivos para ellos? ¿Sería la incorporación del derecho de rescate una alternativa para ello? ¿En qué condiciones considera que podría implementarse dicho derecho?

La mejor manera de incorporar ese derecho es que tengamos en cuenta el tipo activo, su naturaleza, ya que si el activo es uno de corto plazo como de inversiones en factoring, claramente no es necesario hacer mucha magia en el reglamento de participación, porque vas a tener liquidez en el corto plazo, pero si la naturaleza del activo es, por ejemplo, inversiones de tipo inmobiliario, entonces sí vas a tener que establecer un mecanismo que suponga justamente tener esas ventanas de liquidez y una política de inversiones diversificada, de tal forma que las inversiones de corto plazo te permitan contar con la liquidez en caso de que, durante las ventanas de liquidez, los inversionistas finalmente activen ese derecho.

También se debe considerar (i) un procedimiento sobre qué hacer cuando varios partícipes concurren solicitando ejercer su derecho de rescate porque si puedes atender todas las solicitudes por el monto solicitado no tendrás problema pero si no puedes atenderlos se generaría un problema, en cuyo caso deberás activar un mecanismo a prorrata para activar ese derecho (por ejemplo, si activas una ventanas de liquidez por \$500,000 en total y te vienen ofertas de hasta por un millón debes implementar un mecanismo de 2 a 1, así al que tenía \$100,000 le devuelvo solamente \$50,000 y al que tenía \$25,000 le devuelvo \$12,500 y así); (ii) establecer ciertas fechas dentro de las cuales los partícipes van a tener que hacer llegar una comunicación tratando de hacer valer esa opción, por así decirlo, de salida o de venta; y (iii) también podrías implementar una especie de aviso para que los inversionistas que deseen acogerse envíen su orden de venta y firmen un contrato o la orden de venta.

Por otro lado, las ventanas de liquidez no deberían suponer más de un 10% o 15% del tamaño total del fondo, porque si no se naturalizaría el concepto que tiene un fondo de inversión, que es el hecho de invertir a mediano largo plazo, es decir, con un horizonte de inversión que en promedio supera otro tipo de alternativas como los fondos mutuos, en los cuales el 90% de activos administrados básicamente se concentra en gestión de corto plazo, es decir, de un día hasta máximo un año, el 10% restante va entre uno a 3 años y prácticamente son inexistentes aquellos fondos mutuos que gestionan recursos por más de 3 años; sin embargo, eso no quita que puedan existir fondos de inversión especializados, por ejemplo, en el tema del factoring, los cuales son una muestra de cómo sí pueden existir fondos de inversión que se orienten al corto plazo, pero detrás de todo está el hecho de que para que ello se produzca definitivamente va a depender del tipo de activo que se gestione.

VICTOR VALDEZ
(08/02/2026)

En relación con el mercado de fondos de inversión públicos en Perú, ¿podría compartirme su experiencia en esta industria y cómo ha observado el comportamiento de los inversionistas y del mercado en general durante el periodo 2021-2025?

En líneas generales considero que desde el año 2016 y 2017 hubo una mayor proliferación de FIs, sobre todo privados, con múltiples tesis de inversión, por ejemplo, tenemos a los FI de *factoring*, los cuales ayudaron a que los FI tengan mayor asidero, así como los de *lending* o *leasing*, los cuales han estado más presentes en nuestro mercado.

Conceptualmente el FI es un vehículo de inversión cerrado de mediano o largo plazo, sin embargo, habría que preguntarse si las necesidades de inversión en el mercado peruano se ajustan a dicho precepto, considero que no necesariamente y es por ello que la asociación de fondos, por ejemplo, en más de una oportunidad ha planteado ciertas modificaciones a la normativa a través de iniciativas legislativas sobre regular fondos semicerrados, ya que actualmente solo tenemos a los FI que son de largo plazo, donde la inversión que se realiza tiene vocación de continuidad, y por otro lado tienes a los FMs donde tienes libre movilidad, con entradas y salidas a voluntad.

Si hablamos de el periodo 2021-2025 podemos estar hablando de un espacio de tiempo que fue muy positivo para los FI en el sentido de estrategias nuevas, nuevas oportunidades de inversión en subyacentes interesantes para estructurar fondos y por la creación de administradoras privadas que se han denominado gestoras de fondos.

En mi opinión, y esto va más allá de los FI sino que es un tema del derecho en general, la forma en como los conceptos están diseñados no puede obligar a la sociedad y al entorno económico a actuar en consecuencia, sino que las figuras legales deben responder a las necesidades del mercado, por lo que para mí el tema es más paradigmático sobre que paradigma queremos seguir: i) seguimos el concepto de FI tradicional y clásico que no es lo que nuestra sociedad requiere; o ii) queremos un vehículo que funcione para nuestra realidad.

