



Universidad Nacional Mayor de San Marcos

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

**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

AUTOR

Ayrton Alexis GONZÁLEZ IBARGÜEN

ASESOR

Dra. Jesús María Elena GUERRA CERRÓN DE MULLNER

Lima, Perú

2023



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

González, A. (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 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	Ayrton Alexis González Ibargüen
Tipo de documento de identidad	DNI
Número de documento de identidad	77077211
URL de ORCID	https://orcid.org/0000-0003-3369-2739
Datos de asesor	
Nombres y apellidos	Jesús María Elena Guerra Cerrón de Mullner
Tipo de documento de identidad	DNI
Número de documento de identidad	10614799
URL de ORCID	https://orcid.org/0000-0002-4375-4262
Datos del jurado	
Presidente del jurado	
Nombres y apellidos	Jaime Victor Zelada Bartra
Tipo de documento	DNI
Número de documento de identidad	08654115
Miembro del jurado 1	
Nombres y apellidos	José Alexander Camus Cubas
Tipo de documento	DNI
Número de documento de identidad	40630580
Miembro del jurado 2	
Nombres y apellidos	Jorge Adalberto Pérez Lopez
Tipo de documento	DNI
Número de documento de identidad	08162135
Miembro del jurado 3	
Nombres y apellidos	Julio Hernán Figueroa Bustamante

Tipo de documento	DNI
Número de documento de identidad	08248540
Datos de investigación	
Línea de investigación	No aplica.
Grupo de investigación	No aplica.
Agencia de financiamiento	Sin financiamiento.
Ubicación geográfica de la investigación	Edificio: Ciudad Universitaria de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos País: Perú Departamento: Lima Provincia: Lima Distrito: Cercado de Lima Calle: Cercado de Lima 15081 Latitud: 12°05 856 Longitud: 77°08 071
Año o rango de años en que se realizó la investigación	2020 - 2023
URL de disciplinas OCDE	Derecho https://purl.org/perepo/ocde/ford#5.05.01



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

**ACTA DE EXAMEN ORAL PRESENCIAL PARA EL OTORGAMIENTO DEL TÍTULO
PROFESIONAL DE ABOGADO CON SUSTENTACIÓN DE TESIS**

N° 030

Reunido el Jurado Examinador, constituido por los señores profesores:

- 1.-PRESIDENTE: Dr. JAIME VICTOR ZELADA BARTRA
- 2.- Dra. MARÍA ELENA GUERRA CERRÓN (ASESORA)
- 3.- Mg. JOSÉ ALEXANDER CAMUS CUBAS
- 4.- Mg. JORGE ADALBERTO PÉREZ LOPEZ
- 4.- Abg. JULIO HERNÁN FIGUEROA BUSTAMANTE

El bachiller postulante al Título Profesional de Abogado, don:

Ayrton Alexis González Ibargüen

Procedió la sustentación de su tesis titulado:

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

En la redacción del examen escrito de fin de carrera, el graduando fue aprobado con la nota de:

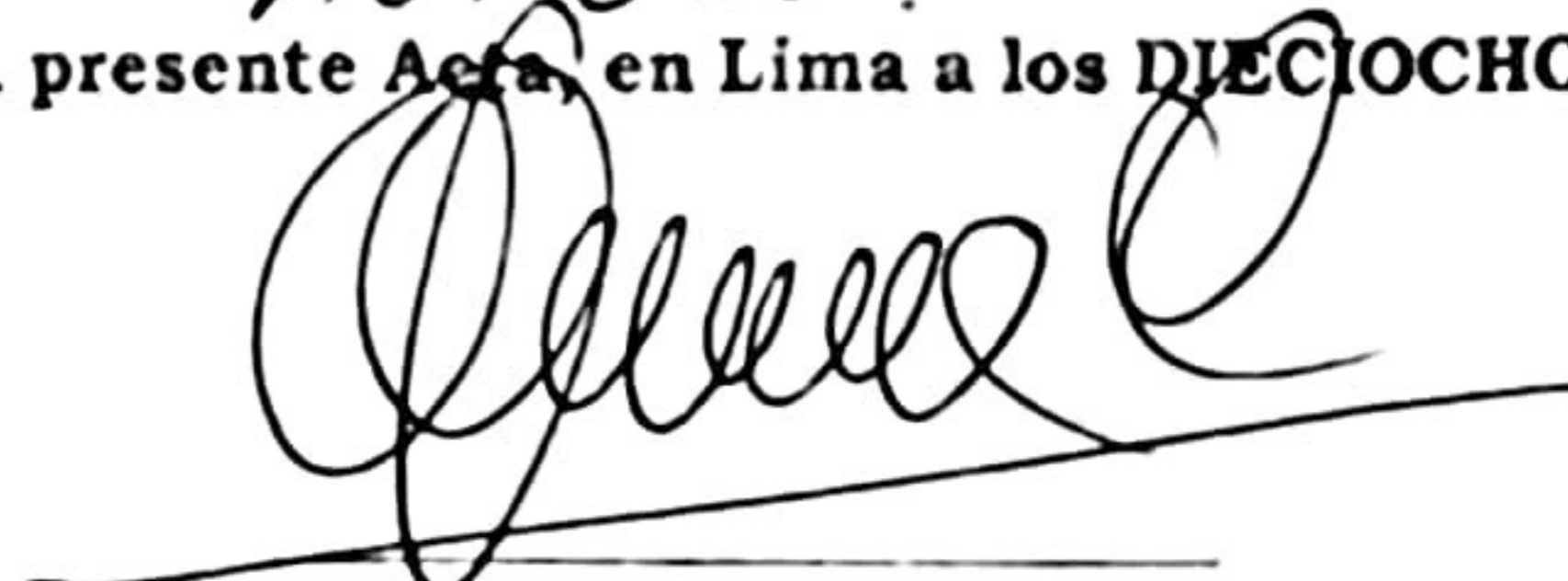
QUINCE (15)

Concluida la prueba oral, se practicó la votación correspondiente, resultando el candidato:

*Aprobado por unanimidad con la nota veinte (20)
y con maximos honores.*

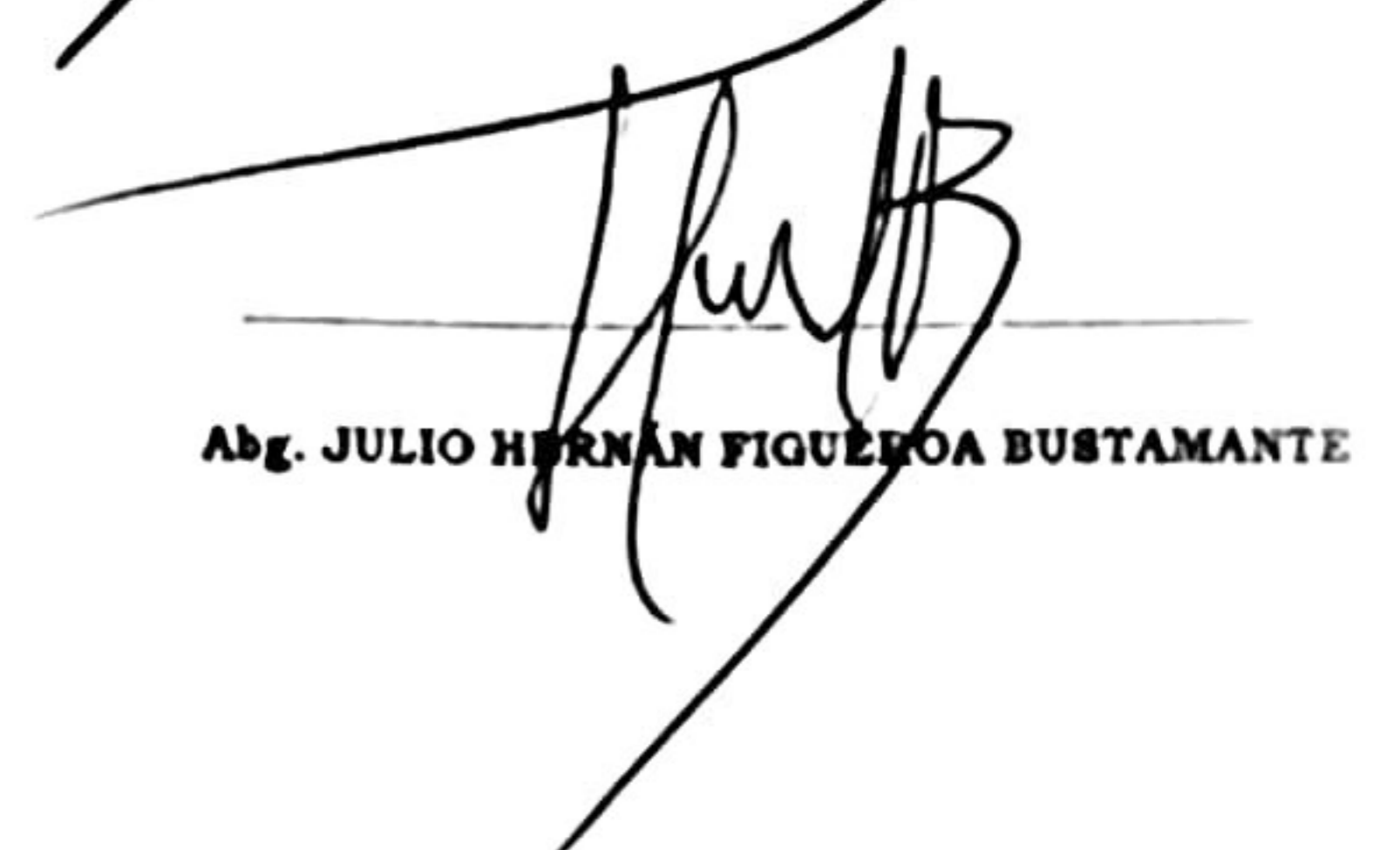
Y para constancia se le extiende la presente Acta, en Lima a los DIECIOCHO días del mes de DICIEMBRE del año 2023.


JOSÉ ALEXANDER CAMUS CUBAS


Presidente del Jurado
Dr. JAIME VICTOR ZELADA BARTRA


Dra. MARÍA ELENA GUERRA CERRÓN (ASESORA)


Mg. JORGE ADALBERTO PÉREZ LOPEZ


Abg. JULIO HERNÁN FIGUEROA BUSTAMANTE



UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS
Universidad del Perú. DECANA DE AMÉRICA
FACULTAD DE DERECHO Y CIENCIA POLÍTICA
Escuela Profesional de Derecho

CERTIFICADO DE SIMILITUD

Yo, JESUS MARIA ELENA GUERRA CERRÓN DE MULLNER, en mi condición de asesor acreditado con la Resolución Directoral N° 000072-2023-EPD-FDCP/UNMSM de fecha 30 de marzo del 2023, de la Tesis, cuyo título es **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**, por el bachiller Ayrton Alexis González Ibargüen, para optar el Título Profesional de Abogado(a), 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 el software de similitud textual, el documento evaluado cuenta con el porcentaje de 13% 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 correspondiente.

Firma del Asesor

DNI: 10614799

Nombres y apellidos del asesor:

Jesus Maria Elena Guerra Cerrón de Mullner



Huella digital

RESUMEN

La presente tesis tiene por finalidad determinar en qué consiste el denominado *arbitraje regulatorio* realizado en fondos de inversión de oferta privada (en adelante, los “Fondos privados”) y en qué supuestos esta práctica puede considerarse un fraude a la ley o una oferta pública encubierta.

Como resultado de la investigación, se concluye que el *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados es una práctica en la que se aprovechan vacíos legales para evitar la aplicación de una regulación desfavorable, específicamente, la regulación de ofertas públicas de fondos de inversión.

Asimismo, se argumenta que esta práctica puede llevar a la realización de fraudes a la ley cuando se utiliza la regulación de ofertas privadas como normas de cobertura para evadir la regulación de ofertas públicas. De igual forma, al realizar ofertas públicas sin cumplir con las formalidades propias de una, se estarían configurando ofertas públicas encubiertas.

Por último, se argumenta que la realización de este *arbitraje regulatorio* en Fondos privados sí justifica reformas a la regulación de fondos de inversión, pero solo con respecto a los administrados por sociedades gestoras y que las sociedades gestoras se deben mantener fuera de la competencia de la regulación y supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores, al no administrar fondos de inversión de oferta pública.

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

ABSTRACT

The purpose of this thesis is to determine what the so-called *regulatory arbitrage* in private funds consists of and in which cases this practice can be considered a fraud against the law or a disguised public offering.

As a result of the research, it is concluded that *regulatory arbitrage* in private funds is a practice in which gaps in the law are exploited to avoid the application of unfavourable regulation, in particular the regulation of public offerings of investment funds.

Furthermore, it is argued that this practice can lead to fraud against the law when the regulation of private placements is used as a cover to avoid the application of the regulation of public offerings. In the same perspective, by making a public offering without complying with the formalities required for this type of offer, a disguised public offering would be taking place.

Finally, it is argued that the exercise of this *regulatory arbitrage* in private funds does justify amendments to investment funds regulation, although only with respect to those administrated by management companies, and that management companies should remain outside the regulatory and supervisory competence of the Peruvian Securities Exchange Commission, as they do not manage publicly offered investment funds.

KEYWORDS: Securities market / Investment funds / Private placements / Public offerings / Regulatory arbitrage.

DEDICATORIA

Para mi tía Maru, sin quien nunca habría podido comenzar mis estudios universitarios.

AGRADECIMIENTO

Agradezco a mi familia por siempre estar conmigo y por permitirme ser una persona libre desde joven.

Agradezco a la profesora María Elena Guerra Cerrón por su asesoría durante la elaboración de la presente tesis y por el apoyo a mi persona durante toda mi vida universitaria.

Agradezco a Alfredo Lau-Tam, Joe Navarrete y Pedro Díaz por su participación en esta tesis como entrevistados, con opiniones que me ayudaron a confirmar o repensar las mías.

Agradezco, también, a todos los profesores y compañeros que permitieron que mi vida universitaria sea la mejor.

*Si esto no es correcto, no lo hagas; si no es verdad, no lo digas.
¡Depende de ti solo tal empeño!*

— *Marco Aurelio, "Meditaciones".*

ÍNDICE

RESUMEN	4
ABSTRACT.....	5
ACTA DE SUSTENTACIÓN	6
I. INTRODUCCIÓN.....	14
I.1. INTRODUCCIÓN	14
I.2. DESCRIPCIÓN DE LA REALIDAD PROBLEMÁTICA.....	16
I.3. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA	19
<i>I.3.1. Problema principal</i>	<i>19</i>
<i>I.3.2. Problemas secundarios</i>	<i>19</i>
I.4. OBJETIVOS	19
<i>I.4.1. Objetivo general.....</i>	<i>20</i>
<i>I.4.2. Objetivos secundarios.....</i>	<i>20</i>
I.5. JUSTIFICACIÓN E IMPORTANCIA DE LA INVESTIGACIÓN	20
I.6. LIMITACIONES DE LA INVESTIGACIÓN	21
II. REVISIÓN DE LA LITERATURA.....	22
II.1. MARCO TEÓRICO	22
<i>II.1.1. Doctrina jurídica y económica.....</i>	<i>22</i>
<i>II.1.2. Marco normativo nacional.....</i>	<i>23</i>
<i>II.1.3. Marco normativo extranjero</i>	<i>24</i>
II.2. ANTECEDENTES DEL ESTUDIO.....	25
<i>II.2.1. Hoja de ruta del Grupo Banco Mundial.....</i>	<i>25</i>
<i>II.2.2. Antecedentes jurisprudenciales y precedentes de observancia obligatoria</i>	<i>25</i>
<i>II.2.3. Antecedentes doctrinarios</i>	<i>27</i>
<i>II.2.4. Información estadística.....</i>	<i>28</i>
II.3. BASES TEÓRICAS	29
CAPÍTULO I: EL MERCADO DE VALORES.....	30
1. CONCEPTOS PREVIOS	30
1.1. <i>El concepto de mercado</i>	<i>30</i>
1.2. <i>El mercado financiero</i>	<i>31</i>
1.3. <i>El mercado de valores</i>	<i>32</i>
1.4. <i>Instrumentos financieros y valores mobiliarios</i>	<i>32</i>
1.5. <i>Vehículos de inversión en el mercado de valores.....</i>	<i>35</i>
2. MERCADO PRIMARIO Y MERCADO SECUNDARIO	35
3. OFERTAS PÚBLICAS Y OFERTAS PRIVADAS	36
4. LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES Y SUS PRINCIPIOS.....	37
4.1. <i>Necesidad de información producto de la separación entre propiedad y gestión</i>	<i>38</i>
4.2. <i>La hipótesis de los mercados eficientes</i>	<i>39</i>
4.3. <i>Reducción del riesgo sistémico</i>	<i>40</i>
4.4. <i>Los principios del mercado de valores.....</i>	<i>41</i>
4.4.1. <i>El principio de transparencia.....</i>	<i>41</i>
4.4.2. <i>El principio de integridad.....</i>	<i>41</i>
4.4.3. <i>El principio de protección al inversionista</i>	<i>42</i>

5.	MARCO LEGAL DEL MERCADO DE VALORES PERUANO	43
6.	LA SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES	44
CAPÍTULO II: LOS FONDOS DE INVERSIÓN.....		45
1.	CONCEPTOS PREVIOS	45
1.1.	<i>Las inversiones</i>	45
1.2.	<i>Los patrimonios autónomos</i>	46
2.	LOS FONDOS DE INVERSIÓN.....	47
3.	LA REGULACIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN	49
3.1.	<i>Regulación general</i>	49
3.2.	<i>Formalidades de constitución</i>	50
3.3.	<i>Organización interna y toma de acuerdos</i>	51
3.4.	<i>Tipologías de fondos de inversión y regulación de inversiones</i>	51
3.4.1.	<i>Fondos de inversión en valores mobiliarios</i>	53
3.4.2.	<i>Fondos de inversión alternativos</i>	54
4.	LAS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN.....	56
5.	LAS SOCIEDADES GESTORAS	57
6.	OTROS PARTICIPANTES EN LA GESTIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN.....	58
7.	LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE OFERTA PRIVADA.....	58
CAPÍTULO III: EL FRAUDE A LA LEY, LAS OFERTAS PÚBLICAS ENCUBIERTAS Y EL ARBITRAJE REGULATORIO		61
1.	REGULACIÓN DE OFERTAS PÚBLICAS Y PRIVADAS	61
1.1.	<i>Las ofertas en el Derecho Civil</i>	61
1.2.	<i>Regulación general de ofertas públicas y privadas en el mercado de valores</i>	62
1.3.	<i>Regulación especial de ofertas públicas y privadas aplicable a fondos de inversión</i>	63
2.	OFERTAS PÚBLICAS ENCUBIERTAS	64
2.1.	<i>Regulación</i>	64
2.2.	<i>La presunción de oferta pública</i>	65
3.	FRAUDE A LA LEY.....	67
3.1.	<i>Normas imperativas y dispositivas</i>	67
3.2.	<i>El fraude a la ley y sus alternativas de sanción</i>	68
4.	ARBITRAJE REGULATORIO	69
4.1.	<i>Arbitraje</i>	69
4.2.	<i>Aplicación del concepto de arbitraje en Finanzas en la práctica legal: el arbitraje regulatorio</i>	70
5.	EL PRINCIPIO DE LIBERTAD DE EMPRESA.....	72
CAPÍTULO IV: EL ARBITRAJE REGULATORIO EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE OFERTA PRIVADA		73
1.	RELACIÓN DEL ARBITRAJE REGULATORIO EN FONDOS PRIVADOS CON EL FRAUDE A LA LEY Y LAS OFERTAS PÚBLICAS ENCUBIERTAS	73
2.	PERTINENCIA DE REGULACIÓN PARA EVITAR O MITIGAR EL ARBITRAJE REGULATORIO EN FONDOS PRIVADOS.....	74
2.1.	<i>Regulación actual</i>	74
2.2.	<i>Regulación para la prevención o mitigación del arbitraje regulatorio en Fondos privados</i>	75
2.3.	<i>La regulación de las notificaciones obligatorias de ofertas privadas en el Perú y en la legislación extranjera</i>	77

2.3.1.	<i>Regulación en Chile</i>	77
2.3.2.	<i>Regulación en los EE. UU.</i>	78
2.3.3.	<i>Regulación para fideicomisos de titulización</i>	79
2.3.4.	<i>Regulación nacional para SAFI y SAF</i>	80
2.4.	<i>Diseño de regulación para sociedades gestoras para detectar ofertas públicas encubiertas en fondos de inversión administrados por sociedades gestoras</i>	80
3.	EL ARBITRAJE REGULATORIO EN FONDOS PRIVADOS Y LA REGULACIÓN DE SOCIEDADES GESTORAS.....	82
3.1.	<i>Los fondos de oferta pública, de oferta privada y su relación estadística..</i>	82
3.2.	<i>¿Qué hacer con las sociedades gestoras?</i>	84
II.4.	DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS DE ANÁLISIS.....	86
III.	HIPÓTESIS Y VARIABLES	88
III.1.	HIPÓTESIS O SUPUESTOS HIPOTÉTICOS	88
III.1.1.	<i>Hipótesis principal</i>	88
III.1.2.	<i>Primera hipótesis secundaria</i>	92
III.1.3.	<i>Segunda hipótesis secundaria</i>	93
III.2.	SISTEMAS Y CATEGORÍAS DE ANÁLISIS.....	97
IV.	MATERIALES Y MÉTODOS	98
IV.1.	ENFOQUE DE LA INVESTIGACIÓN	98
IV.2.	TIPO DE INVESTIGACIÓN	98
IV.3.	DISEÑO DE INVESTIGACIÓN.....	98
IV.4.	CREDIBILIDAD DE LA INVESTIGACIÓN	99
IV.5.	SUJETOS DE ESTUDIO	99
IV.6.	PROCEDIMIENTOS, TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN.....	99
IV.6.1.	<i>Procedimiento de recolección de información</i>	99
IV.6.2.	<i>Técnica de recolección de información</i>	100
IV.6.3.	<i>Instrumentos de recolección de información</i>	100
IV.7.	ANÁLISIS DE DATOS	101
V.	RESULTADOS	102
V.1.	PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE RESULTADOS	102
V.1.1.	PROYECTO DE MODIFICACIÓN AL RFI Y EXPOSICIÓN DE MOTIVOS.....	102
VI.	DISCUSIÓN	106
VI.1.	SOBRE LA NATURALEZA DEL ARBITRAJE REGULATORIO EN FONDOS PRIVADOS Y SU RELACIÓN CON EL FRAUDE A LA LEY Y LAS OFERTAS PÚBLICAS ENCUBIERTAS	106
VI.2.	SOBRE LA CONVENIENCIA DE REALIZAR MODIFICACIONES A LA REGULACIÓN DE FONDOS DE INVERSIÓN PARA PREVENIR Y/O MITIGAR EL ARBITRAJE REGULATORIO	106
VI.3.	SOBRE LA REGULACIÓN DE SOCIEDADES GESTORAS	108
VII.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	111
VII.1.	CONCLUSIONES	111
VII.2.	RECOMENDACIONES	112

VIII. BIBLIOGRAFÍA.....	113
ANEXO 1.....	120
ANEXO 2.....	121
ANEXO 3.....	122

I. INTRODUCCIÓN

I.1. Introducción

En la práctica legal corporativa y financiera se utiliza —coloquialmente— el término *arbitraje regulatorio* para hacer referencia a situaciones en las que una empresa o individuo evita la aplicación de regulación financiera bajo un aspecto de legalidad, evitando costos regulatorios, sanciones o multas.

A la fecha, este uso no ha sido desarrollado por la academia, pues la única referencia a un denominado *arbitraje regulatorio* en la doctrina nacional se realiza en alusión a un medio de solución de conflictos en casos de incumplimientos atribuibles al Estado peruano¹.

La primera mención formal en el Perú al *arbitraje regulatorio* —en el sentido explicado en el primer párrafo— la realizó el GRUPO BANCO MUNDIAL en el 2019, cuando se publicaron el diagnóstico² y la hoja de ruta³ realizados por el GRUPO BANCO MUNDIAL (en adelante, ambos documentos serán denominados de forma conjunta como la “Hoja de ruta”).

En la Hoja de ruta se identificaron 49 materias de regulación que merecerían atención por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante, la “SMV”), a criterio del Grupo Banco Mundial. Entre estas materias, se describe como un problema que, en fondos de inversión, se estaría realizando un “*arbitraje regulatorio* importante” para evitar pasar por el procedimiento de autorización de la SMV para ofertas públicas de fondos de inversión, siendo esta la primera mención formal en el Perú a la existencia del *arbitraje regulatorio* en el sentido explicado en esta introducción.

La difusión de este problema habría motivado a que, dos meses después de la revelación de la Hoja de ruta, la SMV manifestara su preocupación por los fondos de inversión de oferta privada (en adelante, los “Fondos privados”). En ese sentido, de acuerdo con el Diario Gestión, el ahora exsuperintendente del mercado de valores, José Peschiera Rebagliati, manifieste que en la SMV “existe una preocupación por los vehículos privados pues no se tiene información sobre cómo están funcionando”. Asimismo, mencionó que la SMV estaría considerando delimitar su competencia sobre ofertas privadas en fondos de inversión y titulizaciones de activos⁴.

¹ Cantuarias; Simons; Vélez. “Despejando dudas sobre el Arbitraje Regulatorio”. *Advocatus* N° 25 (2011): 403.

² Grupo Banco Mundial. *Diagnóstico de apoyo para el desarrollo de una hoja de ruta del mercado de valores de cara al financiamiento del sector corporativo*. (Lima: Confederación Suiza SECO. Lima: 2019).

³ Grupo Banco Mundial. *Documento de apoyo para el desarrollo de una hoja de ruta para fortalecer el rol del mercado de valores peruano de cara al financiamiento del sector corporativo*. (Lima: Confederación Suiza SECO. Lima: 2019).

⁴ Gestión. “SMV preocupada por fondos de inversión privados”. *Diario Gestión* (29 de octubre de 2019).

Considerando que el GRUPO BANCO MUNDIAL considera al *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados como un problema que debe ser tratado en el corto plazo —y tomando en cuenta que la SMV está considerando la Hoja de ruta en sus agendas regulatorias— se puede concluir que la SMV planteará una regulación sobre esta materia en un futuro próximo, especialmente considerando que el entonces superintendente del mercado de valores manifestó su interés en delimitar la competencia de la SMV sobre las ofertas privadas de fondos de inversión.

Con el marco anterior, en un primer estudio preparatorio realizado, publicado en marzo del 2021, observamos que el *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados solo podía llevarse a cabo por las denominadas *sociedades gestoras*, debido a que estas no presentan información a la SMV, a diferencia de otras sociedades supervisadas, como las sociedades administradoras de fondos de inversión (en adelante, las SAFI) y las sociedades administradoras de fondos, lo que vuelve imposible la detección de estas ofertas “sin que medie una denuncia previa o una acción pública manifiesta contra la normativa que active las alarmas del supervisor”⁵.

La finalidad de la presente tesis es determinar en qué consiste el *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados y en qué supuestos esta práctica puede considerarse un fraude a la ley o una oferta pública encubierta, considerando que ambas son instituciones jurídicas que se asemejan a la estructura identificada por el Grupo Banco Mundial.

Asimismo, se evaluará si la existencia de esta práctica justifica modificar la legislación de fondos de inversión y cuál es el tratamiento legal que corresponde a las sociedades gestoras y a sus fondos de inversión.

La presente tesis se divide en ocho secciones. En la primera sección, correspondiente a la introducción, se desarrolla el diseño metodológico de esta investigación, incluyendo la descripción del problema, su definición, los objetivos de la tesis, su justificación y sus limitaciones.

En la segunda sección se desarrolla la revisión de literatura. Dentro de esta se encuentra el marco teórico y las bases teóricas, incluyendo todos los conceptos previos requeridos para abordar la materia de esta tesis, principalmente, los referidos al mercado de valores, fondos de inversión, *arbitraje regulatorio*, fraude a la ley y ofertas públicas encubiertas. También se aborda, de forma más específica, el *arbitraje regulatorio* en Fondos privados. En esta sección también se definen las categorías de análisis.

En la tercera sección, se presentan las hipótesis y variables; en la cuarta sección, los materiales y métodos; asimismo, en la quinta sección se presentan los resultados de la presente tesis. En la séptima sección se exponen las conclusiones y recomendaciones. Por último, se reserva la octava sección para enumerar toda la bibliografía utilizada.

⁵ González, Ayrton. “El arbitraje regulatorio en los fondos de inversión de oferta privada y las propuestas para evitarlo”. Actualidad Jurídica N° 328 (marzo de 2021): 194.

I.2. Descripción de la realidad problemática

El mercado de valores se considera como un elemento fundamental en el éxito del modelo de desarrollo peruano desde los años noventa, debido a que una economía de libre mercado requiere de un sistema de canalización de recursos dirigidos a financiar la actividad productiva⁶.

Sin embargo, a través de los años, se sigue discutiendo si el mercado de valores alcanzó el nivel de eficiencia necesario para cumplir este propósito en la economía peruana. Dos ejemplos clave son el estudio de TERRONES y NAGAMINE, para el Grupo de Análisis para el Desarrollo (conocido como GRADE, por sus siglas), realizado en 1995, en el que concluyeron que el mercado no cumplía con las características de un mercado eficiente⁷ y el elaborado por el Instituto Peruano de Economía en el 2002, con OLIVA, SECADA y FRANCO, en el que se explica que uno de los problemas del mercado de valores es su poca profundidad⁸.

Como estudio más reciente se encuentra el realizado por CHÁVEZ en el 2021⁹, quien concluye que, al 2018, el mercado peruano contaría con una eficiencia semifuerte, la mínima necesaria para realizar una gestión de riesgos y determinar objetivos de inversión, producto de sus altos costos de transacción¹⁰.

También se han hecho *hojas de ruta* sobre cómo mejorar las deficiencias del mercado peruano, destacando el informe de la consultora estadounidense Oliver Wyman¹¹ sobre estrategias para desarrollar el mercado peruano hacia el 2025. Este informe se trabajó con la colaboración del MEF, la SMV, el BCRP, entre otros.

En ese contexto, en el 2019, se realizaron los dos estudios organizados y de pública difusión más destacados sobre nuestro mercado, ambos denominados de forma conjunta como la *Hoja de ruta* en esta tesis.

Ambos documentos fueron elaborados por el Grupo Banco Mundial, entidad internacional conformada por más 189 países en calidad de miembros, bajo solicitud de la SMV, con la finalidad de favorecer el crecimiento del mercado peruano “profundo, eficiente, inclusivo y estable”¹² y el financiamiento de la

⁶ Terrones, Marco; Nagamine, Javier. “Mercado de capitales y eficiencia: Una evaluación de las propiedades estadísticas del Índice General Bursátil de la Bolsa de Valores de Lima”. En *Notas para el debate 13*. (Lima: Grupo de Análisis para el Desarrollo, GRADE), p. 41.

⁷ Terrones, Marco; Nagamine, Javier. *Op. Cit.* p. 72.

⁸ Oliva, Carlos; Secada, Pablo; Franco Bruno. Obstáculos para el aumento de la competitividad en el Perú. (Lima: Instituto Peruano de Economía, 2002), p. 30.

⁹ Chávez Vargas, David Gonzalo. “Estimación de la eficiencia de la Bolsa de Valores de Lima (1990-2018). Pensamiento Crítico 26 (2021): 143-163.

¹⁰ Chávez Vargas, David Gonzalo. *Op. Cit.*, p. 161.

¹¹ Denominado “Establishing Peru as a Regional Capital Market Hub”.

¹² Grupo Banco Mundial. *Diagnóstico...* Op. cit., 13.

Corporación Suiza SECO. Asimismo, ambos documentos implican un plan de acción para el Consejo Consultivo del Mercado de Capitales.

La Hoja de ruta conforma un plan de acción estructurado para ejecutar las 49 propuestas según prioridades y plazos, existiendo reformas de prioridad alta, media/alta, media, media/baja y baja, que deben discutirse dentro del corto, mediano o largo plazo.

Dentro de la sección “acciones relativas a la demanda” de la Hoja de ruta, se incluyen las recomendaciones sobre pensiones y seguros, fondos mutuos y de inversión, inversionistas a largo plazo, inversionistas minoristas e inversionistas extranjeros.

A pesar de que todas las propuestas pueden ser objeto de estudios individuales, se ha decidido dedicar esta tesis a los fondos de inversión por su relevancia en el mercado peruano.

Los fondos de inversión son vehículos de inversión colectiva cuya función es captar fondos de múltiples inversionistas e invertirlos bajo cuenta y riesgo de estos últimos. Las utilidades que se generen serán repartidas entre sus inversionistas de manera proporcional a sus aportes.

Sus administradoras ofrecen a los inversionistas una gestión sofisticada de los activos aportados al fondo, lo que incluye el diseño de un portafolio usualmente diversificado y el acceso a mercados de difícil acceso para los inversionistas no institucionales. Debido a las cantidades importantes de activos de terceros que gestionan, se considera que su gestión requiere cumplir, además de con altos estándares financieros, con altos estándares de ética profesional¹³.

Este mercado es uno de los más desarrollados en el Perú. Se considera que su desarrollo es impresionante por la cantidad de patrimonio que gestionan, su nivel de especialización y la agresividad en su búsqueda de oportunidades¹⁴.

De acuerdo con el Anuario Estadístico de la SMV, a diciembre de 2022, solo con respecto a los Fondos públicos, todos en conjunto administran un patrimonio total de S/6,521,498,194.30¹⁵.

Se debe recordar que, de forma estimada, los fondos de inversión de oferta pública (en adelante, los “Fondos públicos”) y los fondos de oferta privada, tienen una relación aproximada de 34 % a 66 % respectivamente¹⁶. En ese sentido, se puede estimar que el patrimonio bajo administración de los Fondos

¹³ CFA Institute. *Ethics and Investment Professionalism*. En *CFA Institute Investment Foundations Program*. (Estados Unidos de América: CFA Institute, 2018), 35.

¹⁴ Rebaza Torres, Alberto. “Las fusiones y adquisiciones de empresas: a propósito de la proliferación de los fondos de inversión”. *Themis* N° 54 (2007): 102.

¹⁵ Intendencia General de Estudios Económicos. *Anuario Estadístico 2022. Principales Indicadores de los fondos de inversión*. (Lima: SMV, 2023).

¹⁶ Peschiera, José. *La agenda de desarrollo regulatorio para el mercado de valores*, (Lima, 2019).

privados es de aproximadamente S/12,659,378,848.00, tomando en cuenta solo aquellos administrados por SAFI supervisadas por la SMV.

Tal es la importancia de los fondos de inversión y del problema identificado por el Grupo Banco Mundial, que, en octubre de 2019, dos meses después de la revelación de la Hoja de ruta, la SMV manifestó su preocupación por los fondos de inversión privados. Así, de acuerdo con el diario Gestión, el exsuperintendente del mercado de valores habría manifestado que en la SMV “existe una preocupación por los vehículos privados pues no se tiene información sobre cómo están funcionando”. Asimismo, habría mencionado que la SMV estaría considerando delimitar su competencia sobre ofertas privadas en fondos de inversión y titulizaciones de activos¹⁷.

Una vez identificada la razón de la elección del problema a desarrollar, se precisa que, según el Diagnóstico, se estaría presentando un *arbitraje regulatorio* con fondos de inversión.

Bajo este esquema, se estaría dividiendo la estructura de un gran fondo de inversión en varios de menor dimensión, tanto en patrimonio bajo administración como en cantidad de inversionistas, con la finalidad de que no entren en los umbrales de la SMV para presumir la existencia de ofertas públicas.

En este contexto, se identifica que la finalidad de la aplicación de este esquema de *arbitraje regulatorio* sería evitar la presunción de interés público (también denominada “presunción de oferta pública, término que se utilizará en esta tesis) contenida en el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (en adelante, el “ROPP”) y, por lo tanto, la necesidad de efectuar una oferta pública.

Según el artículo 6, inciso d) del ROPP, como parte de la regulación de la definición de “segmento del público” de una oferta, se considerará que una oferta dirigida a un público mayor o igual a 100 personas implica un interés público, salvo que se pruebe lo contrario. Esto implica que se presumirá también que los inversionistas de esta oferta requieren de la protección propia de las ofertas públicas.

Conforme a lo que se indicó previamente, a través del *arbitraje regulatorio* en Fondos privados, se buscaría evitar la presunción de oferta pública.

En ese sentido, se podrían estar configurando tanto fraudes a la ley (acción realizada bajo la aplicación de una norma de cobertura utilizada para evitar una norma imperativa) como ofertas públicas encubiertas (la realización de ofertas públicas sin previamente haber inscrito los valores en el Registro Público del Mercado de Valores).

En el caso del fraude a la ley, bajo este esquema se aplica una norma de cobertura (el artículo 5 de la LMV, sobre ofertas privadas) para evitar toda la regulación de ofertas públicas (que parte del artículo 4 de la LMV, pero es desarrollado a través de diversas normas, incluyendo la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras y su reglamento).

¹⁷ Gestión. “SMV preocupada... Op. cit.

En el caso de las ofertas públicas encubiertas, bajo este esquema se crean múltiples pequeños Fondos privados que, en conjunto, conformarían uno que entraría en los umbrales de la presunción de oferta pública del ROPP y, por lo tanto, deberían inscribir sus valores en el Registro Público del Mercado de Valores (en adelante, el “RPMV”).

Ante esta práctica, el GRUPO BANCO MUNDIAL no propone una solución específica, sino solamente una revisión de la regulación de autorizaciones para Fondos públicos; asimismo, para las ofertas privadas en general, propone una revisión de sus supuestos y un régimen de notificación obligatoria para las mismas ante la SMV.

Como se ha evidenciado en la investigación exploratoria, aunque no esté explicitado en el análisis del Diagnóstico, se infiere que este *arbitraje regulatorio*, en principio, solo puede ser realizado, sin detectarse por la SMV, por parte sociedades gestoras, pues estas no le reportan ningún tipo de información, lo que vuelve imposible la detección de fraudes a la ley y/u ofertas públicas encubiertas sin que medie una denuncia previa o una acción pública manifiestamente en contra la normativa que active las alarmas del supervisor¹⁸.

Este no sería el caso con las SAFI, pues de acuerdo con los artículos 158 y 159 del RFI, presentan a la SMV, luego de realizar una colocación privada, el monto colocado, cantidad de partícipes y la denominación del fondo. Periódicamente, presentan un reporte con el monto actualizado de su patrimonio y la cantidad de partícipes, con la indicación de si son institucionales o individuales.

I.3. Definición del problema

I.3.1. Problema principal

¿En qué consiste el *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados y en qué supuestos su aplicación puede considerarse un fraude a la ley o una oferta pública encubierta?

I.3.2. Problemas secundarios

PS₁: ¿La realización del *arbitraje regulatorio* en Fondos privados modificar la legislación de fondos de inversión?

PS₂: ¿Cuál es el tratamiento legal que corresponde a las sociedades gestoras y a sus fondos de inversión?

I.4. Objetivos

¹⁸ González, Ayrtón. “El arbitraje regulatorio... Op. cit., 194.

I.4.1. Objetivo general

Estudiar al *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados y determinar en qué supuestos su aplicación se puede considerar como un fraude a la ley o como una oferta pública encubierta.

I.4.2. Objetivos secundarios

- a) Desarrollar la regulación de las ofertas públicas y privadas.
- b) Explicar qué son los fondos de inversión y su regulación.
- c) Explicar qué son las sociedades administradoras de fondos de inversión y las sociedades gestoras.
- d) Explicar en qué consiste el principio constitucional de libertad de empresa.
- e) Explicar el concepto de *arbitraje* utilizado en las finanzas.
- f) Describir en qué consiste el *arbitraje regulatorio* realizado por fondos de inversión.
- g) Describir en qué consiste el fraude a la ley.
- h) Describir en qué consisten las ofertas públicas encubiertas.
- i) Delimitar en qué supuestos el *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados implica la realización de fraudes a la ley y de ofertas públicas encubiertas.
- j) Determinar si el *arbitraje regulatorio* realizado a través de Fondos privados solo puede ser realizado por sociedades gestoras.
- k) Determinar si la realización del *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados justifica la necesidad de realizar modificaciones a la regulación de fondos de inversión.
- l) Describir cómo se regulan los Fondos privados en la legislación extranjera.
- m) Explicar si existe regulación sobre *arbitraje regulatorio* en ofertas privadas en otros vehículos de inversión del mercado de valores, distintos a los fondos de inversión.
- n) Delimitar cuáles deberían ser los alcances de la competencia de la SMV sobre las ofertas privadas de fondos de inversión.

I.5. Justificación e importancia de la investigación

Los fondos de inversión son uno de los vehículos de inversión más desarrollados del Perú, así como el que atrae más interés de los inversionistas institucionales extranjeros. Por esta razón, suelen ser estructurados mediante ofertas privadas, debido a que están dirigidos a inversionistas de alto grado de sofisticación.

En ese sentido, una práctica que afecte su correcto funcionamiento podría reducir o incluso suprimir la confianza de los inversionistas en los fondos de inversión. Por otro lado, en toda modificación a su régimen legal se debe tomar en cuenta el público al que estos vehículos están dirigidos y no buscar forzar la aplicación de la regulación de las ofertas públicas.

Teniendo en cuenta esto, en consideración de esta tesis, el problema descrito por el GRUPO BANCO MUNDIAL solo abarca un sector del mercado: el de las sociedades gestoras de fondos de inversión, un mercado no supervisado por la SMV.

La razón de que las sociedades gestoras no sean supervisadas recae justamente en que estas no gestionan Fondos públicos. Por ello, cualquier clase de regulación que se proponga solo deberá dirigirse a evitar que estos administren fondos con las características propias de uno de oferta pública y nunca a supervisar a las sociedades gestoras en sí mismas.

Al ser considerado por el GRUPO BANCO MUNDIAL un problema que debe ser tratado en el corto plazo y tomando en cuenta que la SMV está planteando sus agendas regulatorias de acuerdo con la Hoja de ruta, podemos concluir que la SMV planteará una regulación sobre el problema de esta tesis en un futuro próximo, especialmente considerando que el entonces superintendente del mercado de valores manifestó su interés en delimitar la competencia de la SMV sobre las ofertas privadas de fondos de inversión.

I.6. Limitaciones de la investigación

La limitación más relevante identificada en esta investigación fue la falta de desarrollo académico de la situación problemática estudiada, a pesar de ser hacerse pública en el 2019 por parte del GRUPO BANCO MUNDIAL. Esta limitación se acentúa especialmente con respecto al concepto de *arbitraje regulatorio*, al no haber sido estudiado en la doctrina nacional, aun cuando es un término utilizado comúnmente por parte de abogados del sector corporativo y financiero.

La segunda limitación es estadística: debido a la regulación vigente, la SMV solo prepara estudios estadísticos oficiales vinculados con las ofertas públicas, teniendo que recurrir a fuentes no oficiales, como diarios de Economía y Finanzas, al momento de aludir a operaciones realizadas a través de ofertas privadas.

II. REVISIÓN DE LA LITERATURA

II.1. Marco teórico

A continuación, se presentará el marco teórico utilizado en la presente tesis, conformado tanto por la doctrina jurídica y económica, como por el marco normativo nacional y extranjero.

En el caso de la bibliografía peruana, se ha consultado el material más relevante sobre Derecho del Mercado de Valores disponibles en las principales editoriales y revistas del país, con la finalidad de contrastar la mayor cantidad de opiniones posibles. Entre otras, las editoriales consultadas fueron: Banco Central de Reserva del Perú, Cengage Learning, CICAJ, Derecho PUCP, Derecho y Sociedad, Ediciones Legales, Editorial Cuzco, Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico, Gaceta Jurídica, Grijley, Instituto Pacífico, Ius et Veritas, Jurista Editores, Procapitales, Studium y Themis.

También se han consultado documentos de portales web como Ius 360, Gestión, tesis del portal de la PUCP y de la propia SMV, de la cual se obtuvieron todas las estadísticas citadas. Por último, el material escrito más relevante es la Hoja de ruta.

En el caso de la bibliografía extranjera se ha seguido el mismo criterio. Las principales editoriales consultadas fueron:

- Alemania: Springer
- Argentina: Astrea.
- Chile: Revista Chilena de Derecho.
- España: Paidós y Tecnos.
- Estados Unidos de América: Boston Institute of Finance, Duke Law Journal, Elsevier, International Finance Seminar (“Harvard Law School”), International Organization of Securities Commissions (“IOSCO”), Journal of Law and Economics, Legal Studies Research Paper Series, McGraw-Hill, Oxford University Press, Saint Louis University School of Law Legal Studies Research Paper Series, San Diego Law Review, The Journal of Finance, The World Bank Economic Review, Wharton School Publishing, Wiley.
- México: Pearson Educación.

II.1.1. Doctrina jurídica y económica

La doctrina jurídica incluye material sobre Derecho del mercado de valores, Derecho Comercial y Derecho Civil en libros y revistas, tanto nacionales y extranjeras. Se consultaron bases de datos y revistas electrónicas, así como libros y revistas físicos.

Entre los materiales sobre Derecho del mercado de valores destacan los materiales de Gerardo Serra, Miguel Torres y Jose Antonio Payet, siendo los materiales de más alcance en el Derecho del mercado de valores peruano. Además, se consultó el uno de los materiales introductorios más utilizados en el Perú, del instituto PROCAPITALES.

Por el lado económico, destacan los libros de mercado de capitales de Miguel Mato, Eduardo Court y Joan Tarradellas.

Sobre fondos de inversión destaca la tesis de Javier Bregante y los artículos de Liliana Espinosa y Oscar Trelles, Isabel Gutiérrez y Alberto Rebaza.

Sobre ofertas públicas y privadas se consultó el artículo de Narghis Torres y el artículo de Rony Jara.

Por último, el único desarrollo doctrinario sobre las sociedades gestoras fue realizado por Joe Navarrete, material utilizado de referencia en la presente tesis.

II.1.2. Marco normativo nacional

- **“Constitución Política del Perú de 1993”**, vigente desde el 1 de enero de 1994 (en adelante, la “Constitución”): El artículo 59 de la Constitución, como parte de su régimen económico, reconoce expresamente el derecho fundamental a la libertad de empresa.
- **Decreto Legislativo N° 861, “Ley del Mercado de Valores”**, vigente desde el 22 de octubre de 1996 (en adelante, la “LMV”): En la LMV se regulan los principios del mercado de valores, las ofertas públicas y privadas de valores y a los propios valores mobiliarios.
- **Decreto Legislativo N° 862, “Ley de Fondos de Inversión y sus sociedades administradoras”**, vigente desde el 22 de octubre de 1996 (en adelante, la “LFI”): En la LFI se regulan a los fondos de inversión y a las SAFI.
- **Ley N° 27287, “Ley de Títulos Valores”**, vigente desde el 19 de junio del 2000 (en adelante, la “LTV”): En la LTV se regulan a los valores mobiliarios, de forma complementaria a la LMV.
- **Resolución Conasev N° 141-98-EF-94.10, “Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios”**, vigente desde el 21 de octubre de 1998 (en adelante, el “ROPP”): A través del ROPP se regulan las ofertas públicas primarias en territorio peruano, entre otras materias.
- **Resolución de Superintendencia N° 35-2018-SMV/01, “Reglamento de Sanciones en el Mercado de Valores”**, vigente desde el 18 de diciembre de 2018 (en adelante, el “Reglamento de Sanciones”): En el Reglamento de Sanciones se regula la facultad sancionadora atribuida a la SMV en su Ley Orgánica (Decreto Ley N° 26126).
- **Resolución SMV N° 29-2014-SMV-01, “Reglamento de Fondos de Inversión y sus sociedades administradoras”**, vigente desde el 21 de diciembre de 2014 (en adelante, el “RFI”): El RFI es la norma de carácter reglamentario vigente que regula a los fondos de inversión. En esta norma

se realiza la única mención normativa directa a las *sociedades gestoras*, sociedades que no administran Fondos públicos y que, por esa razón, no son supervisadas por la SMV. Son referidas también, aunque sin esa denominación, en el artículo 12 de la LFI.

- **Otras leyes y reglamentos:** Existen otras normas que regulan indirectamente a los fondos de inversión, como la Ley N° 26887, “Ley General de Sociedades” (en adelante, la “LGS”), cuando estos emitan obligaciones; la normativa tributaria, a efectos de gravar sus operaciones y la regulación de los distintos inversionistas institucionales, como los fondos mutuos, las empresas de seguros y las AFP, entre otras.

II.1.3. Marco normativo extranjero

- Estados Unidos de América: Las leyes estadounidenses que se estudiaron son la *Dodd-Frank Act* de 2010, la “*Investment Advisers Act*” de 1940, la “*Investment Company Act*” de 1940 y la “*Securities Act*” de 1933, todas relacionadas a la regulación de fondos de inversión. También se hizo revisión del precedente *SEC v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119 (1953) (*Securities and Exchange Commission*), precedente que establece los criterios para distinguir ofertas públicas y privadas en el mercado de valores estadounidense.