Partiendo de la premisa de que un fondo de inversión en el Perú no ofrece la posibilidad de rescate de cuotas, ¿considera que esta característica específica pudo haber influido negativamente en la decisión de los inversionistas peruanos durante el periodo 2021 - 2025? ¿Qué mecanismos de compensación del riesgo de falta de liquidez buscaron los inversionistas en su lugar?

Considero que es un tema que afecta la decisión de inversión, porque si le hablas a un inversionista sobre entrar al equity de un FI y siente miedo porque no tiene tanta visibilidad al estar en un instrumento de renta variable en el que no puede tomar la decisión de hacer un *call*. Eso ha generado que en la práctica muchos FI estructuren lo que se ha denominado "FI de renta fija", que

no es un concepto sino una denominación casuística donde tienes a un FI que no actúa como un FI sino que actúa como un vehículo de deuda y lo que hace es emitir bonos, por ejemplo.

Entonces sí, claramente influye, más aún en la realidad en la que estamos viviendo en los últimos años donde se asocia mucho a los FI con espacios de fraude, ha habido casos conocidos, y el hecho de ingresar a un sistema donde no se tiene una rentabilidad fija, no se tiene la posibilidad de realizar un *cash out* voluntario, es claramente un factor que incluye negativamente en la psicología del inversionista.

Si comparamos un FI público con un FM claramente es una característica que si influye negativamente, además del hecho de que si equiparas ambos vehículos el FM tiene la obligación de informar un valor cuota todos los días mientras que el FI no, por lo que si le sumas la posibilidad de que el inversionista se retire con una liquidación en principio en T+1 automáticamente el FM es vehículo preferido porque es más predecible y tienes mayor visibilidad sobre cómo va la inversión y tienes la posibilidad de irte cuando quieras, en un FI no; eso genera incluso que las inversiones en corto plazo no formen parte de lo que está en la idea del inversionista para un FI sino que hace que mires al concepto de FI como el típico *private equity*, que son fondos de inversión de muy largo plazo donde prácticamente coloco dinero, me pongo una venda en los ojos y no regreso en un periodo largo de tiempo y eso en el Perú no existe a menos que estés hablando de inversionistas institucionales muy grandes.

Si nos enfocamos en los años 2021 y 2025 debemos recordar también que estamos hablando de años de transición de pandemia en los que se aprobaron los retiros de AFPs, las cuales, junto a las aseguradoras, son los inversionistas más grandes en la economía, por lo que las administradoras estaban buscando inversiones cortas porque sabían que los retiros iban a venir y las compañías de seguros en buena cuenta actúan de manera muy parecida a una AFP porque el negocio de renta vitalicia es uno de los negocios que les genera mayores ingresos, entonces probablemente las inversiones de largo plazo ya están tomadas porque vienen de antes son las que se ven más afectadas por la falta de flexibilidad en este tipo de situaciones.

Una de las hipótesis que planteamos en esta investigación es que la ausencia del derecho de rescate pudo haber desnaturalizado la forma de financiamiento de los fondos de inversión empleando nuevas estrategias para optimizar sus retornos, tales como hacer uso de su facultad de realizar emisiones de obligaciones, lo cual agravaría el riesgo del inversionista debido a que el patrimonio del fondo respaldará a otro tipo de inversionistas. ¿Cómo valora esta afirmación? ¿De qué manera la falta de liquidez directa a través del rescate de cuotas impactó en la estrategia de financiamiento de estos fondos y la percepción de riesgo para el inversor en el período 2021 - 2025?

Muchos vehículos de inversión han terminado virando a la emisión de deuda. En el 2024, la SMV ya viendo que los FI estaban siendo utilizados para emitir deuda quiso eliminar esa posibilidad a través de un proyecto de ley que se

envió al Ministerio de Economía o al Congreso en el marco de una solicitud de facultades delegadas en materia financiera, siendo que el Congreso señaló que ello no podía pasar por un decreto legislativo, sino que debía ser debatido en un proceso regular por tratarse de una modificación sustancial. En mi opinión no tienes por qué limitar que los FI puedan emitir deuda, pero tampoco significa que los FI hayan sido diseñados para estructurar deuda, sino que el FI debe poder emitir deuda cuando ello sea parte de su tesis de inversión.

Ahora, el hecho de que el inversionista no tenga la posibilidad de tener un *call*, efectivamente es uno de los elementos que si generó que a veces el FI opte por emitir deuda en vez de captar inversionistas que entren al equity con certificados de participación porque en las emisiones de deuda no hay ninguna limitación para incluso tener una opción de redención o rescate simultáneo toda vez que hoy en día es muy común tener deuda con opción de *call* por el vehículo y de *put option* por el inversionista, de manera que generas ventanas cada 3 meses o cada año donde el inversionista se va porque quiere o lo saco porque quiero y solamente hay continuidad de la inversión en renta fija si ambas partes están de acuerdo, si a ello le sumas que legalmente tampoco existe restricción para que los FI al emitir deuda ofrezcan como parte de la rentabilidad una tasa fija y una tasa variable sobre la base de la TIR del FI en la práctica estás generando un instrumento que va a sustituir a la cuota de participación porque ya no hay nada que no puedas hacer con un bono que puedas hacer con una cuota de participación, es decir, hoy en día un bono puede comportarse casi igual que una cuota de participación, siendo que un bono incluso es mejor visto por el inversionista porque es casi igual que un préstamo en donde es el acreedor *senior* frente al tenedor de *equity*.

Se ha planteado que la inexistencia del derecho de rescate podría haber afectado negativamente la capacidad de los fondos para diversificar su cartera de inversiones principalmente debido a que para satisfacer las necesidades de sus partícipes podrían especializarse en cierto tipo de inversiones y por plazos específicos que usualmente no serán de largo plazo. ¿Está de acuerdo con esta perspectiva? ¿Podría explicarnos, tomando como referencia lo ocurrido en el periodo 2021-2025, cómo la falta de un mecanismo de salida expeditivo para el inversionista pudo haber limitado o alterado la finalidad original de diversificación de la cartera del fondo?

Estoy de acuerdo con la afirmación y de hecho iba en línea con la respuesta previa en el sentido de que al no existir un mecanismo que te permita realizar un *cash out* automáticamente buscas otros modelos, otras estructuras, otros mecanismos que te permitan alcanzar ese objetivo, es decir, lo que el inversionista requiere es relativa seguridad, y digo “relativa” porque el inversionista sabe que el riesgo es inherente a cualquier inversión y si no lo sabe debe informarse, por lo que si bien siempre hay riesgo este será relativamente menor cuando tienes un instrumentos en el que te puedes salir el día de mañana.

Considero que la estructura del FI tradicional está pensado para una realidad distinta a la nuestra, para un mercado diferente al nuestro, y hasta para un tipo

de inversionista diferente porque en el caso de Estados Unidos es muy común que las personas tengan inversiones en un FI y saben que no van a ver rentabilidad en 5, 6, 7 o 10 años, así tenemos por ejemplo los típicos FI en infraestructura que tienen esa tesis, por lo que el inversionista está acostumbrado a ello y es lo mismo que una inversión bursátil en renta variable que sube y baja, mientras que en el Perú no es así, sino que tenemos un mercado de capitales en desarrollo en el que mantener ciertos niveles de inversión es un reto y si a ello le sumas que el inversionista no tendrá el control sobre cuando salir claramente ello es un desincentivo. En ese sentido, en mi opinión, el no querer regular un FI semicerrado es una cuestión de que no se quiere desnaturalizar el concepto de un FI como fue diseñado cuando en la práctica ello no tiene ningún valor.

En mi opinión no hay ninguna razón real para impedir que en un FI de oferta pública el inversionista haga rescates excepto la pureza del concepto, lo cual no puede ser algo que limite la forma de regular, sino que como regulador, como legislador, como asesor debemos ver el negocio, siendo que el mercado de valores existe para proteger al inversionista que sabe poco, porque el que sabe mucho entra normalmente bajo las reglas de la oferta privada y no les interesa mucho la protección de la SMV, entonces la pregunta es si ese paradigma conceptual justifica que se limite de esta manera la estructura de un FI, lo cual en mi opinión no se justifica.

Ahora bien, si me preguntas sobre si el problema de la diversificación de cartera o de los rescates se puede resolver por otros mecanismos la respuesta es que sí y sin infringir la ley, no obstante ello porque no se permitiría expresamente que ello sea posible y se tenga la necesidad de buscar otros mecanismos. Por ejemplo, algunas inmobiliarias constituyen una SPV, una sociedad anónima cerrada con clases de acciones, normalmente 3, que funciona exactamente igual que un FI, pero con la particularidad de que el sponsor le garantiza al inversionista que pueda retirarse cuando lo requiera y lo único que cobra es una penalidad por el retiro anticipado.