De forma similar a la regulación nacional, en la normativa estadounidense también se regula la distinción entre Fondos públicos y Fondos privados. Serán fondos privados aquellos con menos de 100 inversionistas o aquellos cuyos inversionistas sean institucionales.

- República de Chile: Las normas chilenas que se estudiaron son la Ley N° 20.712, “Administración de fondos de terceros y carteras individuales”, conocida como “Ley única de fondos” y la Norma de carácter general N° 364, que regula el registro de entidades informantes.

En la normativa chilena también se regula la existencia de “fondos privados”, no supervisados por la Comisión para el Mercado Financiero, el equivalente de la SMV en Chile. De acuerdo con lo establecido en la Ley única de fondos, serán fondos privados aquellos que tengan menos de 50 partícipes que no sean integrantes de un mismo grupo económico.

Los fondos privados son considerados como *entidades informantes*, al reportar a la Comisión para el Mercado Financiero información relativa a su organización (principalmente su identificación, estructura de control y reseña histórica) e información continua, como la denominación del fondo privado, su identificación tributaria, su listado de partícipes y el valor de los activos y pasivos que administran.

II.2. Antecedentes del estudio

De la búsqueda de investigaciones y tesis en los principales medios físicos y virtuales disponibles, no se ha encontrado una que desarrolle el tema de la presente tesis de forma directa o indirecta.

II.2.1. Hoja de ruta del Grupo Banco Mundial

En el 2019, se publicaron los documentos denominados conjuntamente en la presente tesis como la Hoja de ruta. En la sección de fondos mutuos y de inversión se indica que se está dando un arbitraje regulatorio “importante” en fondos de inversión.

Cabe precisar que el GRUPO BANCO MUNDIAL no ha especificado qué entiende por *arbitraje regulatorio*, ni realiza una propuesta específica de solución, fuera de realizar una revisión de la regulación de autorización de ofertas públicas de fondos. Inclusive, no afirma que este problema exista, como se puede deducir de la redacción de la última sección del párrafo citado, debido a la expresión “Si éste es el caso”.

Es mediante el Diagnóstico y la Hoja de ruta que se identifica este problema por primera vez de forma pública. Esto último es importante para entender que, hasta la fecha de publicación del Diagnóstico y la Hoja de ruta, no hubo artículos ni tesis de terceros sobre el tema en el Perú.

II.2.2. Antecedentes jurisprudenciales y precedentes de observancia obligatoria

Aunque en el marco de una titulización de activos, existe un caso que sirve de referencia de una aplicación de un *arbitraje regulatorio* para la realización de ofertas públicas encubiertas. El denominado caso *Trust* es el más grande ejemplo de la configuración de fraudes a la ley y ofertas públicas encubiertas a través de estructuras financieras.

El 18 de abril de 2002 se solicitó la remoción de la sociedad Trust Sociedad Titulizadora S.A. (en adelante, “Trust”) como fiduciario de dos patrimonios fideicometidos de oferta privada, denominados Agricorp y Argenta (en adelante, los “Fideicomisos”), debido a irregularidades en su administración.

El 13 de agosto del 2003, mediante Resoluciones Conasev N° 043- y 044.200-EF/94.10, se ordenó la intervención de Trust y mediante Resolución Conasev N° 124-2003-EF/94.12, se estableció que las ofertas de los patrimonios Agricorp y Argenta eran ofertas públicas encubiertas y se sancionó a Trust por no haber inscrito los valores en el RPMV, por lo que se les sancionó con una multa de 250 UIT.

En segunda instancia, mediante Resolución N° 10-2005-EF/94.10, se resolvió en sentido contrario, al establecer que la oferta no había sido adecuadamente difundida y que no se había dirigido a un grupo de más de 100 personas, por lo no era posible afirmar que era una oferta pública encubierta.

El caso llegó al Poder Judicial: se declaró la nulidad parcial de la Resolución N° 10-2005-EF/94.10 y se reestableció la vigencia de la Resolución

Conasev N° 124-2003-EF/94.12. Posteriormente, se nombró un nuevo fiduciario y, a la fecha, el patrimonio fideicometido Agricorp es administrado como un fideicomiso de titulización de oferta pública.

¿Cuál fue el *arbitraje regulatorio*, oferta pública encubierta y/o fraude a la ley? Se contactaban a inversionistas *retail* a través de medios idóneos de difusión sin realizar una oferta pública, configurándose una oferta pública encubierta. Se aplicó la excepción de las ofertas privadas (y su consecuente falta de regulación) a una operación que calificaba bajo los parámetros de las ofertas públicas.

La norma de cobertura fue el artículo 5 de la LMV, en cuanto se armó la oferta de tal forma en que cuadrara en un supuesto de ofertas privadas, al simular no dirigir la oferta al público en general, mientras que la norma objetivamente aplicable era el artículo 4 de la propia LMV, que regula las ofertas públicas, lo que habría gatillado la aplicación de toda la regulación de fideicomisos de oferta pública. A pesar de no hacer ninguna mención a la figura del fraude a la ley, la respuesta de la SMV a este caso no fue otra que desconocer la norma de cobertura y exigir la aplicación de la norma imperativa¹⁹.

Sobre la necesidad de tutela, se analizó el público objetivo de dichas ofertas: personas naturales no familiarizadas con los procesos de titulización de activos. Se consideró que, además, estas personas realizaron su inversión por la confianza en el fideicomitente y que no tuvieron acceso a información relevante, lo que no les permitió tomar una decisión de inversión adecuada.

Otros puntos a tener en cuenta fueron el valor nominal de los bonos titulizados: USD 1.00 cada uno, lo cual es indicativo de que estaban destinados a un gran número de personas y que se utilizó un *underwriter*²⁰, intermediario financiero con poca participación en la práctica de mercado de las ofertas privadas.

La respuesta normativa a este caso; sin embargo, no fue la adecuada en opinión de esta tesis. Hoy en día, como respuesta a este caso, está expresamente prohibido ofertar valores mobiliarios de oferta privada emitidos por fideicomisos de titulización a inversionistas *retail*.

Esto se desprende de la redacción del artículo 333 de la LMV, en cuyo último párrafo, introducido mediante la Ley N° 29720, se señala que solo es posible emitir valores de oferta privada que con respaldo en fideicomisos de titulización si están dirigidos a inversionistas institucionales.

No existe una disposición similar dirigida a otros tipos de oferta privada, incluyendo a las ofertas privadas de fondos de inversión, vehículo de inversión objeto de este estudio. Esto nos revela que dicha modificación normativa fue

¹⁹ Aunque por parte de otra Sociedad Titulizadora. Mediante Resolución de Superintendente N° 040-2018-SMV/02, se designó a Grupo Coril Sociedad Titulizadora S.A. como nuevo fiduciario de Agricorp. Se administra este patrimonio fideicometido como uno de oferta pública.

²⁰ La función del *underwriter* es adquirir total o parcialmente los valores que se emitan, garantizando así que el emisor obtenga el capital que requiere.

introducida solo para los fideicomisos de titulización debido a casos como el de Trust con los patrimonios fideicometidos Agricorp y Argenta.

Por otro lado, se consideró el Precedente de Observancia Obligatoria N° 01-2020-SMV (en adelante, el “Precedente”), un caso de fideicomisos de titulización, pero que hace referencia a todas las entidades que supervisa la SMV. En esta, la SMV precisó los alcances de su revisión sobre ofertas privadas, para investigar la realización de ofertas públicas encubiertas.

II.2.3. Antecedentes doctrinarios

Uno de los estudios más relevantes sobre la estructura del mercado de valores peruano fue realizado por Narghis Torres, quien afirma que el modelo de regulación de nuestro mercado debería ser replanteado, entendiendo que existen tanto por ofertas públicas como privadas y que la SMV debería poder controlar los fraudes en ambas clases de ofertas²¹.

Por otro lado, el único artículo en Perú que desarrolla a las sociedades gestoras es el artículo *Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión* de Joe Navarrete. El afirma que las sociedades gestoras tienen la ventaja de no tener costos regulatorios, la flexibilidad en su gestión y la constitución rápida y poco costosa.

Por último, un artículo relevante para esta tesis es de la autora Isabel Gutiérrez, quien planteó la idea de que los Fondos privados estaban regulados *indirectamente* mediante las normas de los inversionistas institucionales peruanos²².

Se ha podido identificar que, en la doctrina jurídica nacional, no se asocia el término *arbitraje regulatorio* al mercado de valores. Toda mención al arbitraje se realiza respecto al arbitraje como jurisdicción y/o como mecanismo alternativo de resolución de conflictos. Tal es así que, inclusive, fue publicado un artículo denominado “Despejando dudas sobre el Arbitraje Regulatorio” de los abogados FERNANDO CANTUARIAS, ADRIAN SIMONS y ROBERTO VÉLIZ, en el que se realiza la mención al concepto de *arbitraje regulatorio* como mecanismo de defensa en el marco de casos de incumplimientos atribuibles al Estado peruano²³.

Esta acepción, que puede ser correcta en su área de especialización, no es útil para el presente estudio, pues hace referencia al *arbitraje regulatorio* como mecanismo de solución de controversias en el escenario de los contratos ley y no a la práctica utilizada en el mercado de valores.

²¹ Torres, Narghis. “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* N° 32 (2009): 43

²² “Gutiérrez, Isabel. “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* N° 42 (2011), p. 164.

²³ Cantuarias; Simons; Vélez. Op. cit., 403.

En los EE. UU., VICTOR FLEISCHER define al *arbitraje regulatorio* como “una técnica de planeamiento perfectamente legal que se utiliza para evitar impuestos, reglas de contabilidad, revelación de información sobre valores mobiliarios y otros costos regulatorios”.

FLEISCHER en ningún momento hace alusión alguna al *arbitraje regulatorio* como una práctica negativa, sino como una oportunidad de reducir costos legales. Sin embargo, consideramos importante estudiar en qué supuestos ejercer esta práctica en la regulación del mercado de valores podría ocasionar la realización de fraudes a la ley y de lo que se conoce en el ROPP como ofertas públicas encubiertas.

El profesor VICTOR FLEISCHER hace mención expresa a que el término *arbitraje regulatorio* es análogo al concepto de arbitraje en finanzas²⁴.

Según BODIE, KANE y MARCUS, en la teoría financiera se conoce como *arbitraje* a la práctica de tomar ventaja de la subvaluación de instrumentos financieros, de manera que se obtienen ganancias libres de riesgo²⁵; en otros términos, una oportunidad de arbitraje es “la posibilidad de generar ganancias sin riesgo ni inversión neta en capital”²⁶.

Un ejemplo común de arbitraje financiero es cuando un inversionista compra un instrumento financiero que cotiza en, por lo menos, dos mercados. Para que se pueda realizar un arbitraje, será necesario que el instrumento financiero esté subvaluado en uno de los mercados. El inversionista podrá comprarlo e, instantáneamente, venderlo en el otro mercado a un valor mayor, generando una ganancia libre de riesgo.

Por ello, en adelante, siempre que se haga mención del arbitraje en este estudio, se hará referencia al concepto de arbitraje en finanzas.

II.2.4. Información estadística

La SMV realiza de forma mensual un reporte estadístico y, anualmente, un anuario estadístico. En la presente tesis se han utilizado los anuarios estadísticos, debido a que recopilan información de años completos.

La información reportada versa exclusivamente sobre los fondos de inversión públicos y está relacionada al número de fondos de inversión públicos operativos por cada sociedad gestora; al número de partícipes de cada fondo y al patrimonio bajo administración de cada sociedad administradora.

Asimismo, en el 2019, la SMV, a través de su exsuperintendente, reportó que, tomando en cuenta solo a los fondos administrados por las SAFI y SAF, la

²⁴ Traducción libre de Fleischer, Victor. *Op. Cit.*, p. 18.

²⁵ Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan. *Investments*. (Nueva York: McGraw-Hill, 2014), p. 324.

²⁶ Belbaen, Freddy; Schachermayer. *The mathematics of arbitrage*. (Berlin: Springer, 2006), p. 4.

relación de fondos privados es de 66 %, contra un 34 % de Fondos públicos inscritos en la SMV²⁷.

Todas estas estadísticas fueron utilizadas en el desarrollo de las hipótesis secundarias, que dependen del conocimiento de la estructura del mercado de valores peruano.

II.3. Bases teóricas

A continuación, teniendo como antecedente el marco teórico, se desarrollará el conjunto de figuras e instituciones, así como teorías relacionadas con el tema de investigación, en los siguientes capítulos:

El desarrollo de las bases teóricas consta de los siguientes capítulos:

- Capítulo I: El mercado de valores
- Capítulo II: Los fondos de inversión
- Capítulo III: El fraude a la ley, las ofertas públicas encubiertas y el *arbitraje regulatorio*.
- Capítulo IV: El *arbitraje regulatorio* en los fondos de inversión de oferta privada.

El desarrollo de las bases teóricas se realizará en cuatro capítulos independientes, inmediatamente posteriores a la definición de categorías y análisis.

²⁷ Peschiera, José. Op. cit.

CAPÍTULO I: EL MERCADO DE VALORES

1. Conceptos previos

El mercado de valores es un nexo de contratación de valores mobiliarios a través de una intermediación directa. Con la finalidad de comprender su concepto de forma apropiada, se estudiarán previamente los conceptos de *mercado* y de *mercado financiero*.

1.1. El concepto de mercado

Según PARKIN, un mercado es cualquier convenio mediante el cual los compradores y vendedores intercambian información y hacen negocios mutuamente²⁸. Un mercado no es, como podría pensarse, un lugar físico, sino que existirá mercado siempre que se realice un intercambio de bienes o servicios²⁹.

Los mercados, como conjuntos organizados de compradores y vendedores, cumplen la función de facilitar la satisfacción de las necesidades de los individuos. Dichas necesidades o deseos de consumo conforman lo que se conoce como demanda de bienes o servicios, entendida como la cantidad que se desea consumir para satisfacerlas³⁰.

La oferta, por el contrario, manifiesta la cuantía que los vendedores de bienes o servicios quieren ofrecer a diversos precios³¹. La oferta revela la conducta de los vendedores, así como la demanda la de los compradores.

Desde una perspectiva jurídica, TORRES define al mercado como un conjunto de contratos que reglamentan las transacciones de intercambio de servicios y/o bienes que se desarrollan en un determinado lugar³².

A pesar de coincidir con la definición previa, se debe precisar que al hacer referencia a “un determinado lugar” no se debe entender a este como un espacio físico.

Ello es porque el concepto de *mercado* puede prescindir de un lugar físico específico, gracias a la posibilidad del intercambio de información utilizando medios electrónicos. De acuerdo con LÉVY, gracias al ciberespacio se abre un nuevo mercado “en el que en el que los roles respectivos de los consumidores, los productores y los intermediarios, se transforman profundamente”³³.

²⁸ Parkin, Michael. *Economía*. (México: Pearson educación, 2009), p. 46.

²⁹ González, Manuel; Zabaleta, Amelia. *Introducción a la Economía*. (Madrid: Pearson Educación, 2009), p. 60.

³⁰ González, Manuel; Zabaleta, Amelia. Op. cit., 62.

³¹ González, Manuel; Zabaleta, Amelia. Op. cit., 70.

³² Torres, Miguel. *La contratación en el Mercado de Valores*. (Lima: Grijley, 2012), p. 7.

³³ Levy, Pierre. *¿Qué es lo virtual?* (Barcelona: Paidós, 1999), p. 48.

Los mercados electrónicos prescinden de las distancias geográficas. La oferta y la demanda se multiplican y los productos y servicios se revisan en sus más mínimos detalles. Esto conlleva a un aumento en la cantidad de información y, por lo tanto, en la transparencia en el mercado.

1.2. El mercado financiero

El mercado financiero es el que se conecta la oferta y demanda de fondos³⁴, entendidos estos como recursos reunidos para la realización de actividades económicas³⁵. En otras palabras, es el mercado en donde se realiza el intercambio del dinero de hoy a cambio de una promesa de dinero en el futuro³⁶.

Según STIGLITZ, las funciones del mercado financiero son transferir capital de ahorristas a prestamistas; aglomerar capitales; seleccionar proyectos; monitorear; hacer cumplir los contratos (*enforcing contracts*); transferir, compartir y agrupar riesgos y registrar transacciones. De forma general, las funciones se resumen en *hacer correr* los medios de cambio³⁷.

El mercado financiero tiene dos clasificaciones³⁸:

- Según el plazo de sus operaciones, están el mercado monetario (transacciones con plazos de un año o menos) y el mercado de capitales (transacciones con plazos medianos y largos).
- Según la forma en la que se realiza la estructuración de las promesas de dinero en el futuro, están el mercado de créditos (intermediación indirecta) y el mercado de valores (intermediación directa).

El concepto de *intermediación financiera* es fundamental para entender esta última división. Esta es definida por el BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ como el procedimiento en el que una institución orienta recursos financieros de agentes superavitarios a deficitarios, funcionando como un medio para mover y utilizar estos recursos de forma eficiente³⁹.

La intermediación financiera podrá ser directa o indirecta, siendo la diferencia entre ambos supuestos la asunción del riesgo por parte del intermediador. En la intermediación directa, el riesgo de las operaciones de otorgamiento de recursos a agentes deficitarios es asumido por el propio agente

³⁴ Payet, José. "Razones para regular el mercado de valores". *Themis* N° 33 (1996): 93.

³⁵ Banco Central de Reserva del Perú. Op. cit., 83.

³⁶ Payet, José. "Razones... Op. cit., 93.

³⁷ Stiglitz, Joseph. "The role of the state in Financial Markets". *The World Bank Economic Review*, Vol. 7 (octubre de 1993): 23.

³⁸ *Ibíd.*

³⁹ Banco Central de Reserva del Perú. Op. cit., 111.

superavitario⁴⁰; por el contrario, en la intermediación indirecta, existe un intermediador que asume el riesgo de la operación.

También se pueden distinguir ambos tipos de intermediación según si el agente superavitario financia directamente al deficitario (intermediación directa) o a través de un tercer agente (intermediación indirecta)⁴¹.

1.3. El mercado de valores

El mercado de valores es un nexo de contratación de valores mobiliarios a través de una intermediación directa. Esta contratación es posible gracias al intercambio de información y al traslado de riesgos realizados en este mercado.

- Es un nexo de intercambio porque en este se reúnen agentes deficitarios en búsqueda de financiamiento y agentes superavitarios en búsqueda de invertir sus excedentes.
- Es de intermediación directa porque, si bien existen intermediarios, existe una relación efectiva entre los agentes deficitarios y los superavitarios, los cuales asumen el riesgo de la operación.
- Por último, se negocian valores mobiliarios que son, desde la perspectiva económica, instrumentos financieros y, desde la perspectiva legal, títulos valores de emisión masiva y libre negociabilidad.

Los conceptos de intercambio de información y traslado de riesgos son inalienables del concepto de mercado de valores. Ello es debido a que las transacciones se realizan en dinero de hoy a cambio de dinero en el futuro y siempre existe riesgo de incumplimiento, por lo que la información sobre la capacidad de pago del agente deficitario es crucial⁴². Intercambio, riesgo e información son tres conceptos relacionados íntimamente.

En el mercado de valores se trasladan riesgos porque los agentes deficitarios realizan promesas de rentabilidades en el futuro que podrían materializarse o no. Los agentes superavitarios pueden asumir estos riesgos invirtiendo, mitigarlos diversificando su portafolio o evitarlos no realizando ninguna acción; en algunos casos, también pueden exigir que el agente deficitario asuma parte del riesgo.

1.4. Instrumentos financieros y valores mobiliarios

Los activos o instrumentos financieros son títulos que otorgan a su titular el derecho a percibir un ingreso en el futuro, los que procederán de la parte que los emite y que suponen un pasivo para este último⁴³. Desde una perspectiva

⁴⁰ López-Aliaga, Rafael; Souza, Lorenzo. "La intermediación financiera y banca de inversiones en el Perú". *Derecho y Sociedad* N° 12 (1997): 110.

⁴¹ Banco Central de Reserva del Perú. Op. cit., 182.

⁴² Stiglitz, Joseph. Op. cit., 23.

⁴³ Serra, Gerardo. "La regulación en el mercado de los valores mobiliarios". *Themis*, N° 40 (2000): 37.

contable son justamente ello: un activo para quien los adquiere y un pasivo para quien los emite⁴⁴.

Los instrumentos financieros por excelencia negociados en el mercado de valores son los distintos tipos de valores mobiliarios. Son definidos en el artículo 3 de la LMV.

Se observa que la tipología legal de los valores mobiliarios recoge tres características: su emisión masiva y la libre negociabilidad, así como la incorporación de derechos crediticios, dominiales o patrimoniales. Se incluye una ficción legal, según la cual las negociaciones de derechos (derivados financieros) y los índices sobre valores mobiliarios serán considerados de igual naturaleza a tales valores.

Los valores mobiliarios también se regulan en la LTV, de aplicación supletoria y con las mismas características, además de precisar que:

- Tienen características que pueden ser uniformes o no con respecto a los derechos y obligaciones que estos simbolizan.
- Sus emisiones pueden agruparse en clases o en series. Si los valores mobiliarios de la misma emisión o clase no son reemplazables entre sí, deberán ser agrupadas en series.
- Pueden emitirse mediante títulos o anotaciones en cuenta.
- Constituyen títulos ejecutivos y no requieren del protesto para ejercer sus acciones cambiarias.

Ello es debido a que, en la regulación peruana, se sigue una teoría unitaria de los valores mobiliarios, al considerarlos como una tipología de títulos valores⁴⁵.

En la LTV se clasifica como “representativos de derechos de participación”⁴⁶ a los valores mobiliarios, según representen participación en el capital (se reconoce expresamente a las acciones, certificados de participación en fondos mutuos o de inversión, valores emitidos en procesos de titulización y certificados de suscripción preferente) o “representativos de deuda”⁴⁷, según representen una deuda preestablecida (se reconoce expresamente a los bonos, papeles comerciales, letras hipotecarias, cédulas hipotecarias, pagarés

⁴⁴ Espinoza, José. *Mercado primario de valores negociables*. (Barcelona: José María Bosh Editor, 1994), p. 194, citado por Serra, Gerardo. “La regulación en el mercado de los valores mobiliarios”. *Themis*, N° 40 (2000): 37.

⁴⁵ Montoya, Alfonso. *Los valores mobiliarios en la legislación peruana*. En Instituto Peruano de Derecho Mercantil. *Derecho Mercantil. T. III. Títulos Valores*. (Lima: Gaceta Jurídica, 2004), p. 97.

⁴⁶ En finanzas se prefiere el término “renta variable” (*equity*). Un instrumento financiero se considera de renta variable cuando representa una participación de propiedad del capital. No se espera una corriente de ingresos fija o predeterminada, sino que las rentabilidades se manifiestan en dividendos y en aumentos (o disminuciones) en el valor de dichos instrumentos. En Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan. Op. cit., 3-4.

⁴⁷ En finanzas se prefiere el término “renta fija” (*fixed income*). Un instrumento financiero se considera de renta fija cuando de su compra se espera una corriente de ingresos fija o predeterminada. En Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan. Op. cit., 3-4.

bancarios, certificados de depósito negociable y a las obligaciones y bonos públicos)⁴⁸.

Sobre el soporte de los valores mobiliarios, estos pueden ser representados mediante títulos o anotaciones en cuenta. Cuando se utiliza el término *títulos*, se hace referencia al soporte físico tradicional que tienen los títulos valores.

Al contrario, al utilizar el término “anotaciones en cuenta”, se alude a los valores desmaterializados, cuyo soporte se encuentra en una anotación contable informática en una Institución de Compensación y Liquidación de Valores. Según BEAUMONT y CASTELLARES, la desmaterialización supone prescindir del papel o soporte material para que el valor conste en un registro o que tenga un soporte virtual o electrónico⁴⁹.

Ello es correcto en la medida de que se considere como soporte material al clásico documento con el que se suelen representar los títulos valores, pero se debe recordar que el soporte magnético en el que se registran las anotaciones en cuenta no deja de ser un soporte físico; en ese camino, “las informaciones no se pueden separar de su soporte físico, ya que correrían el riesgo de destruirlas”⁵⁰.

En todo caso, las ventajas de tener un registro virtual fácilmente reproducible reducen considerablemente los costos de transacción: no se necesita portar ni cuidar del título *físico*, porque una entidad especializada lo tiene registrado, se pueden realizar operaciones de forma virtual, pues no es necesario realizar un intercambio de posesión y, en general, aumenta la comodidad y velocidad de las negociaciones.