En el caso estadounidense tienes a los *Investments Funds*, que es un vehículo así como el *trust*, los cuales tienen una LLC que tienen régimen híbrido en el que puedes tomar la decisión de que sea transparente u opaca y puedes tener el equivalente de un FI con una compañía mientras que cuando tienes realmente un FI es cuando apuntas a inversionistas institucionales o grandes inversionistas que no llegan a ser institucionales pero si quieren invertir a largo plazo; por lo que incluso en estos mercados existen otros mecanismos para lograr efectos similares al rescate, por lo que no es nada raro sino que es una forma más estructural.

¿Qué alternativas se han explorado o se deberían explorar en el Perú para mitigar los riesgos inherentes a la falta de liquidez de los inversionistas y lograr que los fondos de inversión sean más atractivos para ellos?
¿Sería la incorporación del derecho de rescate una alternativa para ello?
¿En qué condiciones considera que podría implementarse dicho derecho?

Considero que la incorporación del derecho de rescate sería una necesidad, pero por un tema de economía legislativa lo que no podemos generar es un FI que termine siendo un FM, es decir que permita rescates todos los días, pero si podemos generar un derecho de rescate con ventanas en un FI, en qué plazos o periodos dependerá de quien estructura la figura porque no me parece descabellado por ejemplo tener un FI que permita rescates cada 90 días, lo cual podría implementarse, por ejemplo, en FI que realicen factoring, ya que las facturas normalmente vencen en 60 o 90 días lo cual daría la oportunidad de realizar una devolución con el vencimiento de estas facturas. Además, debemos recordar que los FM además de los rescates tienen una diversificación bien específica, por lo que con los rescates no se equipararían a un FI.

Adicionalmente, tal como ocurre en una compañía de seguros, es necesario tener una política de inversiones que sea concordante con lo que busquen los inversionistas, por ejemplo, estimando que con cierta política de inversiones el 30% de inversionistas se retirará en el sexto mes, por lo que debo tener inversiones que me permitan afrontar dichas salidas en ese momento. Asimismo, el pago al inversionista debe realizarse en T + N tal como ocurre con los retiros de las AFPs, las cuales tienen el mismo precepto de que tienen invertidos sus recursos y deben convertirlos en liquidez, por lo que si bien permiten retiros los pagos se realizan luego de cierto periodo y en “n” cuotas.

IORELA CCAHUA MONGE
(11/02/2026)

En relación con el mercado de fondos de inversión públicos en Perú, ¿podría compartirme su experiencia en esta industria y cómo ha observado el comportamiento de los inversionistas y del mercado en general durante el periodo 2021-2025?

Desde mi experiencia, lo que pasó fue que, como en el 2022 habíamos recién salido de pandemia, no había tanto apetito de los inversionistas para participar en este tipo de vehículos, pero no es solo por la pandemia, sino que es consecuencia de lo que ha ido ocurriendo en años anteriores: el hecho de que no hay una oferta tan grande de FI de oferta pública que sean atractivos para inversionistas *retail*, pues si uno observa el RPMV te vas a dar cuenta de que los FI más grandes y en mayor cantidad son los del régimen simplificado, ya sea para inversionistas institucionales o para personas relacionadas a la SAF/SAFI o porque cumplen con el monto mínimo del valor de colocación de la cuota que te permite entrar a ese régimen. Así pues, desde hace unos años hay una tendencia de que la mayoría de FI públicos estén más orientados a institucionales como empresas de seguros, aunque realmente tampoco es que haya una gran cantidad de estos fondos, pero es lo que mueve ese mercado en particular.

Si nos vamos a los FI públicos *retail*, no estoy segura si en esos años sucede el problema con Blanco SAFI, el cual era el que tenía la mayor cantidad de inversionistas *retail* y es la que tenía el FI público bajo régimen general más

grande, es ahí que más allá de que el FI sea rentable o no hubo un tema de negligencia de parte de las sociedades administradoras, ya que empezaron a aparecer estos casos de negligencia de Blanco SAFI, que es quizás el más representativo porque hubo otros casos también de gestoras de fondos, pero que por no tener FI públicos es que para efectos de esa entrevista no son relevantes, pero más o menos iban en esa misma línea de negligencia, por lo que por la falta de profesionalismo ocurren estos casos en los cuales se terminó perjudicando a los inversionistas porque no recibieron el retorno de sus inversiones y no porque la inversión no fuese rentable, sino por un caso de mal manejo donde también hay responsabilidad de la SMV porque no realizó las actividades de supervisión que tenía a la mano antes.

Partiendo de la premisa de que un fondo de inversión en el Perú no ofrece la posibilidad de rescate de cuotas, ¿considera que esta característica específica pudo haber influido negativamente en la decisión de los inversionistas peruanos durante el periodo 2021 - 2025? ¿Qué mecanismos de compensación del riesgo de falta de liquidez buscaron los inversionistas en su lugar?