El sistema de anotaciones en cuenta tiene tres características: i) quién aparece en el asiento contable es considerado titular del derecho; ii) el sistema se rige por los principios del Derecho Registral⁵¹; y, iii) no es constitutivo de derechos; en ese sentido, si existen errores, pueden ser rectificadas^{52/53}.

⁴⁸ En esta tesis no se considera a los derivados (*derivate securities*) como valores mobiliarios. Los derivados son instrumentos financieros que ofrecen pagos determinados por los precios de otros activos, como los precios de los bonos o las acciones. En Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan. Op. cit., 3-4. Su valor depende de otro instrumento financiero y de ahí su denominación de derivado. De acuerdo con el artículo 3 de la LMV, los derechos sobre valores mobiliarios serán equiparados a los mismos, por lo que se crea una ficción legal en la cual los derivados serán considerados como valores mobiliarios, a pesar de no ser masivos ni tener restricciones a su libre negociabilidad.

⁴⁹ Beaumont, Ricardo; Castellares, Rolando. *Comentarios a la Ley de Títulos Valores*. (Lima: Gaceta Jurídica, 2009), p. 73.

⁵⁰ Levy, Pierre. Op. cit., 53.

⁵¹ Específicamente rogación, buena fe registral, prioridad y tracto sucesivo.

⁵² Hernández, Juan. *Representación de acciones mediante anotaciones en cuenta*. En *Ius Et Veritas. Compendio de Mercado de valores*. (Lima: Ediciones legales, 2011), p. 72.

⁵³ Para ampliar sobre los valores desmaterializados, remitirse a González, Ayrton. *Introducción al estudio del Derecho del Mercado de Valores y la desmaterialización de los valores*

1.5. Vehículos de inversión en el mercado de valores

Los principales vehículos de inversión en el mercado de valores son los fideicomisos de titulización, los fondos mutuos y los fondos de inversión. Todos tienen las siguientes características:

- En el Perú, son administrados a través de patrimonios autónomos. Por esa razón, requieren de una gestión externa, realizada por un administrador profesional.
- Con cargo a ellos, el administrador profesional emite valores mobiliarios, sea mediante ofertas públicas o privadas (salvo los fondos mutuos, que no admiten ofertas privadas).

Sobre la titulización de activos, esta implica transferir activos y/o derechos por parte de un sujeto a favor de un patrimonio autónomo, denominado *patrimonio fideicometido*, constituido con la finalidad de respaldar emisiones de valores a nombre del patrimonio por parte de la sociedad que lo gestiona, denominada *sociedad titulizadora*⁵⁴.

La sociedad especializada a la que se hace referencia es denominada *sociedad titulizadora* y es una entidad con autorización de la SMV. Las titulizaciones de activos se administran a través de fideicomisos de titulización.

Bajo regulación nacional, la titulización de activos también se puede realizar a través sociedades de propósito especial, aunque este vehículo de inversión no tiene uso en el Perú a la fecha.

Por otro lado, los fondos mutuos y de inversión captan excedentes de individuos con el fin de invertirlos bajo su cuenta y riesgo. Las utilidades que se generen serán repartidas entre los inversionistas de manera proporcional a sus aportes. La sociedad administradora cobrará comisiones, según lo establecido en su reglamento de participación.

2. Mercado primario y mercado secundario

Las operaciones en el mercado de valores se pueden dividir en dos grupos: las realizadas en el mercado primario y las realizadas en el mercado secundario.

El mercado primario es aquel en donde se realizan las primeras emisiones y colocaciones de valores mobiliarios. Es el segmento del mercado en el que se intercambia dinero de hoy por promesas de dinero futuro representadas en valores mobiliarios⁵⁵.

mobiliarios. En Grupo de Estudios Sociedades. *Los Títulos Valores en el Perú: Títulos Valores y Derecho de Mercado de Valores*. Lima: Editorial Pacífico, 2020.

⁵⁴ Procapitales. Manual de mercado de capitales. Lima: Procapitales, 2011, p. 77.

⁵⁵ Serra, Gerardo. *El mercado de valores en el Perú*. (Lima: Editorial Cuzco, 2002), p.

En el mercado secundario se perfeccionan todas las operaciones posteriores a la primera colocación de valores mobiliarios⁵⁶. El mercado secundario tiene por finalidad desinvertir la compra realizada en el mercado primario y permitir que se actualice la valorización sobre los precios de los valores mobiliarios⁵⁷.

3. Ofertas públicas y ofertas privadas

En el mercado de valores, las transacciones pueden realizarse a través de ofertas públicas o de ofertas privadas, decisión de la que se desprenderá la aplicación o no de la mayoría de las normas del mercado de valores y de “los costos en los que se deberá incurrir, así como en los participantes que intervienen”⁵⁸.

La oferta pública es definida en el inciso a) del artículo 4 de la LMV como “la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios”.

El concepto de *invitación* es definido en el artículo 6 del ROPP y hace referencia a las manifestaciones de voluntad realizadas de forma directa o a través de terceros vinculadas a la colocación de valores mobiliarios; asimismo, el término *adecuadamente difundida* se define en su inciso b).

Las ofertas privadas se definen en la LMV como aquellas que no son públicas, además de otros criterios específicos establecidos en su artículo 5.

Esta distinción es de vital importancia, pues implica la aplicación o no de la LMV y otras normas del mercado de valores, pues como se señala en su artículo 1, esta no aplica a las ofertas privadas, salvo que exista una mención expresa indicando lo contrario.

El mercado de valores, tanto el peruano como el internacional, ha pasado de ser uno de predominancia de las ofertas públicas a uno de ofertas privadas, pues estas son más numerosas tanto en cantidad como en volumen⁵⁹. Ello responde a la sofisticación del mercado de valores a través de los años y, por tanto, al aumento de la participación de inversionistas institucionales.

Se pueden distinguir dos tipos de inversionistas en el mercado de valores: los individuales (más conocidos como inversionistas *retail*) y los institucionales (conocidos también como profesionales en otras legislaciones).

Los inversionistas individuales o *retail* son aquellos que compran valores por cuenta propia. Se les puede denominar así también por la menor magnitud

⁵⁶ *Ibíd.*

⁵⁷ Torres, Miguel. *Op. cit.*, 62.

⁵⁸ Acosta, Manuel. *Emisión de bonos mediante oferta pública*. En Saavedra, Rony. *Tratado de Derecho Mercantil*. (Lima: Jurista Editores, 2019), pp. 634.

⁵⁹ Torres, Narghis. “Contradicciones... *Op. cit.*, 43.

en los montos de sus operaciones y, especialmente, por su (teórica) falta de experiencia. Se asume que estos requieren mayor protección por parte de la SMV como supervisor del mercado de valores⁶⁰.

Los inversionistas institucionales, por el contrario, son aquellos que tienen experiencia y profesionalidad en sus inversiones a nivel de no necesitar, o necesitar en menor medida, la protección por parte del supervisor.

Son considerados como inversionistas institucionales, de acuerdo con el Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales, aquellas personas que son capaces de comprender, gestionar y evaluar los riesgos propios de sus inversiones. A pesar de esta definición aparentemente subjetiva, para calificar como inversionista institucional se deberá cumplir una serie de requisitos objetivos contenidos en el Anexo 1 de la norma, relacionados a los montos de las inversiones y del capital del inversionista.

Teóricamente, el inversionista individual no suele tener el conocimiento necesario para realizar una inversión diversificada y analizar sus riesgos, por lo que suele preferir realizarlas a través de vehículos de inversión colectiva. Esto último se puede demostrar fácilmente al observar que, según datos oficiales de la SMV al 2020, existían aproximadamente 440 mil partícipes en fondos mutuos de inversión en valores y fondos de inversión (vehículos de inversión colectiva calificados como inversionistas institucionales), mientras que solo existían 280 mil inversionistas con valores desmaterializados en el país⁶¹.

La gran presencia de institucionales en nuestro mercado ocasiona que la mayoría de ofertas sean privadas, debido a que para colocar valores entre ellos no es necesario realizar ofertas públicas. Por estas razones, en el mercado peruano predominan las emisiones por oferta privada y las ofertas públicas son la excepción.

Las ofertas públicas pueden ser primarias o secundarias. Las ofertas públicas primarias son reguladas en el ROPP y en la regulación específica de algunos vehículos de inversión (fondos de inversión, fondos mutuos y fideicomisos de titulización). Las ofertas públicas secundarias son la oferta pública de adquisición (OPA), la de compra (OPC), la de intercambio (OPI) y la de venta (OPV).

4. La regulación del mercado de valores y sus principios

El eje de la regulación del mercado de valores es la asunción de que las fuerzas del mercado son insuficientes para alcanzar una asignación eficiente de

⁶⁰ Esta es, evidentemente, una presunción legal. Pueden existir —y existen— inversionistas con la pericia suficiente como para ser considerados como institucionales, pero que no cumplen con los requisitos legales para ser considerados como uno. Ello implicará que no podrán acceder a los mercados que la regulación reserva a estos inversionistas.

⁶¹ Datos brindados por la Superintendencia del Mercado de Valores en los considerandos de la Resolución de Superintendente N° 033-2020-SMV/02.

recursos⁶². La regulación deberá buscar alcanzar un nivel óptimo de eficiencia en el mercado. Algunas de las justificaciones son las siguientes:

4.1. Necesidad de información producto de la separación entre propiedad y gestión

Los bienes negociados en este mercado tienen características especiales que determinan la existencia de necesidades excepcionales de información por parte de quienes invierten en ellos, “en un contexto en el que existe una pronunciada asimetría entre el acceso a la información de éstos y el que tienen los proveedores”⁶³.

La información cobra especial relevancia en la valorización de estos bienes, ya que no son valiosos en sí mismos, pues su valor proviene de los derechos adheridos a ellos. Ello significa que la decisión de inversión o desinversión en un valor requiere información fidedigna sobre asuntos como la condición financiera del emisor, su administración, sus productos, entre otros⁶⁴.

Producto de la separación entre propiedad (por parte de los inversionistas) y gestión (por parte de la administración de la sociedad)⁶⁵, se produce una asimetría de información en la que los administradores poseen un monopolio de la información relevante de la empresa, sobre la que no tienen incentivos naturales para revelar.

Este fenómeno fue denominado como *problema de agencia* y parte de la premisa de que, en cualquier relación económica en la que medien un principal y un subordinado o sujeto que debería estar alineado al interés del principal (denominado *agente*), existe el riesgo constante de que este último actúe de manera oportunista⁶⁶. Esto basándonos en la presunción del análisis económico del derecho de que los sujetos individuales actúan para satisfacer sus necesidades personales⁶⁷.

Con este problema en mente, la finalidad de la regulación sería obligar a los emisores a revelar información al mercado para reducir la asimetría de

⁶² Serra, Gerardo. “La regulación... Op. cit., 39.

⁶³ Payet, José. “Razones... Op. cit., 96.

⁶⁴ Chapman, Colin. *How the Stock Market Works*. (Londres: Century, 1994), citado por Payet, José. “Razones... Op. cit., 96.

⁶⁵ La separación entre propiedad y gestión es inherente a la estructura capitalista de las sociedades anónimas. A pesar de mencionar sus patologías, la existencia de la misma es, en realidad, positiva, pues permite la especialización en la gestión y en la asunción los riesgos. En Fama, Eugene; JENSEN, Michael. “Separation of Ownership and Control”. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI (1983): 301-302.

⁶⁶ Hansmann, Henry; Kraakman, Reinier. *Agency Problems and Legal Strategies*. En Kraakman; Davies; Hansmann; Hertig; Hopt; Kanda; Rock. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and functional approach*. (Oxford: Oxford University Press, 2004), pp. 21-22.

⁶⁷ Escurra, Huáscar. “El ‘superprivilegio’ del crédito laboral vs. El sistema de garantías reales”. *Themis* N° 34, (1996): 142.

información. La regulación debe reducir los costos de recopilación, verificación y valorización de información⁶⁸.

En ausencia de normas de revelación de información, los inversionistas deberán duplicar sus esfuerzos en buscarla; asimismo, encontrar dicha información tendrá una dificultad alta, pues los inversionistas no tienen relación con la gestión de la sociedad. La obligación de revelar información traslada este costo al emisor⁶⁹, el que podrá asumirlo con una facilidad mucho mayor⁷⁰. La regulación también estandariza el formato de presentación de información, lo que también reduce el costo de analizarla por parte del inversionista⁷¹.

4.2. La hipótesis de los mercados eficientes

Según la hipótesis de los mercados eficientes, un mercado será eficiente cuando el precio de los valores refleje íntegramente toda la información disponible⁷².

De acuerdo con FAMA, se puede clasificar a los mercados de valores en tres tipos según su eficiencia: los mercados débiles, en los que solo está disponible la información histórica; los mercados semifuertes, donde está se tiene acceso a información públicamente disponible y los mercados fuertes, en los que los inversionistas tienen acceso a cualquier información relevante para la formación de precios⁷³.

Según ALIAGA, un mercado eficiente tiene las siguientes⁷⁴:

- Libertad: No debe haber barreras de entrada o salida de agentes superavitarios y deficitarios.
- Transparencia: La información requerida para tomar de decisiones debe estar disponible.
- Profundidad: Debe existir una cantidad idónea de inversionistas negociando cantidades considerables de acciones, de forma que no puedan influenciar significativamente sobre la cotización de los valores, siendo esta una importante carencia de nuestro mercado de valores⁷⁵.

⁶⁸ Goshen, Zohar; Parchomovsky, Gideon. "The Essential Role of Securities Regulation". *Duke Law Journal* Vol. 55, N° 55. (febrero de 2006): 737.

⁶⁹ Goshen, Zohar; Parchomovsky, Gideon. Op. cit., 738.

⁷⁰ Aunque no ínfimo ni despreciable, considerando que en el Perú la información financiera anual se presenta auditada.

⁷¹ Goshen, Zohar; Parchomovsky, Gideon. Op. cit., 738.

⁷² Fama, Eugene. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *The Journal of Finance*, Vol. 25, N° 2 (1970): 383.

⁷³ *Ibíd.*

⁷⁴ Aliaga, Jeanette. "Protegiendo la integridad del mercado de valores peruano: Prohibición de prácticas de manipulación de precios". *Ius et veritas* N° 28 (2004): 41.

⁷⁵ Aliaga, Jeanette. Op. cit., 43-44.

- Flexibilidad: La información disponible podrá ser traducida rápidamente en órdenes de compra y venta por parte de los inversionistas.

Bajo esta premisa, una de las finalidades de la regulación es buscar la eficiencia del mercado a través de la revelación de información relevante con respecto a la formación de precios.

4.3. Reducción del riesgo sistémico

El riesgo sistémico supone la caída del mercado como un todo, debido a la influencia del declive de una entidad financiera sobre las demás⁷⁶. Esta transmisión de problemas se produce debido a la alta relación que existe entre todas las entidades que conforman el mercado. El riesgo sistémico tiene dos características que demandan su atención: es de difícil control y es retroalimentado por el propio mercado⁷⁷.

Según IOSCO, de la cual la SMV es miembro, las entidades supervisoras deberán contribuir con la reducción del riesgo sistémico reduciendo el riesgo de quiebra de los intermediarios financieros, reduciendo el impacto de su quiebra —de darse— y aislando el riesgo de la institución quebrada, evitando las pérdidas para sus clientes, contrapartes y daños sistémicos⁷⁸.

De acuerdo con IOSCO, las intervenciones del regulador para mitigar el riesgo sistémico se pueden reunir en cinco grupos⁷⁹:

- Transparencia y revelación: Es responsabilidad del regulador de asegurar un nivel apropiado de transparencia.
- Vigilancia de conductas: Se vigilarán, principalmente, la calificación de los participantes del mercado y el manejo de conflictos de interés.
- Requerimientos organizacionales, prudenciales y de gobierno corporativo: Los que proveerán a los participantes del mercado incentivos para manejar los riesgos que puedan tener impacto sistémico y de internalizar externalidades. Esto incluye regulaciones sobre gestión de riesgos (*risk management*), cumplimiento normativo (*compliance*) y gobierno corporativo.
- Prevención de transmisión de riesgos: A través de regulación de transacciones, del riesgo liquidez y del de contraparte.
- Poderes de emergencia: En el caso de disrupciones en el mercado, el regulador debe tener las potestades de emergencia para suspender o

⁷⁶ Torres, Narghis. *Alineando intereses: Nuevos paradigmas, riesgo sistémico y conflictos de interés en la regulación financiera y del mercado de valores*. En *Ius Et Veritas. Compendio de Mercado de valores*. (Lima: Ediciones legales, 2011), p. 460.

⁷⁷ Torres, Narghis. *Alineando intereses...* Op. cit., 461.

⁷⁸ International Organization of Securities Commissions. *Objectives and Principles of Securities Regulation*. (Madrid: Edición del autor, 2017), pp. 6-7.

⁷⁹ International Organization of Securities Commissions. *Mitigating Systemic Risk A Role for Securities Regulators*. (Madrid: Edición del autor, 2011), pp. 39-60.

interrumpir actividades de ciertos valores o para restringir temporalmente ciertas actividades.

Según ROCCA, la SMV adoptó, con la creación de la Superintendencia Adjunta de Riesgos en el 2014, una supervisión con un enfoque basado en riesgos, adicional a la supervisión de otros aspectos⁸⁰.

4.4. Los principios del mercado de valores

Con respecto a los principios del mercado de valores, no hay discusión en establecer que son; al menos, tres: el principio de transparencia, el de integridad y el de protección al inversionista.

La regulación debe asegurar que se realice un intercambio de información eficiente para que aquellos que inviertan puedan evaluar los riesgos de sus inversiones (principio de transparencia) y debe evitar la realización de prácticas fraudulentas que afecten la formación de precios (principio de integridad). También se considera que la regulación debe proteger al inversionista, en la medida de que este sea razonable (principio de protección al inversionista).

4.4.1. El principio de transparencia

El principio de transparencia es reconocido en el primer artículo de la LMV y tratado de manera más específica a lo largo de su Título II.

El principio de transparencia tiene la función de permitir la toma de decisiones de inversión.

Con respecto a la transparencia en revelación de información para la toma de decisiones de inversión, las principales obligaciones de revelación de información adquiridas por emisores y entidades por su participación en el mercado son de dos tipos: información eventual e información periódica.

La información eventual tiene esa denominación porque se presenta inmediatamente, sea en el momento en el que el evento ocurra o en el que el emisor lo conozca. Se hace referencia, principalmente, a los hechos de importancia, regulados en el artículo 28 de la LMV.

Con respecto a la información periódica, esta es denominada así porque se presenta en periodos determinados. Se reconoce en el artículo 29 de la LMV, en donde se establece la obligación de presentar información financiera y societaria.

4.4.2. El principio de integridad

El principio de integridad está íntimamente ligado con el de transparencia. Busca evitar la distorsión de la información o su uso ilegítimo, pues estas impiden la correcta formación de precios de los valores mobiliarios.

⁸⁰ Rocca, Lilian. *El mercado de valores en fácil*. (Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, 2019), p. 34.

Debido a esta relación, el principio de integridad es reconocido en la LMV como parte de la regulación del principio de transparencia, en su artículo 12.

Sin intención de comentar todos los supuestos contenidos en la norma, se destaca que una de las principales prácticas que vulneran al principio de integridad es la manipulación de precios; es decir, el “uso de mecanismos, técnicas y acciones, para elevar, mantener o deprimir artificialmente la cotización de un valor”⁸¹, a través, justamente, de las acciones prohibidas en los literales del citado artículo.

Otra práctica patológica es la negociación de valores utilizando información privilegiada, conocida como *insider trading*⁸².

De acuerdo con el artículo 43 de la LMV, aquellos que posean información que califique como privilegiada tienen prohibido: i) transmitir dicha información antes de que se revele públicamente al mercado; ii) aconsejar que se realicen operaciones con dichos valores; y, iii) utilizar indebidamente y valerse de dicha información, sea de forma directa o indirecta o el beneficio sea propio o de terceros.

4.4.3. El principio de protección al inversionista

El principio de protección al inversionista es reconocido en la LMV en su primer artículo.

Se afirma que la protección al inversionista se manifiesta en dos frentes: la protección al inversionista como medio para aumentar la confianza del mercado y la protección al inversionista en sí misma⁸³. Ambas líneas deben considerarse por igual, pues el perjuicio que sufren los inversionistas de forma conjunta o individual afecta también a la eficiencia general del mercado⁸⁴.

El estándar para la interpretación de este principio es el del inversionista razonable. Entiéndase este como una derivación del precepto del hombre razonable que sirve para evaluar de forma objetiva la conducta humana⁸⁵.

Aquí resulta necesario dividir dicho estándar en dos supuestos: el de los inversionistas razonables individuales (o *retail*) y el de los inversionistas institucionales, siendo estos últimos más sofisticados, por lo que no requieren protección.

⁸¹ Payet, José. *El Mercado de valores...* Op. cit., 561.

⁸² Payet, José. *El Mercado de valores...* Op. cit., 558-599.

⁸³ Serra, Gerardo. “La regulación...” Op. cit., 39.

⁸⁴ Serra, Gerardo. “La regulación...” Op. cit., 40.

⁸⁵ Torres, Narghis. “Regulando por estándares...” Op. cit., 263.

5. Marco legal del mercado de valores peruano

Nuestro mercado tiene una regulación dispersa a través de diversas leyes y reglamentos. La principal es la LMV, pero también es importante tener en cuenta a la LGS, en especial sus disposiciones sobre emisiones de obligaciones y sociedades anónimas abiertas, y a la LTV, en el caso de su regulación sobre valores mobiliarios.

Además de la regulación general de nuestro mercado y sus principios, en la LMV se establece la regulación general de casi todas sus instituciones, como las ofertas públicas, la intermediación financiera, los fondos mutuos, las titulizaciones, entre otros. Fuera de la LMV, los fondos de inversión se regulan en la LFI.

Todas estas instituciones tienen una regulación reglamentaria más específica. La LFI es complementada por el Reglamento de Fondos de Inversión y sus sociedades administradoras (Resolución de Superintendencia N° 029-2014), la titulización de activos regulada en la LMV también se regula en el “Reglamento de los procesos de titulización de activos” (Resolución Conasev N° 01-1997). Esta fórmula se repite con todas las materias reguladas en la LMV.

También existen diversas normas que modifican o complementan esta regulación, como la Ley N° 30050 o Ley N° 29720-2011 y reglamentos que no hacen referencia a instituciones reguladas en normas con rango de ley, como la Resolución Conasev N° 107-2010-EF-94.01.1.

5.1. La Ley del Mercado de Valores

La LMV consta de 16 títulos, dentro de los cuales se regulan los principios e instituciones del mercado de valores dentro del ámbito de esta.

Se establece que la ley comprende solo a las ofertas públicas de valores mobiliarios, a sus emisores, los valores mobiliarios y a todos los participantes del mercado de valores.

En el artículo 9 se señalan como normas supletorias de la LMV a la LGS, al Código de Comercio, a la LTV, a los usos bursátiles y mercantiles nacionales o internacionales, a las normas generales de procedimientos administrativos, a la Ley General del Sistema Financiero, al Código Civil, al Código Procesal Civil y al Código Penal.

A lo largo de la ley se regulan las principales instituciones del mercado de valores, como lo son la intermediación financiera, las bolsas de valores, la titulización de activos, entre otras.

5.2. Otras leyes y reglamentos

Una de las pocas instituciones que se regulan fuera de la LMV son los fondos de inversión, regulados en la LFI, que se debe complementar con su reglamento.

Es usual que se agreguen nuevas disposiciones normativas dentro de leyes separadas. Así, la publicidad de instrumentos financieros por parte de

entidades no reguladas por la SMV o por la SBS es regulada por la Ley N° 30050, que también creó el mercado de inversionistas institucionales.

La Ley N° 29720, introdujo normas sobre aumentos de capital por oferta pública y emisiones de obligaciones por oferta pública y privada. Esta norma es de especial importancia porque establece excepciones a los límites de emisión del artículo 305 de la LGS, así como un régimen especial de responsabilidad de los directores en el ámbito del mercado de valores.

Como ya se mencionó, todas las instituciones tienen una regulación reglamentaria, como los hechos de importancia (Resolución de Superintendencia N° 05-2014) o las ofertas públicas primarias (reguladas en el ROPP).

Existen también normas que regulan a todas las entidades reguladas por la SMV (Resolución SMV N° 039-2016-SMV/01) o a las sanciones a las que estas podrían estar sometidas sin cometen alguna infracción (Resolución de Superintendencia N° 035-2018-SMV/01).

6. La Superintendencia del Mercado de Valores

La SMV es el ente encargado de la regulación y supervisión del mercado de valores peruano. Sus funciones son establecidas en el artículo 1 de la Ley Orgánica de la SMV.