Totalmente, porque depende del tipo de inversionista. Hay inversionistas que buscan realizar una inversión a largo plazo y hay inversionistas que no, para estos últimos tener la posibilidad de obtener una devolución de su inversión sin la necesidad de obtener necesariamente una rentabilidad, siempre es una característica atractiva, pero ¿qué pasa con los FI? Su característica esencial, lo intrínseco y es lo que lo diferencia de los FM, es que el rescate de cuotas no es algo que pueda ocurrir periódicamente o a solicitud del inversionista, las únicas formas en las que puede salir un partícipe de un FI es vía reducción de capital, vía acuerdo de recompra de cuotas, derecho de separación y liquidación del fondo.

Si no tienes una ventana de tiempo en la cual puedas retirar tu inversión, claramente voltees hacia los FM que sí tienen esa característica, entonces, el tema de revisar o evaluar si conviene o no dotarles de esta característica a los FI me parece que es un análisis bastante complejo y que podría decantar en una modificación incluso de la regulación de FM, por cuanto, si ya existen los FM que tienen estas características, ¿qué es lo que justifica que le des esa característica a los FI? Lo cierto es que el FM es un fondo mutuo de inversión en valores, esa es su definición completa, y al invertir en valores, tiene inversiones más líquidas y con esa liquidación puedes pagarle al inversionista cada vez que quiera hacer una redención. En el caso del FI no es así, va a depender del tipo de subyacente, por ejemplo, podrías tener un fondo inmobiliario que compra y vende inmuebles, ahí va a depender del espacio de tiempo que necesite el fondo para poder vender el inmueble y con esa venta pueda pagar a sus inversionistas, ahí claramente no vas a tener un espacio de redención de cuotas periódico o semianual, pero si hablamos de FI de factoring, FI de deuda de corto plazo, en ese caso sí existe una posibilidad de que haya una regulación que permita realizar redenciones periódicas porque estas inversiones se van liquidando en periodos de tiempo menores a un año, a menos que haya un mandato de reinversión en estos fondos, puesto que lo que van a querer los inversionistas es retirar ese dinero en el periodo de tiempo

de la inversión, por lo que creo que ahí debería venir el cambio normativo siempre cuidando que se justifique la existencia de estos dos tipos de vehículos porque tiene que haber coherencia en la regulación.

Siendo ello así, en la medida que se estudie correctamente el tipo de subyacente que tienen los FI, se pueda regular este proceso de redención de cuotas a favor o a solicitud de un inversionista o grupo de inversionistas, porque lo que dice la norma ahora es que si vas a hacer una reducción de capital tienes que afectar a todos por igual y eso operativamente no ha funcionado.

Una de las hipótesis que planteamos en esta investigación es que la ausencia del derecho de rescate pudo haber desnaturalizado la forma de financiamiento de los fondos de inversión empleando nuevas estrategias para optimizar sus retornos, tales como hacer uso de su facultad de realizar emisiones de obligaciones, lo cual agravaría el riesgo del inversionista debido a que el patrimonio del fondo respaldará a otro tipo de inversionistas. ¿Cómo valora esta afirmación? ¿De qué manera la falta de liquidez directa a través del rescate de cuotas impactó en la estrategia de financiamiento de estos fondos y la percepción de riesgo para el inversor en el período 2021 - 2025?

El tema del endeudamiento de los FI es un factor de riesgo a considerar por cada inversionista, por eso es que la regulación indica que la posibilidad del endeudamiento la tienes que colocar en el reglamento de participación, porque esa es una condición que obviamente va a determinar si es que esa inversión es aceptable o atractiva para un inversionista.

Se supone que la posibilidad de que el FI se endeude está relacionada a la necesidad de liquidez para poder realizar inversiones, para eso es que sí o sí debería servir el endeudamiento del FI, lo que no debería ocurrir es que se utilice un mecanismo de emisión de deuda con cargo a los FI para poder pagar el rendimiento o el rescate de cuotas a los inversionistas, por ejemplo, en una época los fondos de Blanco que funcionaban únicamente con aportes de partícipes empezaron a endeudarse y existe esta suposición de que parte de dicho endeudamiento estaba siendo utilizado para pagar a los partícipes, ¿cuáles son ahí obviamente mecanismos regulatorios que te pueden permitir mitigar ese riesgo?, me refiero al riesgo de que las sociedades administradoras hagan uso de ese dinero para pagarle a los partícipes y cumplir con sus obligaciones de redención de cuotas.