Mediante Decreto Ley N° 26126 se aprobó su TUO, posteriormente modificado en el 2011, mediante Ley N° 29782, en la que se renombra a la Conasev como Superintendencia del Mercado de Valores. Según el primer artículo de dicha ley, cualquier referencia a la Conasev se deberá entender como realizada a la SMV, lo que deberá tenerse en cuenta a la hora de interpretar toda norma anterior a dicha ley.

La regulación de las competencias y organización de la SMV se encuentra en su Ley Orgánica y en su reglamento de organizaciones y funciones (Resolución de Superintendente N° 134-2016-SMV/02).

CAPÍTULO II: LOS FONDOS DE INVERSIÓN

1. Conceptos previos

Los fondos de inversión son vehículos de inversión colectiva. Su función es captar fondos de una colectividad de inversionistas e invertirlos bajo cuenta y riesgo de estos. Las utilidades que se generen por parte del fondo serán distribuidas entre sus inversionistas de manera proporcional a sus aportes.

De forma previa a desarrollar las características de los fondos de inversión, resulta necesario presentar dos conceptos: el de inversiones y el de patrimonios autónomos.

1.1. Las inversiones

En el campo de las finanzas y las inversiones se tiene como objetos de análisis a los agentes superavitarios y a los deficitarios, de forma similar al estudio entre acreedores y deudores en el derecho privado.

Los agentes deficitarios son aquellos que se encuentran en déficit, fenómeno producido cuando sus ingresos son inferiores a sus gastos, razón por la cual necesitan recibir nuevos fondos. Por este motivo, recurren a agentes superavitarios, quienes se encuentran en el fenómeno contrario: el superávit, que implica que sus ingresos son mayores que sus gastos⁸⁶. Los agentes superavitarios realizan inversiones en agentes deficitarios buscando obtener rendimientos en el futuro.

Las inversiones consisten en destinar fondos en el presente para obtener rendimientos en el futuro⁸⁷. Este rendimiento nunca es seguro al cien por ciento, por lo que suponen lo que se conoce como *riesgo*, definido como la probabilidad de obtener un retorno de inversión diferente al calculado⁸⁸. Este retorno se denomina *rentabilidad*.

El riesgo no necesariamente tiene una acepción negativa, pues recibir una rentabilidad distinta de la esperada podría significar una pérdida, pero también un resultado beneficioso. En ese sentido, DAMODARAN considera que el riesgo como el enlace entre el peligro y la oportunidad⁸⁹.

⁸⁶ López-Aliaga, Rafael; Souza, Lorenzo. Op. cit., 110.

⁸⁷ Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan. Op. cit., 1.

⁸⁸ Tong, Jesús. *Finanzas empresariales: la decisión de inversión*. (Lima: Universidad del Pacífico, 2018), p. 321.

⁸⁹ Damodaran, Aswath. *Strategic risk taking*. (Pensilvania: Wharton School Publishing, 2008), p. 5.

Potencialmente, mientras mayor sea el riesgo, mayor será la rentabilidad⁹⁰. De existir la opción de efectuar más de una inversión con similar rentabilidad potencial, la racionalidad económica exhorta a seleccionar la de menos riesgo. En ese camino, una inversión de alto riesgo solamente es interesante para los inversionistas si supone una rentabilidad potencial coherente con su nivel de riesgo.

Cuando existe la posibilidad de realizar más de una inversión, se introduce el concepto de *diversificación*, bajo la teoría del portafolio. La finalidad de esta teoría es lograr armar una composición de activos que ofrezca una rentabilidad esperada potencialmente mayor, considerando un nivel de riesgo⁹¹.

La aplicación práctica de esta teoría implica realizar inversiones en activos no correlacionados, de forma que una inversión genera pérdidas, estas se vean mitigadas por el potencial éxito o estabilidad de las otras.

1.2. Los patrimonios autónomos

Un patrimonio “representa un conjunto de situaciones jurídicas subjetivas, las cuales conforman en principio una unidad, la cual es reconducida a un sujeto de derecho determinado como su titular”⁹². Se considera; sin embargo, que los patrimonios no solo se pueden ligar a un sujeto determinado, sino también a un fin específico⁹³.

De acuerdo con BREGANTE, un patrimonio autónomo es una unidad de organización desarrollada para cumplir una finalidad específica, formando parte de las relaciones jurídicas existentes entre los miembros que participan en su constitución⁹⁴.

Los patrimonios autónomos son sujetos de derecho. Los sujetos de derecho son aquellos a los que el ordenamiento jurídico otorga derechos y deberes^{95/96}. Por ello, los patrimonios autónomos son susceptibles de tener

⁹⁰ Se considera que “aquellos que desean grandes recompensas deben estar dispuestos a exponerse a riesgos considerables. La relación entre riesgo y retorno es más visible al realizar decisiones de inversión”. Traducción libre de Damodaran, Aswath. Op. cit., 7.

⁹¹ Court, Eduardo; Tarradellas, Joan. *Mercado de capitales*. (México: Pearson Educación, 2010), p. 127.

⁹² Navarrete, Joe. “El patrimonio autónomo como sujeto de derecho”. *Gaceta Civil & Procesal Civil* N° 53 (noviembre de 2017): 136.

⁹³ *Ibíd.*

⁹⁴ Bregante, Javier. “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, disponible en <http://hdl.handle.net/20.500.12404/7858>, p. VI.

⁹⁵ Fernández, Carlos. *Derecho de las personas. Análisis de cada artículo del Libro Primero del Código Civil peruano de 1984*. (Lima: Instituto Pacífico, 2016), p.100.

⁹⁶ Se considera que la categoría de sujeto de derecho siempre está ligada a la persona humana en última instancia. En Espinoza, Juan. *Derecho de las personas. Concebido y personas naturales*. (Lima: Grijley, 2012), p. 3.

derechos, obligaciones y ser titulares de situaciones jurídicas subjetivas⁹⁷, a pesar de no ser personas jurídicas.

Se debe tener en cuenta que los patrimonios autónomos, al no tener personalidad jurídica, requieren de un tercero que ejerza la función de administrador y, por lo general, requerirá de un órgano colegiado para la toma de decisiones sobre sus actividades⁹⁸. Por esta razón, se considera también que los patrimonios autónomos se caracterizan por la separación entre propiedad y gestión⁹⁹.

En el Perú, la única norma que define a los patrimonios autónomos es el Código Procesal Civil, a efectos de determinar su representación procesal. Se establece que existirá un sujeto de derecho cuando una pluralidad de personas tiene derechos o intereses en común sobre un bien, pero sin que se constituya una persona jurídica.

Las normas que regulan a los diferentes tipos de patrimonios autónomos evitan definir este concepto. Se tienen así a los patrimonios autónomos propios del derecho civil (sociedades de gananciales y sucesiones indivisas), a los fideicomisos bancarios¹⁰⁰, a los fideicomisos de titulación de activos¹⁰¹, a los fondos mutuos¹⁰² y a los fondos de inversión¹⁰³.

2. Los fondos de inversión

Los fondos de inversión son vehículos de inversión colectiva cuya función es captar fondos de múltiples inversionistas e invertirlos bajo cuenta y riesgo de estos últimos. Las utilidades que se generen serán repartidas entre sus inversionistas de manera proporcional a sus aportes.

En la regulación peruana, los fondos de inversión se estructuran a través de patrimonios autónomos¹⁰⁴. Al no tener personalidad jurídica, requerirán de

Ello no significa que los patrimonios autónomos deban ser considerados como humanos, sino que parte de su estructura, siempre y sin excepciones, tendrá participación humana, lo cual también se observa en las personas jurídicas.

⁹⁷ Navarrete, Joe. "El patrimonio autónomo como sujeto de derecho". *Gaceta Civil & Procesal Civil* N° 53 (noviembre de 2017): 144-145.

⁹⁸ *Ibíd.*

⁹⁹ Bregante, Javier. *Op. cit.*, p. V.

¹⁰⁰ Regulados en la Ley N° 26702, "Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros".

¹⁰¹ Regulados en el Decreto Legislativo N° 861, "Ley del Mercado de Valores".

¹⁰² Regulados en el Decreto Legislativo N° 861, "Ley del Mercado de Valores".

¹⁰³ Regulados en el Decreto Legislativo N° 862, "Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras".

¹⁰⁴ En otros países pueden estructurarse a través de otros vehículos como sociedades, fideicomisos, contratos de inversión, *limited partnerships*, entre otras alternativas.

una administración externa, realizada por las SAFI¹⁰⁵. Las SAFI ofrecen una gestión sofisticada de los activos aportados al fondo, lo que incluye el diseño de un portafolio (usualmente) diversificado¹⁰⁶ y el acceso a mercados de difícil acceso para los inversionistas no institucionales.

Para la captación de fondos, las SAFI emiten valores mobiliarios (denominados *certificados de participación*) en representación de las cuotas en las que se divide el fondo. Se podrán emitir por oferta pública o privada y aquellos inversionistas que suscriban dichos valores serán denominados *partícipes*.

Los certificados de participación tienen una función idéntica a las acciones, pues brindan a los partícipes la representación de la propiedad de una porción alícuota del patrimonio del fondo y el derecho a votar sobre ciertos aspectos de este a través de sus asambleas de partícipes, aunque de manera mucho más limitada y menos política que en las juntas de accionistas de una sociedad.

Los fondos de inversión son de capital cerrado, lo que implica que su número de cuotas de participación es estable y que sobre estas no es posible realizar un rescate hasta su liquidación, salvo que se genere un derecho de separación¹⁰⁷.

Un rescate es una solicitud del inversionista, realizada al administrador del fondo, para liquidar su inversión y entregarle el dinero invertido, incluidas, de ser el caso, las rentabilidades o las pérdidas¹⁰⁸. El partícipe de un fondo de inversión, en principio, no podrá realizar rescates hasta que el fondo se extinga, lo que no implica que pueda revender sus certificados de participación a través del mercado secundario.

Esto es así porque las inversiones de estos fondos suelen ser a largo plazo y estos no siempre tendrán la liquidez para pagarle a los inversionistas que soliciten su salida del fondo. Ello, en la práctica, también explica por qué los montos mínimos de inversión de los fondos de inversión suelen ser superiores a los de los fondos mutuos, en los que los partícipes pueden solicitar rescates en prácticamente cualquier momento.

¹⁰⁵ Existen otros entes que pueden administrar fondos de inversión, los que serán señalados más adelante.

¹⁰⁶ Si bien lo común es que diversifiquen sus inversiones, no es extraño que existan fondos que se destinen a una única inversión, como es el caso de algunos fondos de *private equity*.

¹⁰⁷ De forma contraria a los fondos mutuos, que son de capital abierto. En Zapata, Katherine et al. "Cómo actúan los fondos de inversión en el mercado peruano?". *Revista de actualidad mercantil* N° 4 (2015): 268.

¹⁰⁸ De acuerdo con GREMILLION, los rescates (*sales, redemptions o liquidations*) "ocurren cuando el partícipe decide convertir sus participaciones en dinero. En ese caso, el agente determina el precio apropiado para la transacción (...)". Traducción libre de Gremillion, Lee. *Mutual Fund Industry Handbook*. (Boston: Boston Institute of Finance, 2005), p. 237.

3. La regulación de los fondos de inversión

3.1. Regulación general

En el artículo 1 de la LFI se define el concepto legal de fondo de inversión. En este, se reúnen las características observadas en el punto anterior. Son patrimonios autónomos conformados por aportes de una colectividad de partícipes, son administrados por una entidad especializada para tal fin y no se limitan sus inversiones a valores mobiliarios, sino también a “demás activos”; asimismo, en sus artículos 2 y 3 se reúnen las demás características explicadas: su patrimonio es de capital cerrado y es dividido en cuotas que se representan en certificados de participación.

Los fondos se crean mediante reglamentos de participación (con una función similar al pacto social y estatuto de una sociedad), cuyo contenido básico se regula en el artículo 9 de la LFI.

En estas normas se exige que las SAFI tengan un comité de inversión por cada fondo, que estará a cargo de sus decisiones de inversión; asimismo, los fondos de oferta pública bajo el régimen general tendrán obligatoriamente un comité de vigilancia, que se encargará del cumplimiento por parte del fondo de la regulación que le corresponde y de lo dispuesto en su reglamento interno.

De acuerdo con el artículo 29 del RFI, los Fondos públicos podrán inscribirse de acuerdo con dos regímenes distintos: el régimen general y el simplificado, este último caracterizado por ser dirigido exclusivamente a inversionistas institucionales, entre otras alternativas brindadas por la norma.

A los fondos inscritos en el RPMV bajo el régimen general se les aplicará plenamente el RFI, mientras que a aquellos inscritos bajo el régimen simplificado tendrán facilidades normativas, detalladas entre los artículos 121 y 128 del RFI. Estos deberán indicar que son del régimen simplificado y que están dirigidos a los inversionistas detallados en el literal b) del artículo 29 del RFI.

A los fondos de oferta privada, en principio, no les será de aplicación el RFI, salvo que se establezca expresamente en la norma, aunque deberán cumplir con las características establecidas en el Subcapítulo I del Capítulo I de la LFI, en el que se establecen las normas generales aplicables a todos los fondos de inversión.

También existe la posibilidad de que sociedades no autorizadas por la SMV administren Fondos privados, las cuales serán denominadas como *sociedades gestoras*, según se detalla en la Tercera Disposición Complementaria Final del RFI¹⁰⁹.

Como se observa, tanto la LFI como el RFI contienen regulación casi exclusivamente dedicada a los fondos de oferta pública. Esto, lejos de ser algo negativo, esta es una de las razones por las que los Fondos privados tienen tanta flexibilidad (y, por lo tanto, mayor atractivo tanto para los agentes superavitarios como para los deficitarios).

¹⁰⁹ Dicho artículo se comentará más adelante en este capítulo.

Las SAFI son entidades autorizadas y supervisadas por la SMV. Tienen permitido gestionar Fondos públicos y de oferta privada. Las sociedades administradoras de fondos (en adelante, las SAF), pueden administrar fondos de inversión y fondos mutuos. Adicionalmente, se admite que entes no autorizados por la SMV administren Fondos privados, a las que se les denomina *sociedades gestoras*. Teniendo esto en cuenta, los regímenes de fondos de inversión son:

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

3.2. Formalidades de *constitución*

Ni en la LFI ni el RFI se hace referencia a la *constitución* o al *acto constitutivo* de fondos de inversión, como se realiza, por ejemplo, en la LGS o en el Código Civil para las personas jurídicas allí reguladas.

Podría pensarse que ello es por la naturaleza de patrimonios autónomos de los fondos de inversión, pero esa idea desaparece en el momento de revisar la regulación de fideicomisos de titulización, también patrimonios autónomos, donde se establece que estos patrimonios autónomos tienen un acto constitutivo, cuya formalidad es la escritura pública.

Si bien ni la ley ni el reglamento tienen exposición de motivos, se puede presumir que se prescinde del término *constitución* para eliminar la referencia a las típicas formalidades de creación de las personas jurídicas: la elevación a escritura pública y su posterior inscripción en Registros Públicos.

Ello es porque la formalidad de constitución de los fondos de inversión no es otra que la suscripción de su reglamento de participación (antes denominado reglamento interno), el equivalente a lo que, para una persona jurídica, sería su estatuto. En el artículo 9 de la LFI se establece el contenido mínimo de los reglamentos de participación.

Fuera de otras formalidades establecidas a lo largo de la LFI y el RFI, estos vendrían a ser los únicos requisitos para *crear* (o *constituir*) fondos de inversión. Inclusive, al notar que no se realiza ninguna referencia a las partes que deben suscribir el reglamento de participación, se termina de entender su naturaleza: se crean por voluntad unipersonal de la sociedad administradora.

Esta falta de norma expresa en la que se precise la forma exacta en la cual se crean los fondos de inversión parece haber llevado a confusión a algunas sociedades administradoras. Tal es así que, mediante Resolución del Superintendente Nacional de los Registros Públicos N° 024-2021-SUNARP/SN, se modificó el Reglamento del Registro de Sociedades (en adelante, el RRS), para prohibir expresamente la inscripción de acuerdos de fondos, como la elección de su sociedad administradora.

En los considerandos de la norma se señaló que, a pesar de no estar contemplados en el RRS, se presentan solicitudes de inscripción de acuerdos de fondos de inversión, incluyendo el nombramiento de su sociedad administradora.

Los registradores públicos no tenían otra opción de que tachar dichas solicitudes. Esta modificación normativa solo tendría la finalidad de facilitar dichas tachas.

A pesar de cualquier confusión que pueda nacer de la falta de claridad de la norma, se considera como positiva la eliminación de requisitos que claramente no ofrecen ningún tipo de beneficio a estos vehículos de inversión.

En el caso de que el fondo de inversión sea estructurado por oferta pública, este deberá ser inscrito en el RMPV previo a poder iniciar actividades. Para estos efectos, según el artículo 23 de la LFI, deberá presentar a la SMV su reglamento de participación y el modelo del contrato entre la sociedad administradora y sus futuros partícipes.

3.3. Organización interna y toma de acuerdos

Según lo indicado, los fondos de inversión tienen una organización interna parecida a la que tendría una sociedad anónima. El órgano de decisión vendría a ser la asamblea de partícipes, mientras que el de administración, el comité de inversiones. Se agrega un órgano de fiscalización, que vendría a ser el comité de vigilancia, obligatorio en los Fondos públicos bajo el régimen general.

La asamblea de partícipes es regulada en el artículo 11 de la LFI. Se regula a la asamblea ordinaria (la que se celebra anualmente y en donde se aprueban los estados financieros, se elige o mueve a los miembros del comité de vigilancia y otros asuntos que se señalen en la convocatoria) y la asamblea extraordinaria (a celebrarse cuando sea necesario para el fondo).

El comité de inversiones es regulado en el artículo 15 de la LFI, en el que se establece que se debe contar con uno para la administración de cada fondo. Este deberá ser conformado por, al menos, tres personas naturales. El comité de inversiones podrá ser nombrado por la sociedad administradora o, de ser el caso, por el gestor externo. Como se deduce rápidamente de su nombre, el comité de inversiones se encarga de las decisiones de inversión.

Por último, el comité de vigilancia se regula en el artículo 33 de la LFI, en el que se establece que estos se conforman de entre tres y seis personas. Al igual que con el comité de inversiones, un mismo comité de vigilancia puede desempeñarse en más de un fondo.

Las funciones del comité de vigilancia son de fiscalización: verifican el cumplimiento de la regulación, del reglamento de participación y de los términos de la colocación, entre otras funciones.

Una de las particularidades del comité de vigilancia es que es propio de los Fondos públicos del régimen general. Para el caso de los fondos de inversión de oferta pública del régimen simplificado y los Fondos privados, su creación será opcional.

3.4. Tipologías de fondos de inversión y regulación de inversiones

En la regulación de fondos de inversión no se encuentra una tipología para los mismos, como sí se realiza en la regulación de fondos mutuos. Ello no

significa que en el mercado no se hayan clasificado a los fondos de inversión según las inversiones que realicen.

Lo primero que hay que tener en cuenta es que en el artículo 27 de la LFI se contiene la lista de inversiones permitidas para todos los Fondos públicos, incluyendo a los inscritos bajo el régimen simplificado.

Si bien esta lista es amplia, no es ni mucho menos de número abierto, lo que podría implicar que los fondos de inversión no tengan la posibilidad de invertir en determinados activos.

NAVARRETE cuestiona la existencia del régimen de inversiones permitidas bajo los siguientes argumentos, que esta tesis suscribe plenamente: a) estas limitaciones no son reguladas para otros vehículos de inversión (por ejemplo, a las sociedades emisoras de valores no se les pide tener un determinado tipo de objeto social); b) la estructura legal del fondo de inversión es menos riesgosa que otras figuras jurídicas que no tienen este régimen, esto debido a su estructura de patrimonio autónomo de dedicación exclusiva a sus inversiones; y, c) la sustitución de activos puede ser manejada, debido a que los fondos de inversión deben seguir las políticas de inversión contenidas en sus reglamentos de participación¹¹⁰.

El incumplimiento de la regulación de inversiones permitidas da lugar a lo que se conoce como *exceso de inversión*. Un fondo de inversión se encuentra en situación de exceso de inversión cuando, voluntariamente o no, invierte en activos que cumplan las características establecidas en la LFI. Estos son regulados en su artículo 24 y pueden ser atribuibles o no a la sociedad administradora.

El supuesto de los excesos atribuibles es bastante sencillo de entender: sucede cuando se realizan inversiones no permitidas por el artículo 27 de la LFI y su artículo interpretativo (79 del RFI). Es el supuesto de los excesos no atribuibles el que puede generar dudas. ¿Cómo un fondo de inversión, administrado por profesionales de las inversiones, puede invertir en un activo prohibido sin que la sociedad administradora sea la responsable?

Para responder esta pregunta hay que entender que se puede realizar una inversión en un activo que puede ser permitido por la ley en el momento de realizarla, pero que a lo largo del tiempo pueda perder las características que requería para ser permitido.

Esto puede quedar más claro con un ejemplo real que sucedió en el 2020 en el mercado de fondos mutuos. En el Anexo I del RFM, sobre las condiciones para inversión en activos extranjeros, se establecía que no se podían realizar inversiones en países que se encuentren en el listado de la Unión Europea de países y territorios que no cooperan para efectos fiscales.

¹¹⁰ Navarrete, Joe. "Régimen de inversiones en fondos de inversión públicos". *Capitales* año 13, N° 148 (noviembre de 2020): 17-19.

El 18 de febrero se hizo público que la Unión Europea había publicado su nueva lista de países y territorios no cooperadores, dentro de la cual incluyó a cuatro nuevos países: Islas Caimán, Palaos, Panamá y Seychelles¹¹¹.

En los días siguientes, las sociedades administradoras con inversiones en esos países tuvieron que comunicar vía hechos de importancia los excesos de inversión no atribuibles en los que habían incurrido, con el compromiso de subsanarlos en el plazo permitido por ley¹¹². Aunque no existe un ejemplo de este calibre para los fondos de inversión, la lógica es exactamente la misma.

Regresando con las tipologías, tomando en cuenta que la LFI y el RFI no clasifican a los fondos de inversión, estos se estructuran libremente en el mercado, aunque dentro de las limitaciones previamente indicadas, en el caso de los Fondos públicos. De manera figurativa, se propone la siguiente clasificación de fondos de inversión, independientemente de si se estructuran por oferta pública o privada:

3.4.1. Fondos de inversión en valores mobiliarios

Estos son aquellos fondos de inversión cuyo portafolio está compuesto por inversiones en valores mobiliarios, sean de renta fija o variable.

Los fondos de renta fija son aquellos cuya cartera de inversiones está compuesta, mayoritaria o completamente, de instrumentos financieros de renta fija de corto, mediano o largo plazo. Estos fondos pueden invertir en bonos, papeles comerciales, letras del tesoro o cualquier instrumento financiero de características similares.

Si bien el riesgo del fondo dependerá más de las inversiones en específico que realice (riesgo de la empresa, vehículo o Estado en el que se invierta) que del tipo de activo elegido (renta fija, renta variable u otros), se suele considerar que los fondos de renta fija son los menos riesgosos¹¹³.

Los fondos de renta variable son aquellos cuya cartera de inversiones está compuesta, mayoritaria o completamente, de instrumentos financieros de renta variable. Se excluyen de esta tipología a los fondos que realizan inversiones en acciones de sociedades no cotizadas en alguna bolsa de valores, pues estos entran en la tipología de fondos de inversión en *private equity* o *venture capital*.

Los fondos de inversión en valores mobiliarios también se denominan “tradicionales”, categoría en la que también entran los fondos de inversión en depósitos.

¹¹¹ Comisión Europea. Equidad tributaria: la UE publica la lista de países y territorios no cooperadores en materia fiscal.
https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_20_262

¹¹² Como puede comprobarse buscando los hechos de importancia sobre excesos de inversión de SAFM durante ese periodo.

¹¹³ CFA Institute. *Debt Securities*. En *CFA Institute Investment Foundations Program*. Estados Unidos de América: CFA Institute, 2018, p. 295

3.4.2. Fondos de inversión alternativos

Dentro de esta categoría encontramos a los fondos en *private equity*, en *venture capital*, en *real estate* y a cualquier fondo que invierta en activos considerados como *alternativos*. Suelen ser inversiones más sofisticadas y de un mayor nivel de riesgo.

Los fondos de *private equity* (capital privado) invierten en acciones de sociedades que no tengan acciones listadas en bolsa. Estos fondos suelen identificar oportunidades de inversión en sociedades consolidadas, con gran potencial de crecimiento, por lo que buscan obtener una participación en estas durante el mediano plazo, participar en su desarrollo y finalmente cerrar la operación con una venta¹¹⁴.

La finalidad de estos fondos es crear valor en la sociedad adquirida para luego vender su participación en la misma a un precio mayor. La venta puede realizarse de forma privada a compradores estratégicos o compradores financieros o de forma pública a través del mercado de valores.

Según HERNÁNDEZ, la finalidad de todo fondo de *private equity* es ser temporal y obtener una gran rentabilidad¹¹⁵. Cabe mencionar que las mayores operaciones de fusiones y adquisiciones de la historia del Perú se han realizado a través de estos fondos¹¹⁶.

Los fondos en *venture capital* pueden ser considerados como una clase de fondos de *private equity*. Se concentran en buscar oportunidades de inversión en empresas en etapas iniciales o de expansión, para luego otorgarles los fondos que necesitan para realizar su actividad empresarial, siempre buscando un porcentaje de participación en la sociedad a cambio¹¹⁷.

Según CUMMING y JOHAN, “los términos *venture capital* y *private equity* difieren principalmente respecto a la etapa de desarrollo de la empresa en la que se invierte. *Venture capital* se refiere a inversiones en empresas en etapa inicial (semilla o arranque), mientras que *private equity* es un término más amplio que también abarca inversiones de etapa más tardía”¹¹⁸.

¹¹⁴ Espinosa, Liliana; Trelles, Oscar. *Desinversiones por fondos de inversión o private equity*. En *Fusiones & Adquisiciones*. (Lima: Instituto Pacífico, 2015), p. 22.

¹¹⁵ Hernández, Juan; Escribens, Jaime. “*Private equity* y *buyouts* (MBO y LBO): análisis de ciertas estructuras bajo el derecho societario y tributario peruano”. *Derecho PUCP* N° 60 (2007): 283.

¹¹⁶ Redacción EC. “Enfoca cierra nuevo acuerdo por US\$950 millones”. *El Comercio*. Accesado el 27 de mayo de 2020. <https://elcomercio.pe/economia/peru/enfoca-cierra-nuevo-fondo-privado-us-950-millones-noticia-488675>.

¹¹⁷ De la Puente, Sebastian. *Negociando una inversión de Venture Capital: Algunas consideraciones respecto del control del emprendimiento*. Ius 360. Accesado el 21 de julio de 2020. <https://ius360.com/columnas/negociando-una-inversion-de-venture-capital-algunas-consideraciones-respecto-del-control-del-emprendimiento/>.

¹¹⁸ Cumming, Douglas; Johan, Sofia. *Venture Capital and Private Equity Contracting*. (Estados Unidos de América: Elsevier, 2009), p. 5.

Los fondos en *real estate* (bienes raíces), internacionalmente conocidos como REIT (*Real Estate Investment Trust*) son aquellos que invierten los aportes de sus partícipes en actividades inmobiliarias¹¹⁹. Se pueden incluir a los fondos de inversión en renta de bienes inmuebles (en adelante, FIRBI), pero también a cualquier otro fondo de oferta pública o privada que realice inversiones inmobiliarias. A diferencia de los otros tipos de fondos mencionados, los FIRBI sí están regulados expresamente en el RFI.

Los *hedgde funds* (fondos de cobertura) son Fondos privados que realizan sus inversiones en activos poco correlacionados con el resto del mercado¹²⁰. Se denominan como *fondos de cobertura* porque son especialmente útiles para diversificar los portafolios de sus inversionistas¹²¹. Los *hedgde funds* suelen utilizar técnicas de inversión de alto nivel de sofisticación y alto riesgo, se apalancan, realizan operaciones en corto y utilizan de opciones¹²².

No hay consenso sobre el alcance de qué es un *hedgde fund*¹²³. En general, se suele denominar como *hedgde fund* a cualquier fondo que no sea regulado (en Perú, de oferta privada), que utilice un alto *ratio* de deuda (*leverage*) para mantener posiciones en largo o en corto en exceso de su capital¹²⁴, que cobre comisiones de incentivo (conocidas también como de éxito)¹²⁵ y que bloquee los rescates (*lockup commitments*), debido a que sus inversiones son a largo plazo¹²⁶.

De acuerdo con ORDOWER, bajo la regulación de la *Investment Company Act* de 1940 de los EE. UU., se considera como *hedgde fund* a cualquier fondo de inversión que, por las características de sus inversionistas y la cantidad de estos, está exento de ser registrado como *investment company* (equivalente a los

¹¹⁹ Aunque el término actividades inmobiliarias se suele limitar a viviendas y edificios, también es posible que inviertan en centros comerciales, vallas publicitarias o megaproyectos, como torres telefónicas, líneas eléctricas, de gas, entre otros. En Krewson-Kelly, Stephanie; Thomas, Brad. *The Intelligent REIT Investor: How to Build Wealth with Real Estate Investment Trusts*. (Nueva Jersey: Wiley, 2016), p. 7.

¹²⁰ Según MCCRARY, un *hedgde fund* “es un fondo no regulado que cobra honorarios de incentivo y usualmente busca generar retornos que no están correlacionados con el mercado de acciones y bonos”. Traducción libre de McCrary, Stuart. *Hedgde fund course*. (New Jersey: Wiley, 2005), p. 1.

¹²¹ Se suelen considerar como razones para invertir en un *hedgde fund* incrementar el retorno, reducir riesgos y aumentar la diversificación. En McCrary, Stuart. *Hedgde fund course*. (New Jersey: Wiley, 2005), p. 11-13.

¹²² Rebaza Torres, Alberto. Op. cit., 102.

¹²³ McCrary, Stuart. *Hedgde fund course*. (New Jersey: Wiley, 2005), p. 20.

¹²⁴ McCrary, Stuart. Op. cit., 2.

¹²⁵ McCrary, Stuart. Op. cit., 3.

¹²⁶ McCrary, Stuart. Op. cit., 3.

Fondos públicos en Perú)¹²⁷. Es decir, se asemeja el concepto de *hedge fund* al de fondo de inversión de oferta privada.

Otros ejemplos de fondos alternativos son los de *third party funding* (fondos de inversión que financian a una de las partes de un arbitraje a cambio de un porcentaje del monto ganado, bajo riesgo de perder toda la inversión de perder el caso), los de *third party ownership* (fondos de inversión en pases y derechos económicos de futbolistas)¹²⁸ y los *commodity pools* (fondos de inversión en *commodities*, futuros y opciones)¹²⁹.

4. Las sociedades administradoras de fondos de inversión

Aquellas sociedades que pretendan administrar Fondos públicos deberán obtener autorización de organización y funcionamiento como SAFI.

A efectos de poder organizar una entidad que requiere supervisión de la SMV, los accionistas de la sociedad deberán presentar ante esta una solicitud de organización. La autorización de organización brinda a la sociedad el plazo de un año para presentar una solicitud de funcionamiento, plazo durante el que deberán cumplir con todos los requisitos que exija la normativa especial de la entidad a organizar.

En el caso de las SAFI, la autorización de funcionamiento está regulada entre los artículos 18 y 24 del RFI. La obtención de dicha autorización supone la inscripción de la SAFI en el RPMV.

La autorización es de vigencia indefinida; sin embargo, según el artículo 21 del RFI, esta podrá ser suspendida o revocada en los casos previstos en el reglamento. Uno de estos casos se encuentra en el mismo artículo: no contar con un fondo de inversión público operativo durante el plazo de 18 meses, contados desde el día siguiente de la obtención de la autorización de funcionamiento.

Las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos (SAFM) que quieran administrar, también, fondos de inversión, deberán cumplir con el RFI y pasarán a denominarse Sociedades Administradoras de Fondos (SAF). Si bien, en principio, las SAF deberían cumplir con los requisitos prudenciales de ambas normas (RFM y RFI), en la práctica los requisitos del RFM son mayores, por lo que estos últimos serán los de aplicación.

¹²⁷ Para ampliar, Ordower, Henry. "The Regulation of Private Equity, Hedge Funds, and State Funds". *Saint Louis University School of Law Legal Studies Research Paper Series N° 22* (2010): 295.

¹²⁸ Según BAER-HOFFMANN, el *third party ownership* se da cuando un club necesita dinero para adquirir nuevos futbolistas u otros proyectos y un tercer agente (usualmente, un fondo de inversión) le provee dicho dinero a cambio de una parte o de todos los honorarios que el club recibirá en el futuro en caso de volver a transferir al jugador. En Baer-Hoffmann, Jonas. "Third-party ownership of football players: human beings or traded assets?". Transparency International. Accedido el 23 de julio de 2020. https://www.transparency.org/files/content/feature/2.5_Third-partyOwnershipOfPlayers_Baer-Hoffmann_GCRSport.pdf

¹²⁹ McCrary, Stuart. Op. cit., 7.

Las SAFI deberán contar con un capital social de S/750,000.00, cifra que deberá actualizarse anualmente con base al Índice de Precios al por Mayor de Lima Metropolitana, de acuerdo con la segunda disposición final LFI). Al 2023, la cifra de capital mínimo para las SAFI actualizada es de S/1'849,310.76

Si bien los Fondos privados no se inscriben en el RPMV, las SAFI deberán comunicar a la SMV, respecto de cada fondo privado que administren, el monto de su patrimonio y su número de partícipes.

5. Las sociedades gestoras

En el artículo 12 de la LFI se establece que las sociedades no autorizadas por la SMV y cuya finalidad no sea administrar Fondos públicos deberán difundir a sus destinatarios que la SMV no supervisa sus ofertas.

En la tercera disposición complementaria final del RFI se denomina a estas sociedades como *sociedades gestoras*.

De acuerdo con NAVARRETE, estas son vehículos de inversión que no se encuentran supervisados por la SMV, que solo tienen permitido gestionar o administradas Fondos privados, que tienen las siguientes características¹³⁰:

- Son un vehículo no supervisado: En la medida de que no son supervisados por la SMV, como se establece en los artículos citados previamente.
- Reserva de denominación: Las sociedades gestoras tienen prohibido utilizar la denominación propia de las SAFI en sus denominaciones sociales, lo que se desprende del artículo 129 del RFI.
- Subjetividad jurídica y autonomía patrimonial de los fondos administrados: El hecho de estar administrado por una sociedad gestora no influye en la autonomía patrimonial ni en la calidad de sujeto de derecho del fondo de inversión.

La principal desventaja de las sociedades gestoras es su difícil acceso al fondeo por parte del principal inversionista institucional del país (las Administradoras de Fondos de Pensiones o AFP) y su imposibilidad de acceder al de los otros dos (empresas de seguros y fondos mutuos). Esto es debido a que los Fondos privados administrados por sociedades gestoras están *regulados* indirectamente mediante las normativas de los diversos inversionistas institucionales que tiene el mercado peruano¹³¹.

De acuerdo con el “Título VI” del “Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones”, para que AFP pueda invertir en los fondos de una sociedad gestora, la misma deberá cumplir, entre otras, las siguientes características:

¹³⁰ Navarrete, Joe. “Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión”. TheKey. Accesado el 21 de julio de 2020. https://www.thekeyperu.com/sociedades-gestoras-de-fondos-de-inversion/#_ftn1.

¹³¹ En Gutiérrez, Isabel. Op. cit., 164.

- Tener un equipo de gestión con una experiencia mínima de cinco años en la gestión de la estrategia del fondo.
- Su capital mínimo deberá ser, cuanto menos, 2.5 cinco veces el capital mínimo que exige la SMV a las SAFI, el que deberá ser debidamente actualizado¹³².
- Debe tener recursos e infraestructura suficientes para cumplir con sus operaciones y actividades.

Por otro lado, las empresas de seguros y los fondos mutuos tienen directamente prohibido invertir en fondos de inversión de sociedades gestoras^{133/134}.

6. Otros participantes en la gestión de fondos de inversión

En la gestión de los fondos de inversión participan, además de las SAFI, SAF o sociedades gestoras, los siguientes participantes:

- Asesor de inversión o gestor externo: Según el RFI, la gestión de las inversiones del fondo de inversión recae en la sociedad administradora; sin embargo, permite subcontratar esta función con un gestor externo, al que, por práctica de mercado, se conoce como “asesor de inversión”.
- Distribuidor: Persona natural o jurídica responsable de la venta de certificados de participación del fondo de inversión.
- Custodio: Persona natural o jurídica responsable de la custodia física de la documentación que representa las inversiones del fondo de inversión.

7. Los fondos de inversión de oferta privada

Ampliando lo desarrollado sobre los Fondos privados, estos son definidos en el RFI, artículo 2, inciso h), como “Fondo de inversión gestionado por una Sociedad Administradora, cuyas cuotas no se encuentran inscritas en el Registro”. Asimismo, se define como sociedad administradora, en su inciso p), a las SAFI o SAF.

Esto podría considerarse una imprecisión, pues los Fondos privados también pueden ser administrados por sociedades gestoras, según se ha identificado a lo largo de este capítulo, o como una omisión intencionada, pues la finalidad de la norma sería solo tener cierto control sobre las ofertas privadas de sociedades administradoras autorizadas por la SMV, no con el fin de

¹³² Actualmente, la cifra de capital mínimo para las SAFI actualizada es de S/1'849,310.76 y el de las sociedades gestoras de S/4'623,276.90, si es que buscan que las AFP puedan invertir en ellas (2023).

¹³³ Para las empresas de seguros, en el punto f.1) del inciso f) del Artículo 25 de su reglamento de inversiones se establece que, para tener permitido invertir en certificados de participación de fondos, la sociedad administradora deberá estar supervisada por la SMV.

¹³⁴ En el caso de los fondos mutuos, si bien en el inciso b) del artículo 249 de la LMV se permiten las inversiones en valores no inscritos en el RPMV, estas deberán realizarse siguiendo las disposiciones de la SMV. En el artículo 107 del RFM se señala una lista taxativa de valores no inscritos en los que se podrá invertir y no se encuentran los certificados de participación.

supervisar estas ofertas, sino para supervisar el cumplimiento del objeto social de las sociedades administradoras autorizadas.

En ese sentido, que la definición de *fondo de oferta privada* del RFI excluya a aquellos fondos de inversión administrados por sociedades gestoras sería congruente con la naturaleza de las ofertas privadas: la SMV no las supervisa.

La SMV; sin embargo, sí supervisa a sus sociedades autorizadas, en su calidad de entidades. Una SAFI no podría administrar fondos mutuos (salvo que obtenga autorización como SAF) o fideicomisos de titulización de activos, por lo que esta regulación buscaría asegurar una estructura básica propia de un fondo de inversión, evitando así que sus entidades autorizadas la desconozcan, asimilándola a otro vehículo de inversión.

Continuando con la regulación, en el artículo 1 del RFI se establecen los alcances de la norma. Según se ha comentado en diversas ocasiones, los Fondos privados no son supervisados por la SMV, de conformidad con la finalidad de la regulación de ofertas públicas y privadas.

Por otro lado, según el tercer párrafo del artículo previamente citado se establece el marco de esta regulación general aplicable a los Fondos privados administrados por SAFI o SAF. Les aplicará la ley (en este caso, la LFI) y el título XI del RFI, relativo justamente a la regulación de ofertas privadas y que comprende los artículos 157, 158 y 159.

El artículo 157 del RFI establece el marco regulatorio de los Fondos privados. Se precisa que a estos les aplicará el subcapítulo I del Capítulo I de la LFI. En este, se establecen las características generales de todo fondo de inversión (estructura, cuotas, funcionamiento, calidad de partícipe, reglamento de participación, entre otras) las que fueron comentadas previamente.

El artículo 158 del RFI se establecen las obligaciones de la SAFI o SAF con respecto a sus inversionistas: deben advertirles que la SMV no realizará supervisión sobre estos fondos.

Según lo comentado, estos fondos están destinados mayoritariamente a inversionistas institucionales, por lo que la falta de supervisión no les es relevante en la mayoría de los casos, razón por la cual firman la declaración jurada de conocimiento de la estructura del fondo establecida en el inciso b).

En cualquier caso, el aviso establecido en el inciso a) es solo referencial y admite excepciones. Como se explicará en un siguiente capítulo, cuando se desarrollen las ofertas públicas encubiertas, la SMV podrá intervenir Fondos privados y aplicar las sanciones correspondientes, así como brindar tutela a los inversionistas del fondo, de ser necesario.

En el inciso c) se establece que se deberán precisar los potenciales conflictos de interés y la forma de resolverlos. Al respecto, es común que en los reglamentos de participación se establezca una obligación del comité de administración de comunicar el conflicto de interés y de abstenerse de participar en la resolución de este conflicto, para no influir en las decisiones.

Además, en el inciso d) se establece la obligación de realizar una notificación a la SMV con las características del fondo de inversión. Las funciones de la notificación obligatoria serán comentadas en los siguientes capítulos de esta tesis.

En el artículo 159 del RFI se establece una obligación de actualizar la información reportada a la SMV a través de la notificación obligatoria, específicamente la relativa al monto del patrimonio del fondo y su número de partícipes, información susceptible a ser modificada.

Asimismo, según lo comentado previamente, a través de esta regulación de ofertas privadas no se busca regular a la oferta en sí, sino verificar si la SAFI o SAF cumple con la regulación que le corresponde (especialmente, el cumplimiento de su objeto social) o sancionar las ofertas públicas encubiertas. También se establece, de forma genérica, que se sanciona el perjuicio al interés público. Al respecto, se establecen las medidas que podrá tomar la SMV.

Por último, interpretando sistemáticamente las normas comentadas con la previamente comentada Tercera Disposición Complementaria Final del RFI, se desprende que la regulación de Fondos privados no aplicaría a los Fondos privados administrados por sociedades gestoras. No existe una interpretación o criterio oficial de la SMV sobre esto.

A pesar de ello, en consideración de esta tesis, esto no significa que las sociedades gestoras puedan deconstruir las características de los fondos de inversión e inventar un nuevo vehículo de inversión que se asemeje a los fondos mutuos o a los fideicomisos de titulización, utilizándolos libremente.

La razón recae en que la administración de estos vehículos de inversión requiere de autorización por parte de la SMV. En ese sentido, incluso si la estructura de estos fondos no está determinada por ley ni reglamento, esta no podría tomar otra forma que la de un fondo de inversión de oferta privada, pues si tomara otra, supervisada y de competencia exclusiva de la SMV, esta podría intervenirla, de acuerdo con lo establecido en su Ley Orgánica. La misma lógica aplicaría con estructura de competencia de otras entidades, como la SBS.

CAPÍTULO III: EL FRAUDE A LA LEY, LAS OFERTAS PÚBLICAS ENCUBIERTAS Y EL ARBITRAJE REGULATORIO

1. Regulación de ofertas públicas y privadas

1.1. Las ofertas en el Derecho Civil

Las transacciones económicas —incluyendo, por supuesto, a las operaciones financieras— se perfeccionan mediante contratos. El concepto generalmente aceptado de contrato es el de acuerdo de voluntades de dos o más partes con la intención de crear, modificar, regular o extinguir relaciones jurídicas patrimoniales¹³⁵. Este es, también, el concepto recogido en el artículo 1351 del Código Civil.

La celebración de un contrato requiere del concurso de tres elementos: el acuerdo (también denominado *convención*); la participación de, por lo menos, dos partes (no confundir con personas¹³⁶) y que se cree, modifique o extinga una relación jurídica necesariamente patrimonial¹³⁷.

Para su perfeccionamiento, un contrato requiere, en primer lugar, de un acto *espiritual*, tal como el consentimiento de las partes, y de otro *material* a través de dos elementos: la oferta y su aceptación¹³⁸, actos de cuya integración surge el consentimiento.

Sobre el consentimiento, este es entendido como un concurso de voluntades. Según DE LA PUENTE, para que pueda existir consentimiento se requiere la voluntad interna de las partes se manifieste de forma externa como unida definitivamente¹³⁹.

¹³⁵ Arias-Schreiber Pezet, Max. *Contratos: Parte General*. (Lima: Gaceta Jurídica, 2000), p. 11.

¹³⁶ El concepto de parte debe entenderse como “centro de interés”. En De la Puente y Lavalle, Manuel. *El Contrato en general. Comentarios a la Sección Primera del Libro VII del Código Civil*. T. I. (Lima: Palestra, 2017), p. 49. Al no identificarse a las partes con personas, una parte puede ser conformada por más de una persona natural o persona jurídica, siempre que mantengan el mismo interés en el contrato. No debe confundirse este centro de interés con un sujeto de derecho independiente ni con una persona jurídica.

¹³⁷ De la Puente y Lavalle, Manuel. *Op. cit.*, 30.

¹³⁸ Los términos “acto espiritual” y “acto material” son empleados por DE LA PUENTE en Muro, Manuel; Torres, Manuel. *Código Civil Comentado*. T. VII. (Lima: Gaceta Jurídica, 2020), p. 226.

¹³⁹ De la Puente, Manuel. *El principio del consensualismo*. En Muro, Manuel; Torres, Manuel. *Código Civil Comentado*. T. VII. (Lima: Gaceta Jurídica, 2020), p. 18

Por otro lado, la oferta es un acto por el cual se otorga a otra persona la facultad de crear un contrato¹⁴⁰. Mediante esta, el ofertante fija el contenido de un potencial contrato y sujeta su celebración a lo que decida su destinatario¹⁴¹.

Por regla general, las ofertas son recepticias, entendidos los actos recepticios como aquellos dirigidos a una persona determinada. En ese sentido, la oferta “produce efectos en cuanto es llevada a conocimiento de su destinatario”¹⁴². Las ofertas pueden ser no recepticias cuando están dirigidas al público en general, utilizando un medio de comunicación en masa¹⁴³, como las ofertas al público reguladas en el artículo 1388 del Código Civil.

Por otro lado, la aceptación es definida como “el acto unilateral con el cual el destinatario manifiesta su voluntad negocial de celebrar el contrato”¹⁴⁴. Es de naturaleza recepticia y produce su efecto cuando es conocida por el ofertante. La aceptación y su conocimiento por parte del ofertante implican el perfeccionamiento del contrato.

1.2. Regulación general de ofertas públicas y privadas en el mercado de valores

Las ofertas tienen una regulación especial en el mercado de valores y se puede distinguir entre las ofertas públicas y las ofertas privadas.

De forma general, se considerará como oferta pública a aquella invitación dirigida al público en general para realizar un acto de inversión. Las ofertas privadas son aquellas que de acuerdo con la regulación vigente no sean públicas, aplicando siempre una interpretación *a contrario*.

Sobre la naturaleza jurídica de las ofertas en el mercado de valores, TORRES MÉNDEZ afirma que las ofertas públicas podrán ser no recepticias (cuando esté dirigida al público en general, lo que la asemeja a la oferta al público regulada en el Código Civil) o recepticias (como en los casos de las OPA, OPC y la OPI, siempre recepticias al estar dirigidas a un público determinado)¹⁴⁵.

En ese sentido, el término *público* en las ofertas públicas referencia la difusión adecuada de la oferta, no el público de destino, como sí es el caso de las ofertas al público.

En las ofertas privadas el asunto es más sencillo. Debido a que en estas se prescinde de la masividad propia de las ofertas públicas y no se aplica la

¹⁴⁰ CORBIN citado por DE LA PUENTE en De la Puente, Manuel. *Perfeccionamiento del contrato*. En Muro, Manuel; Torres, Manuel. *Código Civil Comentado*. T. VII. (Lima: Gaceta Jurídica, 2020), p. 226.

¹⁴¹ Forno, Hugo. “Los efectos de la oferta contractual”. *Ius et veritas* N° 15 (1997): 183.

¹⁴² Roppo, Vincenzo. *El contrato*. (Lima, Gaceta Jurídica, 2009), 116.

¹⁴³ Roppo, Vincenzo. *Op. cit.*, 124.

¹⁴⁴ Roppo, Vincenzo. *Op. cit.*, 118.

¹⁴⁵ Torres, Miguel. *Op. cit.*, 405.

regulación especial del mercado público de valores, siempre serán recepticias, pues si estuvieran dirigidas al público en general de forma indeterminada, terminarían siendo consideradas como ofertas públicas¹⁴⁶.

El primer paso obligatorio para adentrar en la regulación de ofertas públicas y privadas es revisar los artículos 4 y 5 de la LMV. De acuerdo con su artículo 5:

“Artículo 4.- Oferta Pública.- Es oferta pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios”.

Este artículo es el pilar de la concepción de ofertas públicas en el Perú, el que luego es desarrollado en diversos cuerpos normativos, entre ellos, el ROPP, en cuyo artículo 6 se desarrollan todos los conceptos contenidos en este artículo.