Si es únicamente una cuestión de falta de liquidez porque los fondos que esperabas recibir en un mes los vas a recibir recién en dos, pero ya tienes las provisiones correspondientes (por ejemplo, cuentas por cobrar cuya cobranza están coordinadas o únicamente está pendiente el vencimiento de los plazos de pago o lo que fuera), sí se justificaría que puedas tomar un financiamiento de corto plazo para cubrir ese requerimiento de liquidez porque en el tiempo sí vas a recuperar ese dinero y vas a terminar pagándole a quien te financió, pero lo que no debería ocurrir es que no solo no tienes liquidez, sino que tampoco tienes patrimonio para pagar, eso terminaría siendo un problema

porque pagas a los inversionistas y asumes una obligación con un tercero que probablemente puedas ir pagando, pero luego vas a tener inversionistas que van a requerir la devolución de sus inversiones también en otro periodo de tiempo. Ante ello, tendría que haber algún mecanismo regulatorio y de transparencia de la información que permita monitorearlo para que excepcionalmente se pueda financiar el FI y cubrir requerimientos de liquidez para atender la redención de cuotas.

Lo otro, que es financiarse para realizar inversiones, es lo lógico. Algunos FI tienen oportunidades de inversión donde necesitan realizar desembolsos en un periodo de tiempo determinado y probablemente esos periodos de tiempo no calcen con los llamados de capital a los inversionistas. Y si es así puedes tomar un financiamiento de corto plazo, haces la inversión, mientras tanto terminas tu llamado de capital y terminas pagando ese financiamiento que tomaste, en ese supuesto y para eso es que está pensado el financiamiento de los FI. Si volteas, por ejemplo, a la regulación de los inversionistas institucionales (AFP, empresas de seguro), tienen una disposición aplicable a los FI en los que invierten estas entidades exigiendo que exista un límite a su endeudamiento, la cual no solo indica que no puedes endeudarte más de un tercio del fondo, sino también indica que ese financiamiento lo tienes que tomar para necesidades de liquidez que están relacionadas a las inversiones del FI. Entonces, sobre la base de eso, es que la lógica del endeudamiento de los FI es cubrir esa necesidad de liquidez para realizar inversiones.

En el caso de emisión de deuda, estaríamos hablando del mismo supuesto. Lo que ocurre ahorita en el mercado y lo he visto, es que hay FI que se crean con un único partícipe y el FI toma deuda, siendo que a través de la deuda es que se financia. Eso no es ilegal y tampoco es ilógico porque ahí quien entra como partícipe claramente toma una posición subordinada respecto al titular de la deuda, porque eso es como una característica lógica de cualquier deuda, por ejemplo, si una compañía toma una deuda, el accionista termina cobrando al final porque primero tienes que atender tus deudas. Es más, pensando en la liquidación de la compañía o del FI, si el FI o la compañía está avanzando normal puedes hacer pago de adelantos de utilidades porque has hecho una proyección de que vas a tener flujo de caja suficiente, pero un acreedor un poquito más diligente te prohibiría la posibilidad de que distribuyas utilidades mientras está vigente la deuda, garantizando así que ellos tengan una posición preferente, pero cuando la subordinación que se genera entre el partícipe y el bonista o entre el accionista y el bonista es de cara a la liquidación siempre vas a tener que pagarle a tu acreedor antes de poder distribuir lo que sea que te quedó con el partícipe o con el accionista. Entonces esa es una condición que tiene que aceptar el partícipe en caso entre en un FI de esa naturaleza donde se fondea únicamente por deuda.

Ahora, lo cierto es que eso funciona por ejemplo en un esquema de un fondo privado porque esta condición particular de estar subordinado a los bonistas es algo que no muchos inversionistas *retail*, por ejemplo, podrían entender, me parece que hay un tema de comunicación muy clara que se tendría que hacer a los inversionistas retail respecto a esa condición y creo que no hay forma de cómo lo pongas que pueda terminar haciendo atractivo un FI de esa naturaleza

para un inversionista *retail*. Pero si hablamos de un institucional, de una estructura particular para un negocio puntual, funciona, es más, el partícipe que va a entrar en un esquema de esa naturaleza probablemente sea una persona relacionada a la SAF/SAFI, a quien no le importa mucho la posición en la que está.

¿Qué es lo que ha dicho la SMV? En el 2024 se presentó un pedido de delegación de facultades al Congreso para modificar la ley de FI y no se las dieron; uno de los puntos que le pide el ejecutivo al Congreso para que les permita modificar la ley de FI es que se regule esta “desnaturalización” que existiría del FI si es que toma deuda, en base a ello es que puedo decir que la SMV ya tiene una posición en relación a esto, la cual no me parece correcta porque siendo el FI un vehículo de inversión tal y como es una sociedad anónima, no existe regulación que le prohíba a una sociedad anónima endeudarse por encima de su monto de patrimonio o capital, sí hay requisitos “prudenciales” que se tienen que seguir como el de la constitución de garantías específicas que está en la Ley General de Sociedades, lo cual se puede trasladar al FI, pero no hay una restricción; entonces que la SMV considere que si el FI se endeuda por encima de su capital se desnaturaliza, eso no es correcto. El hecho de que un FI se pueda endeudar por encima de su capital, tenga un único partícipe y tenga más bonistas, eso ya es un tema de condiciones del FI y probablemente los partícipes que entren en un esquema así sean los menos, pero de que puede haber, puede haber.