Por otro lado, las ofertas privadas están reguladas en el artículo 5 de la LMV. De forma general, será una oferta privada aquella que no sea pública; asimismo, se podrá presumir que la oferta es privada cuando i) esté dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales (lo que no significa que siempre tenga que ser así) o ii) cuando el valor nominal de los valores sea igual o superior a S/250,000.00 (pues el alto monto mínimo de inversión impide el acceso a inversionistas poco sofisticados)¹⁴⁷.

1.3. Regulación especial de ofertas públicas y privadas aplicable a fondos de inversión

Al igual que la mayoría de los productos de inversión que se ofrecen en el mercado de valores peruano, los fondos de inversión pueden colocar sus certificados de participación a través de ofertas públicas o de ofertas privadas. Esto se confirma al revisar el segundo párrafo del artículo 2 de la LFI y se seguirá la misma lógica que con el régimen de ofertas de la LMV: a las ofertas privadas no se le aplicará la regulación de la LFI y RFI, salvo que se establezca expresamente lo contrario. Asimismo, los Fondos privados no son supervisados por la SMV.

Los Fondos públicos solo podrán ser administrados por sociedades administradoras con licencia de organización y funcionamiento otorgada por la SMV, sea como SAFI o como SAF; asimismo, por el hecho de ser públicos, deberán cumplir con la regulación de inversiones permitidas explicada en el capítulo anterior.

De acuerdo con el RFI, los Fondos públicos podrán inscribirse en el RPMV bajo dos regímenes: el general o el simplificado. El régimen simplificado será aplicable a aquellos Fondos públicos i) dirigidos a inversionistas que califiquen como institucionales; ii) cuyas cuotas se coloquen por un valor nominal

¹⁴⁶ Torres, Miguel. Op. cit., 411.

¹⁴⁷ Esta cifra se actualiza de forma anual en base al Índice de Precios al por Mayor para Lima Metropolitana. El monto actual es de S/616,436.92 (2023).

S/250,000.00 o montos mayores; o, iii) aquellas dirigidas a los accionistas, directores, gerentes de la sociedad administradora o a miembros del comité de inversiones o gestores externos del fondo. Por el contrario, el régimen general es el aplicable a todos los Fondos públicos que no califiquen como simplificados.

Como puede deducirse de los nombres de ambos regímenes, la diferencia entre estos radica en la carga regulatoria de cada régimen. Ello queda claro en el artículo 121 del RFI, según el cual la gran mayoría de dicho reglamento solo se aplicará de forma supletoria a los fondos de régimen simplificado.

La sociedad administradora deberá destacar en la promoción de dichos fondos que son de régimen simplificado y que están dirigidos a inversionistas institucionales.

Otra característica de los fondos que se inscriban bajo el régimen simplificado es que su inscripción en el RPMV será automática con la presentación de los requisitos necesarios, mientras que los fondos que se pretendan inscribir bajo el régimen general pasaran por la revisión (y posibles observaciones) de la SMV de forma previa a su inscripción (artículo 30 del RFI).

2. Ofertas públicas encubiertas

2.1. Regulación

Según LAU-TAM, las ofertas públicas encubiertas consisten en “buscar un ‘puerto seguro’ de oferta privada, con los beneficios de costos regulatorios que esto implica, utilizando productos sofisticados, vía publicidad masiva disfrazada, o dirigido a inversionistas que no tienen la calidad de institucionales”¹⁴⁸. En el mismo sentido, DÍAZ considera que se “denomina así a una práctica ilícita: realizar ofertas privadas que en estricto debieron ser ofertas públicas”¹⁴⁹.

De acuerdo con la Quinta Disposición Complementaria Final del ROPP, está prohibida “la realización de actos tendientes a la distribución de valores entre el público o un segmento de éste, a través de una oferta pública encubierta”.

En la Exposición de Motivos del ROPP, se señala, sobre este artículo, su finalidad es prohibir expresamente la evasión de la regulación de tutela de inversionistas a través de actos simulados, lo que, además, hace posible que estos actos sean sancionados.

Si bien no hay una mención expresa a este término en el Reglamento de Sanciones, sí se sanciona como falta muy grave la realización de ofertas públicas “sin haber previamente inscrito los valores en el Registro o haber registrado el prospecto correspondiente” en el numeral 1.1 de su Anexo III. La realización de infracciones consideradas como muy graves se sanciona con multas de entre 50 y 700 Unidades Impositivas Tributarias (en adelante, UIT), fuera de otras sanciones no pecuniarias.

¹⁴⁸ Lau-Tam, Alfredo. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

¹⁴⁹ Díaz, Pedro. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

Por ello, antes de poder aplicar esta sanción se tendrá que determinar si una oferta privada es en realidad una oferta pública previamente encubierta y, por lo tanto, darle dicho tratamiento. Luego, debido a que considerarán como públicas desde su nacimiento (o desde que cumplieron con los requisitos para ser consideradas como tal) y tomando en cuenta que no inscribieron los valores ni su prospecto en el RPMV, obligaciones propias de una oferta pública, se considerará como una infracción muy grave.

Por último, en el artículo 159 del RFI también se hace a las ofertas públicas encubiertas, al establecer que las SAFI deberán enviar a la SMV información de sus Fondos privados, respectiva al monto de su patrimonio y número de partícipes, con la indicación de su clasificación. Al respecto, en su último párrafo se establece que:

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

Para NAVARRETE el término adecuado sería el contrario: ofertas privadas encubiertas¹⁵⁰:

“Más que hablar de oferta públicas encubiertas creo que deberíamos hablar de ofertas privadas “encubiertas”. Hay efectivamente un mercado que se mueve en los límites de lo que es una oferta pública y una privada debido a cómo la regulación ha sido establecida en el país. En buena cuenta, a ciertas ofertas privadas deberían serle aplicables las normas de ofertas públicas pero dado el bajo nivel de supervisión de regulador no son detectadas”.

2.2. La presunción de oferta pública

De acuerdo con la SMV, en su documento informativo “Elementos constitutivos de la oferta pública de valores” (en adelante, el “Documento informativo”), calificar a una oferta como privada o pública es fundamental en el mercado de valores, pues define si se aplica o no esta regulación sectorial o si se sujetará al ordenamiento jurídico general del derecho privado¹⁵¹.

En efecto, la regulación especial del mercado de valores solo se aplicará cuando las ofertas sean calificadas como públicas. Esto se desprende del artículo 1 de la LMV, que establece que sus artículos no regulan a las ofertas públicas, salvo que se indique expresamente lo contrario.

La razón recae en el principio de protección al inversionista. Las ofertas públicas se caracterizan por estar dirigidas al público en general, lo que significa que los potenciales inversionistas podrían no tener el conocimiento y experiencia

¹⁵⁰ Navarrete, Joe. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

¹⁵¹ Superintendencia de Mercado de Valores. “Documento Informativo SMV. Elementos constitutivos de la oferta pública de valores”. Accesado el 21 de noviembre de 2020, <https://www.smv.gob.pe/Uploads/Documento%20informativo.pdf>, p. 2.

suficiente como para acceder a la información idónea para realizar decisiones de inversión.

Esta posición fue planteada inicialmente por la *Securities and Exchange Commission* (en adelante, la SEC) de los Estados Unidos de América en el caso *SEC v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119 (1953). De acuerdo con la SEC, la regulación de ofertas públicas está diseñada para proteger a los inversionistas al proveerles la información suficiente para tomar decisiones de inversión. Ello significa que una oferta dirigida a aquellos que puedan defenderse por sí mismos no implicará una oferta pública¹⁵².

La SMV, en la Resolución Conasev N° 124-2003-EF/94.12, referida al denominado caso Trust (que se explicará al final de este capítulo), los criterios para determinar que una oferta es pública pueden ser cuantitativos o cualitativos. En los primeros se hace referencia a la cantidad de receptores, mientras que, en los segundos, a otros elementos, como la calidad de los receptores de la oferta y su nivel de sofisticación, la existencia o no de propaganda, entre otros.

Bajo esta concepción, se plantearon los siguientes supuestos para determinar cuándo se está ante una oferta pública: cuando haya una invitación adecuadamente difundida; cuando esté destinada al público general o a un segmento; cuando exista un negocio jurídico relacionado a la venta de los valores mobiliarios y cuando exista necesidad de tutela por parte de los inversionistas.

Si bien estos criterios no son vinculantes para la SMV¹⁵³, fueron avalados por la misma en el Documento informativo, aunque advierten expresamente que la precisión final sobre si una oferta es privada o pública se debe realizar observando las particularidades de cada oferta.

Un criterio más abstracto y que permite mayor capacidad de acción al supervisor es el planteado por la SEC en el caso *SEC v. Ralston Purina Co.*: la apariencia de oferta pública.

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

Por último, se rescata el comentario de ALVA LIRIO, quien considera, en posición que esta tesis comparte, que el centro de análisis debe ser el público al

¹⁵² Según la SEC “Una oferta dirigida a los que se demuestra que pueden valerse por sí mismos es una transacción que no implica ninguna oferta pública”. Traducción libre de *SEC v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119 (1953).

¹⁵³ Pues fue emitida por un órgano de primera instancia y luego fue contradicha en una resolución posterior por el entonces Directorio de la Conasev, antigua denominación de la SMV. Asimismo, en la fecha de publicación de esta resolución, la SMV aún no había publicado ningún precedente de observancia obligatoria, práctica que comenzaron el 2020.

que la oferta está destinada¹⁵⁴. Por más que la documentación de la oferta haga referencia a que la oferta es privada, esto será irrelevante a nivel judicial (y se agrega, también a nivel administrativo) si esta fue destinada a un público que, presumiblemente, requiera de la protección propia de las ofertas públicas.

Por ello, recomienda que, de realizarse una oferta privada, esta sea dirigida siempre a inversionistas institucionales y que se establezca el valor nominal dentro de los umbrales del inciso b) el artículo 5 de la LMV¹⁵⁵, pues en estos casos, no cabe argumentar que un inversionista que invierta esos grandes montos requiera tutela estatal.

En cualquier caso, siguiendo los criterios establecidos en este segmento, la denominada *presunción de oferta pública* es regulada en el segundo párrafo del inciso d) del previamente citado artículo 6 del ROPP. De acuerdo con la SMV, en el Documento informativo, esta presunción tiene naturaleza de *iuris tantum*, pues admite prueba en contrario.

3. Fraude a la ley

3.1. Normas imperativas y dispositivas

Sobre la diferencia entre las normas imperativas y las dispositivas, de acuerdo con ESCOBAR y CABIESES esta es una forma de clasificar a las normas que distingue si las personas pueden omitir su aplicación o no, siendo las normas imperativas las que no pueden ser desconocer de forma convencional, lo que implica que deban ser cumplidas bajo pena de sanción y las normas dispositivas aquellas que si pueden ser desconocidas convencionalmente¹⁵⁶.

En el mismo sentido, DIEZ-PICAZO afirma que la distinción entre ambos tipos de normas no obedece a una mayor o menor eficacia de una norma sobre la otra, tampoco de derogar o modificar normas mediante actos privados, sino a la jerarquía de las normas respecto a la autonomía de voluntad de los privados. En ese sentido, “el ordenamiento jurídico establece que unas normas son prevalentes ante los actos privados y que otras no”¹⁵⁷.

Al respecto, no siempre es simple determinar si la redacción de una norma corresponde a una estructura imperativa o dispositiva; sin embargo, de forma

¹⁵⁴ Alva, Carlos. La oferta pública de valores mobiliarios: las lecciones del caso Trust Sociedad Titulizadora S.A. En Grupo de Estudios Sociedades. Los Títulos Valores en el Perú: Títulos Valores y Derecho de Mercado de Valores. (Lima: Editorial Pacífico, 2020), p. 846.

¹⁵⁵ Alva, Carlos. Op. cit., 847.

¹⁵⁶ Escobar, Freddy; Cabieses, Guillermo. “La libertad bajo ataque: contratos, regulación y retroactividad”. *Ius et Veritas* N° 46 (2013):121.

¹⁵⁷ En Diez-Picazo, Luis. *La autonomía de la voluntad y el derecho necesario en la Ley de Arrendamientos Urbanos*. En (Anuario de Derecho Civil, Fascículo 4. España: 1956), p. 1162; quien propone el siguiente orden lógico: 1) normas imperativas; 2) precepto privado; y 3) norma dispositiva.

general, las normas imperativas prohíben o imponen comportamientos o establecen sanciones a los actos contrarios a la norma¹⁵⁸.

3.2. El fraude a la ley y sus alternativas de sanción

De acuerdo con ESPINOZA, a través del fraude a la ley, se realiza un acto en aplicación de una norma de cobertura para evitar de forma ilícita los alcances de una norma imperativa¹⁵⁹. Se afirma que, en estos supuestos, la intención es fraudulenta debido a que no se aplican las normas adecuadas a la finalidad o resultado que se obtiene¹⁶⁰. No es imprescindible la intención de vulnerar la ley, por lo que no es necesario realizar una prueba de intención^{161/162}.

De acuerdo con TORRES, a través del acto que se realiza en fraude a la ley se busca un resultado igual o parecido al proscrito por la norma imperativa, valiéndose de otra norma¹⁶³.

El fraude a la ley no se regula en el Código Civil. Según FERNÁNDEZ SESSAREGO, son pocos los códigos civiles que lo regulan expresamente¹⁶⁴ y lo considera un “deber genérico a cargo del sujeto de derecho” que supone no contradecir la finalidad de la norma, más allá de su redacción literal¹⁶⁵.

Dependiendo del caso, la sanción a un fraude a la ley podrá ser la nulidad del acto^{166/167} o ignorar el acto realizado bajo la norma de cobertura, aplicando

¹⁵⁸ En similar posición Torres, Aníbal. “Orden público, buenas costumbres y nulidad del acto jurídico”. En *Código Civil Comentado*. T. I. (Lima: Gaceta Jurídica, 2020), p. 33; aunque el autor refiere a que la sanción es la nulidad. En la presente tesis, se entiende la contravención a una norma imperativa puede tener otras sanciones, como se explica en el siguiente punto.

¹⁵⁹ Espinoza, Juan. *Los principios contenidos en el Título Preliminar del Código Civil peruano de 1984*. (Lima: Grijley, 2011), p. 186.

¹⁶⁰ Taboada, Lizardo. *Acto jurídico, negocio jurídico y contrato*. (Lima: Grijley, 2002), p. 355.

¹⁶¹ Díez-Picazo, Luis; Gullón, Antonio. *Sistema de Derecho Civil*. Vol I. (Madrid: Tecnos, 2012), p.188.

¹⁶² Según LOHMANN, no es necesaria la intención o consciencia de burlar la ley. En Lohmann, Juan. *El negocio jurídico*. (Lima: Librería Studium, 1986), p. 303.

¹⁶³ Torres, Aníbal. *Acto jurídico*. (Lima: Idemsa, 2012), p. 686.

¹⁶⁴ Fernández, Carlos. *Abuso de Derecho*. (Buenos Aires: Editorial Astrea, 1992), p. 178.

¹⁶⁵ *Ibíd.*

¹⁶⁶ Taboada, Lizardo. *Op. cit.*, 356.

¹⁶⁷ Torres, Aníbal. *Acto jurídico* (Lima: Idemsa, 2012), p. 688.

Respecto a este último comentario sobre el artículo V del título preliminar del CC, en otro estudio, posterior, TORRES precisaría que orden público no es sinónimo de leyes imperativas, por lo que propuso modificar este artículo para incluir la nulidad de los actos contrarios a normas imperativas”. En Torres, Aníbal. “Orden público, buenas costumbres y nulidad del acto jurídico”. En *Código Civil Comentado*. T. I. (Lima: Gaceta Jurídica, 2020), p. 38.

finalmente la norma imperativa¹⁶⁸. Ante dicha disyuntiva, DIEZ-PICAZO y GULLÓN, en opinión que esta tesis comparte, señalan que la primera alternativa será la aplicación de la norma eludida y que la aplicación de otras sanciones dependerá de la naturaleza de esta¹⁶⁹:

MORALES presenta una visión distinta a los autores previamente citados, pues considera que los contratos en fraude a la ley se dividen en dos subcontratos, uno simulado y otro disimulado, siendo que el primero vulnera una norma imperativa y el segundo es válido de acuerdo con las normas eludidas¹⁷⁰.

En ese sentido, luego de argumentar que en estos casos deben considerarse las normas sobre simulación relativa, afirma que el contrato simulado será ineficaz en aplicación de los artículos 191 y 194 del Código Civil y el disimulado será válido, aplicándoseles las normas imperativas eludidas¹⁷¹.

4. Arbitraje regulatorio

4.1. Arbitraje

De acuerdo con el Diccionario de la Lengua Española, el concepto de arbitraje puede tener, entre otros, los siguientes significados¹⁷²:

“3. m. Procedimiento extrajudicial para resolver conflictos de intereses mediante sometimiento de las partes, por mutuo acuerdo, a la decisión de uno o varios árbitros.

4. m. Comercio. Operación de cambio de valores mercantiles, en la que se busca la ganancia aprovechando la diferencia de precios entre unas plazas y otras.

5. m. Economía. Estrategia de inversión financiera beneficiosa y sin riesgo, que no necesita el empleo de fondos propios”.

En el concepto número 3 se reconoce al arbitraje usualmente conocido en el Derecho: el arbitraje como mecanismo de solución de controversias.

GALLUCCIO y MORI consideran al arbitraje como un mecanismo de solución de controversias que proviene de un contrato privado, a través del cual estas, voluntariamente, deciden que sus controversias se someterán a la decisión de un tercero imparcial, denominado *árbitro* y se compromete a cumplir con su decisión, excluyendo la justicia ordinaria¹⁷³.

¹⁶⁸ Espinoza, Juan. *Los principios...* Op. cit., 186.

¹⁶⁹ Díez-Picazo, Luis; Gullón, Antonio. Op. cit., 189.

¹⁷⁰ Morales, Rómulo. *Contrato simulado: Historia de una confusión entre su nulidad y su ineficacia. La vinculación con el contrato en fraude a la ley.* En Libro homenaje Facultad de Derecho. (Lima: Fondo Editorial Universidad de Lima, 2006), p. 318.

¹⁷¹ Morales, Rómulo. Op. cit., 320.

¹⁷² Real Academia Española. Diccionario de la lengua española. (Madrid: Espasa, 2014).

¹⁷³ Galluccio, Giuseppe; Mori, Pablo. Arbitraje comercial. La extensión del Convenio Arbitral a los grupos de sociedades. (Lima: Legales ediciones e lus et Veritas, 2012).

El arbitraje como mecanismo de solución de conflictos es de naturaleza privada y proviene de la voluntad privada, pues renuncian de forma libre a la jurisdicción ordinaria. Asimismo, en el Perú, el arbitraje es reconocido como jurisdicción en la Constitución Política del Perú de 1993, en su artículo 139, numeral 1.

Por otro lado, en los conceptos número 4 y 5 se reconoce el concepto de arbitraje en Finanzas. En la teoría financiera se conoce como *arbitraje* a la práctica de tomar ventaja de la subvaluación de instrumentos financieros, de manera que se obtienen ganancias libres de riesgo¹⁷⁴; en otros términos, una oportunidad de arbitraje es “la posibilidad de generar ganancias sin riesgo ni inversión neta en capital”¹⁷⁵.

En términos más sencillos, cuando un inversionista compra un instrumento financiero que cotiza en el mercado a un precio menor que el que considera como idóneo y, simultáneamente, lo vende en otro mercado a dicho precio, está realizando un arbitraje sobre dicho valor.

Un mercado es racional si ya están descartadas las posibilidades de arbitraje¹⁷⁶, debido a que todos los sujetos tienen la misma información¹⁷⁷. En un mercado eficiente, si todos tienen la misma información, deberían llegar a las mismas conclusiones. A mayor eficiencia en un mercado, menores posibilidades de arbitraje.

Por lo expuesto, el arbitraje se suele realizar entre dos mercados distintos que ofrezcan el mismo producto a diferentes precios. Sin intención de ahondar más en teoría financiera, es preciso simplificar la idea que es relevante para esta tesis: realizar un arbitraje implica analizar todas las opciones de inversión posibles sobre un mismo instrumento financiero en diferentes mercados, para así tomar la más conveniente y obtener ganancias de ello.

4.2. Aplicación del concepto de arbitraje en Finanzas en la práctica legal: el arbitraje regulatorio

Haciendo un símil con la práctica legal, un arbitraje sobre la regulación implicaría identificar dos o más regulaciones aplicables a un mismo caso y elegir la más conveniente. Esto *per se* no tiene que ser algo malo, pues puede ser una práctica completamente legítima.

FLEISCHER define al arbitraje regulatorio como “una técnica de planeamiento perfectamente legal que se utiliza para evitar impuestos, reglas de contabilidad, revelación de información sobre valores mobiliarios y otros costos regulatorios”. Asimismo, hace mención de que el arbitraje regulatorio “aprovecha la brecha entre la sustancia económica de una transacción y su regulación”

¹⁷⁴ Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Op. cit., 324.

¹⁷⁵ Belbaen, Freddy; Schachermayer. Op. cit., 4.

¹⁷⁶ Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan Op. cit., 324.

¹⁷⁷ Belbaen, Freddy; Schachermayer. Op. cit., 6.

tomando ventaja de que el ordenamiento jurídico tiene poca capacidad de etiquetar a las transacciones de acuerdo a sus fundamentos económicos¹⁷⁸.

Asimismo, NAVARRETE, considera que el arbitraje regulatorio “es poder utilizar la norma que más convenga a efectos de poder excluirse de la regulación del mercado público”¹⁷⁹.

DÍAZ considera, asimismo, que, el arbitraje regulatorio, “[e]conómicamente se refiere a la elección que hace un administrado entre dos sistemas regulatorios que le permitan obtener un resultado similar, para así reducir sus costos de cumplir con la regulación”¹⁸⁰.

Por otro lado, según LAU-TAM, el arbitraje regulatorio “se da en mercados interconectados con diferencias en la definición de precios, el suministro de información y la transparencia como concepto”¹⁸¹.

Por ello, más propiamente, en consideración de esta tesis, el arbitraje regulatorio es una práctica mediante la cual se aprovechan los vacíos legales existentes para evitar la aplicación de regulación desfavorable. Añade FLEISCHER que:

El arbitraje regulatorio es consecuencia de un sistema legal con normas de aplicación general que pretenden definir de antemano cómo el sistema legal tratará a las transacciones que se ajusten a dichas normas. Debido a que la definición legal no puede rastrear la relación económica subyacente entre las partes, surgen brechas y estas brechas crean oportunidades¹⁸².

Existen tres supuestos en los que puede existir arbitraje regulatorio¹⁸³:

- Inconsistencias del régimen regulatorio: La misma transacción tiene diferente regulación bajo diferentes regímenes.
- Inconsistencias de la esencia económica: Dos transacciones con idénticos flujos de caja reciben diferentes tratamientos bajo el mismo régimen de regulación.
- Inconsistencias en el tiempo: La misma transacción recibe diferentes tratamientos en el futuro, diferentes a las de hoy.

En el ejemplo elaborado se está ante el segundo supuesto. La línea para argumentar si una oferta es pública o privada puede ser, en algunos casos, bastante tenue. En este caso, modificar levemente la estructura de una operación para aplicar la norma más favorable podría reducir considerablemente los costos de la regulación¹⁸⁴.

¹⁷⁸ Traducción libre de Fleischer, Victor. Op. cit., 2-3.

¹⁷⁹ Navarrete, Joe. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

¹⁸⁰ Díaz, Pedro. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

¹⁸¹ Lau-Tam, Alfredo. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

¹⁸² Traducción libre de Fleischer, Victor. “Regulatory Arbitrage”. Op. cit., 18.

¹⁸³ Fleischer, Victor. “Regulatory Arbitrage”. Op. cit., 19.

¹⁸⁴ Fleischer, Victor. “Regulatory Arbitrage”. Op. cit., 22.

Cuando el arbitraje regulatorio se utiliza para elegir entre dos regulaciones igualmente válidas, se considera que el arbitraje regulatorio es una práctica completamente legal.

Por otro lado, cuando el arbitraje regulatorio se utiliza como herramienta para evadir normas imperativas, se considera que se está ante la institución del fraude a la ley.

5. El principio de libertad de empresa

La Constitución, como parte de su régimen económico, establece expresamente el derecho de libertad de empresa. Según lo indicado por el Tribunal Constitucional, dentro del Expediente N° 01405-2010-PA/TC, bajo este se asegura la realización de actividades empresariales en condición de libertad y su ejecución bajo condiciones de igualdad.

En una posición similar, RUBIO afirma que la libertad de empresa supone la facultad de administrar la actividad empresarial de forma libre, siempre dentro del marco de la Constitución y de la ley¹⁸⁵.