Se ha planteado que la inexistencia del derecho de rescate podría haber afectado negativamente la capacidad de los fondos para diversificar su cartera de inversiones principalmente debido a que para satisfacer las necesidades de sus partícipes podrían especializarse en cierto tipo de inversiones y por plazos específicos que usualmente no serán de largo plazo. ¿Está de acuerdo con esta perspectiva? ¿Podría explicarnos, tomando como referencia lo ocurrido en el periodo 2021-2025, cómo la falta de un mecanismo de salida expeditivo para el inversionista pudo haber limitado o alterado la finalidad original de diversificación de la cartera del fondo?

El tema de la diversificación y las ventanas de salida, que son inexistentes en los FI, creo que son problemas diferentes, porque la diversificación va a depender de i) la estructura inicial del FI; ii) las posibilidades de inversión que otorga el propio mercado, pero eso no depende mucho del dinamismo que haya en la entrada y salida de partícipes, por ejemplo, o que el FI tenga la posibilidad de realizar desinversiones para poder pagarle a los partícipes; y iii) del tipo de instrumento en el que se invierta, ya que si el FI está orientado a deuda, las posibilidades de diversificación son mayores, pero ojo que muchos FI tratan de limitar esa diversificación a algún sector, a un ambiente geográfico, entonces, por ejemplo, imagínate que tienes un FI que invierte en instrumentos de deuda emitidos en el Perú de oferta pública, esa sola característica ha limitado tus posibilidades de diversificación porque incluso estamos en un mercado donde no hay tantas operaciones de oferta pública.

El tema de diversificación depende de la estructura del FI, netamente del estudio que se ha realizado o de la evaluación financiera económica para poder formar el FI sobre lo cual normalmente la sociedad administradora no ha realizado una adecuada revisión de las posibilidades de inversión que pueda tener un FI y además también de los cambios en la economía, por cuanto hay sectores que se empiezan a desarrollar muy bien, pero viene el fenómeno del niño y ya no hay tantas inversiones en agro, si hay un incremento en el costo de los materiales de construcción, ya no hay tantas inversiones en construcción; entonces va a depender de otros factores, por lo que el hecho de que puedas rescatar o no tus cuotas no me parece que tenga una relación directa con la falta de diversificación, sino que más bien sería un problema de estructuración y es un problema que si quieres asignarle a alguien es a la sociedad administradora que normalmente son las que estructuran los FI.

Por otro lado, el FI tiene que ser diversificado en cuanto al objetivo de inversión y considero que hay que diferenciar al objetivo de inversión de la política de inversiones, ya que el objetivo de inversión siempre tiene que estar delimitado a un negocio en particular, siendo así, por ejemplo, debe haber cierta experiencia de la sociedad administradora que garantice que pueda llevar a cabo el negocio, por eso es que la norma pide delimitar el nombre del FI a su objetivo, lo cual también es un tema de publicidad a través del cual el inversionista conocerá en que invierte el FI; así por ejemplo, en un FI que incluya en su denominación el tema del “factoring”, el inversionista sabrá que se dedica a realizar *factoring* siendo que el tema de su diversificación estará en su política de inversiones a través de la identificación de los pagadores y los emisores de las factures (sectores, tipo de factura, etc.). En ese sentido, la diversificación se da en el marco del objetivo de inversión del FI, no tendría sentido que exista un FI, por así llamarlo, “sabana”, que invierta en todo, porque tampoco podremos tener una política de inversiones lógica ni tampoco un criterio para valorizar las inversiones.

¿Qué alternativas se han explorado o se deberían explorar en el Perú para mitigar los riesgos inherentes a la falta de liquidez de los inversionistas y lograr que los fondos de inversión sean más atractivos para ellos? ¿Sería la incorporación del derecho de rescate una alternativa para ello? ¿En qué condiciones considera que podría implementarse dicho derecho?

Lo del derecho de rescate es algo que la SMV ha estado evaluando. ¿Y en qué condiciones? Esa posibilidad de que los FI tengan ese espacio debería estar relacionado con el tipo de inversión, priorizando aquellas que sí dan ventanas de liquidez: por ejemplo, los FI de deuda, obviamente en función al tiempo de recuperación de los créditos, *factoring* y hasta FI de renting, pero obviamente hay FI que no permiten ello, tales como i) los FI de infraestructura, porque las inversiones en infraestructura son inversiones que implican la inversión, por ejemplo, en acciones de empresas que tienen concesiones o que tienen contratos con el Estado que tienen un periodo de vigencia de maduración y finalmente cuando terminan este proceso se venden y ahí es cuando recuperas tu inversión; ii) los FI de *venture capital*, los cuales compran empresas, esperan que estas maduren y las venden, por lo que tampoco hay

ventanas de liquidez; y iii) los FI que desarrollan proyectos inmobiliarios porque el fondo desarrollador tiene que esperar a que el proyecto inmobiliario termine, una vez que culmina recién haces la distribución de las ganancias del proyecto.

Entonces si la SMV hace un estudio de todos los fondos que hay en el mercado y evalúa cada uno de los objetivos de estos fondos, el tipo de inversiones que tienen y además cómo es que funcionan los fondos, entonces deberían ver y evaluar cuántos fondos han tenido esa necesidad de tener rescates por sus propios partícipes y sobre la base de eso evaluar si se justifica un cambio en la regulación, porque podría pasar que esta necesidad de tener rescates solo haya sido levantada por una administradora en particular. Entonces este es un estudio más desde la perspectiva del manejo de los fondos que sí tienen ventanas de liquidez, los que no tienen ventanas de liquidez ni siquiera habría que evaluarlo y sobre la base de eso establecer esta posibilidad de que se hagan los rescates y sobre la base de estos rescates no solo se regule el procedimiento, que debería ser a solicitud de los partícipes, otorgarles un periodo de tiempo a las sociedades administradoras también para que puedan realizar los pagos porque no podría ser una cuestión inmediata (por ejemplo, pagar en 5 días porque no necesariamente funciona así).

Además de ello, debería haber un límite para que los partícipes pidan sus rescates ya que podría generar que una gran cantidad de partícipes dentro de un periodo de ventana de liquidez pida la devolución de sus participaciones y el FI no tenga recursos para poder pagarles; entonces un límite máximo para la devolución, un proceso de solicitud de parte que debe ser a iniciativa del propio partícipe, tiempos de caducidad para pedir la devolución porque tampoco debe ser algo que puedes hacer en cualquier momento sino solo, por ejemplo, los últimos días hábiles de cada mes. Y en base a eso también se debería ver cuáles son las obligaciones de la SAF con relación a cómo afecta este tipo de redenciones en su patrimonio, cómo lo reflejas finalmente ante el mercado y el proceso de registro de estas devoluciones y salidas de partícipes.

Ahora, lo cierto es que el hecho de que permitas la salida de partícipes y no haya reinversión de ese dinero también requiere que se adopten otras medidas, así, por ejemplo, si tienes un FI donde tienes 10 personas, cuentas con el capital que te han dado esas 10 personas para poder realizar inversiones dentro del periodo de inversión del fondo que son 3 años o 4 años, por lo que si le das un espacio para que el inversionista se retire ¿qué es lo que debería ocurrir?, deberías conseguir otro, porque si no el FI no va a funcionar como se tenía previsto porque tienes que seguir haciendo inversiones, esa es la estructura del FI; por lo que además de la posibilidad de que salga un inversionista también se debería regular la posibilidad de que entren nuevos inversionistas a través de aumentos de capital. Y ahí tienes otro tema: el proceso de aumento de capital tampoco es algo muy amigable, con lo cual también se debe revisar si el proceso de aumento de capital que ahorita tenemos en la regulación es o no consistente, es eficiente, fácil de implementar para las sociedades administradoras y si hay un entendimiento uniforme respecto de la posibilidad de la delegación de facultades también. Sobre la base de eso se debe determinar si hay que hacer una modificación normativa para que ese proceso de ingreso de nuevos inversionistas sea más amigable.

De hecho, la SMV ha trabajado en eso porque, por ejemplo, el derecho de suscripción preferente lo flexibilizaron bastante; antes tenías que hacer hasta dos ruedas para la suscripción preferente ahora la norma indica que es mínimo una. Pero igual tendría que haber quizás una excepción para agilizar esto y que de repente ni siquiera tengas que pedir la delegación de facultades y que en esos supuestos sea el comité de inversiones el que pueda realizar el aumento de capital y la oferta de nuevas cuotas para que eso sea un poquito más ágil considerando que no necesitas más justificación de por qué estás haciendo el aumento de capital, la justificación es que se retiraron inversionistas y necesitas capital.