El Tribunal Constitucional, en el Expediente N° 3330-2004-AA/TC, consideró que, si bien el Estado no puede permanecer indiferente a las actividades económicas, esto no implica que se pueda interferir sin justificación en la libertad reservada a los agentes económicos.

Según el mismo artículo de la Constitución, su límite es que esta libertad no sea ejercida de forma lesiva a la moral, a la salud ni a la seguridad pública. Según Echaíz, también existen *condicionamientos* a la libertad de empresa, lo que implica que esta es pasible de regulación¹⁸⁶.

En opinión de esta tesis, si bien se coincide con Echaíz en que la libertad de empresa puede condicionarse con regulación, se agrega que esta última siempre deberá justificarse, sea para el cumplimiento de los límites establecidos en la Constitución o de la protección de otros valores constitucionales.

En ese mismo sentido, haciendo referencia a la libertad de empresa y a la libertad contractual, AVENDAÑO afirma que “estos derechos constitucionales sólo pueden ser limitados por normas que tengan una motivación razonable, es decir, cuando exista una razón fundada, basada en el interés general”. Agrega que estas leyes que limitan a las libertades de empresa y contractual “integran marcos regulatorios especiales que, en mayor o en menor grado, norman la intervención del Estado en ciertos sectores de la actividad económica”¹⁸⁷.

¹⁸⁵ Rubio, Marcial. Estudio de la Constitución Política de 1993. T. III. (Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Editorial Católica del Perú. Lima: 1999), p. 227.

¹⁸⁶ Echaíz, Daniel. *La Libertad de empresa en la jurisprudencia del Tribunal Constitucional del Perú*. En Instituciones de Derecho Empresarial. (Lima: APECC, 2010), pp. 23-28.

¹⁸⁷ Avendaño, Jorge. “La libertad de empresa y la libertad contractual en la Constitución peruana”. *Advocatus* N° 16 (2007): 179.

CAPÍTULO IV: EL *ARBITRAJE REGULATORIO* EN LOS FONDOS DE INVERSIÓN DE OFERTA PRIVADA

1. Relación del *arbitraje regulatorio* en Fondos privados con el fraude a la ley y las ofertas públicas encubiertas

El *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados es una práctica en la que se aprovechan vacíos legales para evitar la aplicación de una regulación desfavorable, específicamente, la regulación de Fondos públicos. Implica que, de forma previa a la estructuración de un fondo de inversión, se evalúen los costos regulatorios que este deberá soportar, aplicando la teoría del arbitraje en finanzas al Derecho.

La aplicación del arbitraje regulatorio en Fondos privados podría implicar la realización de fraudes a la ley, es decir, actos realizados a través de una norma de cobertura para eludir normas imperativas, utilizando el artículo 5 de la LMV (que regula a las ofertas privadas) como norma de cobertura, para evadir la activación de la regulación de ofertas públicas. No existiría un sustento económico o legal distinto del de evitar la regulación de Fondos públicos.

Que el fraude a la ley se efectúe a través de diversos contratos no es impedimento para que se puedan entender como una unidad económica. En efecto, VÁSQUEZ, en opinión que esta tesis comparte, afirma que la coligación contractual es la forma más común de eludir normas imperativas utilizando diversos actos de autonomía privada, lo que denomina como *coligación contractual fraudulenta*¹⁸⁸.

En ese sentido, las posibles sanciones serían la nulidad del acto o el desconocimiento del acto realizado en refugio de la norma de cobertura, para aplicar la norma evadida. En el ámbito de los fondos de inversión, anular el acto podría generar un estado de indefensión a los inversionistas, por lo que la única salida sería el desconocimiento de la norma de cobertura (regulación de ofertas privadas) para aplicar la norma eludida (regulación de ofertas públicas).

Se afirma que la nulidad del acto establecería un estado de indefensión debido a que el inversionista tendría que buscar la defensa de sus derechos por la vía jurisdiccional ordinaria, no necesariamente especializada en la materia.

Por el contrario, desconocer la oferta privada y reconocerla como pública permitiría que el inversionista tutele sus derechos al amparo de la regulación del mercado de valores y bajo la competencia de la SMV, una entidad especializada en la materia.

Con respecto a las ofertas públicas encubiertas, al estructurar el fondo de inversión en fraude a la ley a la regulación de las ofertas públicas, se podría configurar la realización de una oferta pública sin cumplir con las formalidades propias de una, según lo estudiado en el capítulo anterior.

En el ámbito del esquema de arbitraje regulatorio en Fondos privados estudiado, las instituciones del fraude a la ley de las ofertas públicas encubiertas

¹⁸⁸ Vásquez, Walter. "Los contratos coligados en fraude a la ley. Con especial referencia al modelo jurídico italiano". *Cuaderno de Trabajo del CICAJ* N° 9. Nueva Serie (2013): 307-309.

siempre coincidirán, pues la regulación de ofertas públicas encubiertas resulta ser, aunque sin mencionarlo, una regulación especial de fraudes a la ley.

En efecto, una oferta pública encubierta es aquella en la que se realizan ofertas públicas sin inscribirlas previamente en el RPMV, de acuerdo con lo establecido en el Reglamento de Sanciones. Al sancionarlas, la SMV determina si una oferta privada es en realidad una oferta pública previamente encubierta y, por lo tanto, le da este tratamiento. La considera como públicas desde su nacimiento o desde que cumplieron las características para ser consideradas como tales, es decir, desconoce la norma de cobertura (regulación de ofertas privadas) y aplica la norma eludida (regulación de ofertas públicas).

Por ello, toda oferta pública encubierta es un fraude a la ley, lo que nos lleva a realizar dos afirmaciones: 1) al estar frente a ofertas públicas de valores, la institución predominante será la de las ofertas públicas encubiertas; 2) frente a vacíos en la regulación y desarrollo doctrinario y jurisprudencial de las ofertas públicas encubiertas, se puede recurrir al fraude a ley, institución mucho más desarrollada, para cubrirlos.

2. Pertinencia de regulación para evitar o mitigar el *arbitraje regulatorio* en Fondos privados

2.1. Regulación actual

Entendida el arbitraje regulatorio y la posibilidad de que se utilice para realizar ofertas públicas encubiertas, resulta pertinente determinar si la SMV está capacitada para detectarlas y sancionarlas.

Con respecto a la detección, esta posibilidad dependerá de si la administradora de dichos fondos se encuentra autorizada o no como SAFI o SAF, en cuyo caso, no cabe duda de que esto es posible, debido a lo establecido en los artículos 158, inciso d) y 159 del RFI, información suficiente para obtener indicios de un presunto fraude a la ley y, por lo tanto, de una oferta pública encubierta. De ser necesario, la SMV cuenta con todas las facultades para intervenir y revisar si las inversiones de los fondos son idénticas, como se explicará a continuación.

El supuesto de los Fondos privados administrados por sociedades gestoras no es igual de positivo. La única regulación aplicable a las mismas es la ya comentada Tercera Disposición Complementaria Final del RFI, en la que no se exige a las sociedades gestoras presentar información a la SMV, pero sí se le brinda a esta última la facultad de comunicar la existencia de ofertas públicas encubiertas a la entidad que corresponda para imponer las sanciones que correspondan.

Es decir, salvo que haya un indicio previo, la SMV no podrá revisar las inversiones del fondo ni la calidad de sus inversionistas. Dichos indicios podrían provenir de una denuncia o de actos públicos que manifiestamente vulneren la normativa realizados por las sociedades gestoras.

En ambos casos, si se detectan indicios de una posible oferta pública encubierta, la SMV tiene todas las facultades necesarias para investigarla.

Así, entre otras, según el artículo 3 del Decreto Ley N° 26126, Ley Orgánica de la Superintendencia de Mercado de Valores permite revisar cualquier información requerida para cumplir con sus funciones; recibir testimonio de terceros (como un inversionista *retail* a quien hayan contactado mediante medios masivos de difusión sin hacer oferta pública); intervenir de forma administrativa cualquier local donde se pueda presumir la ejecución de actividades consideradas exclusivas para sujetos autorizados por la SMV, sin contar con la correspondiente autorización y clausurar estos locales; asimismo, pueden exigir a las entidades que autorizó información sobre sus ofertas privadas o aquellas ofertas que realicen por cuenta de los distintos patrimonios que administren.

Las sanciones aplicables están reguladas en el Reglamento de Sanciones. La infracción correspondiente se encuentra en el Anexo III, inciso a), numeral 1.1. de la norma, como sanción muy grave.

Ante una infracción muy grave, se pueden imponer multas de entre 50 a 700 UIT¹⁸⁹, entre otras sanciones, como la revocación de la autorización de funcionamiento (aplicable para SAFI y SAF).

En resumen, si bien la SMV cuenta con todas las prerrogativas para investigar y sancionar a las ofertas públicas encubiertas, no cuenta con las facultades para detectar indicios sobre las mismas en el caso de los fondos de sociedades gestoras.

2.2. Regulación para la prevención o mitigación del *arbitraje regulatorio* en Fondos privados

En la Hoja de Ruta, el Grupo Banco Mundial propuso realizar una revisión de los supuestos de ofertas privadas en general¹⁹⁰ y revisión de procedimientos de autorización de Fondos públicos¹⁹¹, propuestas que son bastante complementarias entre sí, a pesar de estar contenidas en secciones distintas.

Sobre el particular, esta tesis considera que la SMV ya estableció de manera adecuada los supuestos de ofertas privadas y cuándo estas encubren una oferta pública en la resolución de primera instancia del denominado caso Trust (no vinculante para la SMV) y en el Documento informativo (tampoco es vinculante para la SMV).

Primero se debe recordar que, en principio, será una oferta privada aquella que no sea pública, pero se podrá presumir que la oferta es privada cuando o esté dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales (lo que no significa que siempre tenga que ser así) o cuando el valor nominal de los valores

¹⁸⁹ Es decir, de entre un mínimo de S/247,500.00 hasta un máximo de S/3,465,000.00, tomando el valor de la UIT en el 2023 (S/4950.00).

¹⁹⁰ Grupo Banco Mundial. *Documento...* Op. cit., 17.

¹⁹¹ Grupo Banco Mundial. *Documento...* Op. cit., 11.

sea igual o superior a S/250,000.00 (pues el alto monto mínimo de inversión impide el acceso a inversionistas poco sofisticados)¹⁹².

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

- Cuando haya una invitación adecuadamente difundida: Cuando la oferta haya sido adecuadamente difundida se podría estar ante una oferta pública. Adecuado no es sinónimo de masivo. La definición de invitación *adecuadamente difundida* se encuentra en el ROPP.
- Cuando esté dirigida al público en general o a un segmento: Se considera que un conjunto mayor de cien inversionistas amerita un interés público, lo que no significa que ante un número menor de inversionistas no se deba analizar cada caso concreto.
- Cuando exista un acto jurídico referido a la colocación de los valores mobiliarios.
- La necesidad de tutela de los inversionistas.

Estos criterios son más que suficientes para detectar y actuar ante una oferta pública encubierta. Si bien estos no son vinculantes para la SMV, hace relativamente poco tiempo fueron ratificados en el Documento informativo, aunque señalan expresamente que se deberán revisar las particularidades de cada oferta para poder determinar si una oferta es pública o privada.

El criterio de apariencia de oferta pública explicado en el capítulo anterior también podría ser clave. Es posible evitar la regulación expresa, pues se puede estructurar una oferta evitando entrar en los supuestos de oferta pública, pero si en la práctica la estructura financiera de la oferta funciona como una pública, será sancionable por parte de la SMV.

En ese sentido, esta tesis considera que la regulación vigente es la adecuada para sancionar a las ofertas públicas encubiertas con respecto a las SAFI y SAF y que las facultades de investigación de la SMV son idóneas.

Se aclara que no se está afirmando de forma tajante que la regulación de ofertas públicas de fondos de inversión no deba ser modificada, sino tan solo que esto no debe hacerse pensando en prevenir o mitigar el arbitraje regulatorio. La regulación tiene un amplio margen de mejora, en especial en lo que a trámites y requisitos se refiere.

Sí se considera, en cambio, que la regulación requiere ajustes con respecto a las sociedades gestoras, para facilitar a la SMV la detección de ofertas públicas encubiertas.

Una vez determinado que la regulación sociedades gestoras requiere ajustes para detectar ofertas públicas encubiertas, hay que tener en cuenta ciertas precisiones antes de diseñar las modificaciones. La principal es que estas no deben ser perniciosas para la industria de fondos, sino que simplemente

¹⁹² Esta cifra se actualiza anualmente en base al Índice de Precios al por Mayor para Lima Metropolitana. El monto actual es de S/616,436.92 (2023).

deben permitir un nivel de supervisión básico y un desincentivo al arbitraje regulatorio.

Los fondos privados son vehículos de inversión cuyas estrategias son altamente confidenciales. Al no permitir que estas se registren bajo propiedad intelectual, prefieren simplemente evitar un mercado en el que toda la información es pública. Esto nos lleva a concluir que el régimen a proponer debe garantizar que la información entregada sea estrictamente confidencial y que solo sea para acceso de la SMV¹⁹³.

Asimismo, se debe recordar que el principal motivo por la que el mercado de fondos de inversión peruano es dominado por las ofertas privadas es por la predominancia de los inversionistas institucionales y por los considerables costos de transacción de las ofertas públicas, así como la mayor flexibilidad de las ofertas privadas. Se concluye también que un futuro modelo no debe implicar aumento de costos de transacción de ningún tipo para las sociedades gestoras.

La opción que se plantea es replicar el sistema de notificación obligatoria de ofertas privadas que ya se le exige a las SAFI y SAF. Esta es, también, una opción utilizada en la República de Chile (en adelante, Chile) y los Estados Unidos de América (en adelante, los EE. UU.), como se explicará en el siguiente punto de este capítulo.

2.3. La regulación de las notificaciones obligatorias de ofertas privadas en el Perú y en la legislación extranjera

La propuesta de replicar el sistema de notificación obligatoria de ofertas privadas de SAFI a las sociedades gestoras tiene algunos antecedentes a lo largo del mundo. Esta tesis considera a Chile y los EE. UU. como los más importantes, por su parecido con el escenario que se busca identificar.

Inclusive, si bien no en el campo de fondos de inversión gestionados por sociedades gestoras, en el Perú existen supuestos de notificación de ofertas privadas realizadas por parte de SAFI (con respecto a sus Fondos privados) y sociedades tituladoras (con respecto a sus fideicomisos de titulación de oferta privada). Tener en regulaciones tan similares a la que se busca plantear en este estudio obliga a analizarlas con detalle.

2.3.1. Regulación en Chile

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

Esto es establecido en el artículo 90 de la Ley N° 20.712, Administración de fondos de terceros y carteras individuales que establece que se pueden

¹⁹³ Rivière, Anne. "The Future of Hedge Fund Regulation: A Comparative Approach". *International Finance Seminar (Harvard Law School)*, 2010. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1663553, pp. 75-77.

administrar fondos privados por parte de sociedades anónimas cerradas, a las cuales se denomina como *entidades informantes*.

Para las sociedades anónimas cerradas que administren fondos de inversión privados, la Norma de Carácter General N° 364 fija las condiciones para su inscripción (principalmente su identificación, estructura de control y reseña histórica) e información continua, como la denominación del fondo privado y su Rol Único Tributario (similar al RUC en Perú), su lista de partícipes y el valor de los activos y pasivos que tiene el fondo.

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

2.3.2. Regulación en los EE. UU.

En la regulación estadounidense serán ofertas privadas aquellas que prueben no ser públicas¹⁹⁴.

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

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

La regulación de los gestores de fondos (no confundir con el fondo en sí) se encuentra en la *Investment Advisers Act* de 1940, la que inicialmente no se aplicaba a los gestores de fondos privados, pero fue modificada en 2004 y se establece por primera vez que estos deben registrarse, a menos que encajen en una excepción de regulación (*safe harbor*)¹⁹⁵. Los gestores que no entren en un *safe harbor* deberán llenar la *Form ADV*¹⁹⁶.

Con motivo de la crisis financiera global del 2007-2008, a través del *Dodd-Frank Act* de 2010, se introduce la figura del *Form PF* (*private fund*). El *Form PF* es un formulario que deben llenar aquellos gestores de Fondos privados (*private*

¹⁹⁴ Jara, Rony. "Oferta pública y privada de valores en el mercado norteamericano: una visión comparada". *Revista Chilena de Derecho* Vol. 28, N° 1 (2011): 99.

¹⁹⁵ Algunos ejemplos son aquellos cuyo AUM es menor a \$ 150 millones o los fondos de *venture capital*.

¹⁹⁶ En esta se reportan el AUM, el tipo de inversión y los funcionarios del gestor de fondos. Se actualiza anualmente (entre otra información) y están disponibles al público si el gestor maneja más de \$ 25 millones.

funds advisers) cuyo activo *regulatorio* bajo administración (*regulatory assets under management* o RAUM) llegue a los montos considerados como relevantes para la regulación¹⁹⁷.

La finalidad de la *Form PF* es estadística: conocer el riesgo sistémico que aportan al mercado los fondos privados. Debido a que esta regulación está destinada a los fondos con relevancia sistémica, no todos los Fondos privados deben registrarse, sino solo aquellos cuyo RAUM es mayor a 150 millones de dólares, monto que difícilmente alcanzan los fondos de inversión peruanos más grandes.

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

2.3.3. Regulación para fideicomisos de titulización

En el artículo 29 del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos se regula la presentación de información por parte de las sociedades titulizadoras a la SMV.

Las sociedades titulizadoras deben presentar a la SMV, como máximo al segundo día de suscrito el acto constitutivo del fideicomiso de titulización de oferta privada, una comunicación de su celebración.

En el subpunto i) se exige que, cuando la oferta privada esté dentro de los dos supuestos del artículo 4 de la LMV, se presente copia del acto constitutivo. Estos supuestos son los previamente estudiados: ofertas dirigidas a inversionistas institucionales y ofertas de valores mobiliarios con valores nominales mayores a S/250,000.00, monto que debe actualizarse anualmente con el Índice de Precios al por Mayor.

En el subpunto ii) se establece que, en el resto de los casos, se deberán presentar los documentos que sustenten que el fideicomiso se encuentra fuera del ámbito del artículo 4 de la LMV; es decir, que no es de oferta pública. Esta exigencia, introducida en el 2007 mediante Resolución CONASEV N° 087-2007-EF-94.01.1, se encontraría tácitamente derogada, pues en el 2011, mediante el artículo 6 de la Ley N° 29720, se modificó la LMV para prohibir que se emitan valores de oferta privada respaldados por fideicomisos de titulización a inversionistas que no sean institucionales.

Fuera de esta última observación, es fácil entender la finalidad de esta regulación: las sociedades titulizadoras pueden administrar fideicomisos que respalden valores mobiliarios emitidos por oferta privada libremente, pero deberán comunicarlo a la SMV a efectos de que esta pueda realizar sus

¹⁹⁷ El RAUM es un indicador creado por la SEC similar al AUM, pero que busca que se revelen los activos brutos bajo administración, no los netos, como es el caso del AUM. El RAUM solo tiene una utilidad para el regulador, pero no indica, como sí lo hace el AUM, el capital bajo riesgo de los inversionistas. El RAUM siempre será mayor que el AUM.

actividades de fiscalización, dentro de las que está verificar que no se estén realizando ofertas públicas encubiertas.

2.3.4. Regulación nacional para SAFI y SAF

En los artículos 158, inciso d) y 159 del RFI se establece que las SAFI (y por extensión, las SAF) están obligadas a brindar a la SMV, con respecto a sus Fondos privados, información sobre el monto colocado, el número de partícipes, el objeto principal de las inversiones y el nombre del fondo, así como presentar una declaración jurada de cumplimiento de las normas de gestión de Fondos privados. Dicha información deberá actualizarse periódicamente.

Se otorga a la SMV una facultad de solicitar la información que estime adecuada para comprobar el cumplimiento de la regulación de Fondos privados. Al no incluirse supuestos en los que se podrá solicitar dicha información, la redacción del RFI permite interpretar que estos pedidos de información pueden ser discrecionales.

Por último, se establece que la SMV puede dictar medidas cautelares, provisionales o correctivas en caso encuentre indicios de ofertas públicas encubiertas, entre otras infracciones.

Si bien estos tres supuestos tampoco están delimitados en esta norma, deberá tenerse en cuenta el desarrollo de estos conceptos, debiendo entenderse a las ofertas públicas encubiertas en el sentido explicado en el capítulo anterior, a las normas de carácter general como a las leyes y reglamentos que regulan al mercado de valores y al interés público como un concepto general que se deberá interpretar de acuerdo con los principios de la regulación del mercado de valores.

Como se puede deducir de la lectura de su último párrafo, una de las finalidades de la entrega de esta información es, justamente, recolectar indicios o descartar la realización de ofertas públicas encubiertas.

2.4. Diseño de regulación para sociedades gestoras para detectar ofertas públicas encubiertas en fondos de inversión administrados por sociedades gestoras

En el Precedente, en un caso de fideicomisos de titulización, pero haciendo referencia a todas las entidades que supervisa, la SMV precisó las finalidades de un sistema de notificación obligatoria, siendo una, justamente, la de detectar ofertas públicas encubiertas, de forma coherente con las competencias vigentes de la SMV.

Un asunto importante es el AUM mínimo que debe administrar una sociedad gestora para requerir reportarse. Considerando que los fondos privados en el Perú manejan cantidades ínfimas en comparación a los fondos de países del primer mundo, tal vez sea necesario que todos los Fondos privados de sociedades gestoras deban registrarse, pues poner un monto mínimo

resultaría arbitrario y podría incentivar otro tipo de arbitraje regulatorio —crear más de una sociedad gestora con montos menores al reportable—¹⁹⁸.

Si de todas maneras se opta por determinar un monto mínimo, este deberá ser sobre el total del AUM que administra una sociedad gestora y no sobre cada fondo. Lo contrario generaría incentivos perversos para evitar la notificación (crear varios fondos para evitar el AUM mínimo). Entonces, este modelo debe:

- No ser intrusivo para las ofertas privadas. Debe sentirse como un pequeño paso más en cada operación. Reducir lo más posible sus costes y burocracia.
- La SMV debería mantener dicha información de manera confidencial, de ninguna forma deberá publicarla en sus portales institucionales indicando la denominación de la sociedad gestora, ni debería ser obtenible mediante pedidos de información pública. Podría ser utilizado con fines estadísticos, siempre que no se pueda identificar a la sociedad gestora titular de los datos.
- La información mínima a solicitar sería el nombre de la sociedad gestora, su AUM, la cantidad de fondos que tiene y la cantidad de partícipes, con la distinción de si son institucionales o *retail*.
- La SMV solo deberá poder solicitar más información e incluso actuar cuando encuentre indicios de arbitraje regulatorio. Las facultades ya las tiene. Las sociedades gestoras no son entes supervisados, así que mientras no realicen actividades exclusivas de estos, no deberían cargar con costos regulatorios.

No tomar esto en cuenta puede generar problemas. En el caso estadounidense, la notificación obligatoria se realiza a través de la denominada *Form PF (private fund)*. Un estudio sobre su impacto deja en claro que el simple hecho de pedir información periódica afecta la toma de decisiones del 27.91 % de los administradores de fondos obligados a reportar¹⁹⁹; asimismo, que el 17.98 % toma en cuenta la regulación para determinar el AUM de sus fondos. Para el 47.67 % de las gestoras, el costo regulatorio oscila entre USD 50,000.00 y USD 100,000.00 anuales, mientras que para el 3.49 % el costo es mayor a USD 400,000.00²⁰⁰, cantidades prohibitivas en el Perú.

Esto es así porque la información solicitada en la *Form PF* es bastante exhaustiva, ya que se consideró que estos fondos tienen alta relevancia en el riesgo sistémico del país. El dato más revelador es que la *Dodd-Frank Act* de los EE. UU. afecta negativamente las utilidades del 78.26 % de las gestoras de fondos obligadas a reportar²⁰¹.

¹⁹⁸ Esto igualaría las reglas de juego con las SAFI, pues estas reportan todos sus fondos privados independientemente de su AUM.

¹⁹⁹ Kaal, Wulf. "Hedge Fund Manager Registration Under the Dodd-Frank Act". *San Diego Law Review*, Vol. 50 (2013). Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2150377, p. 53.

²⁰⁰ Kaal, Wulf. *Op. Cit.*, p. 56.

²⁰¹ Kaal, Wulf. *Op. Cit.*, p. 67.

Esto no puede suceder en el Perú. La finalidad debe ser brindar a la SMV información básica y suficiente para evitar el arbitraje regulatorio (la cual inclusive podría serle beneficiosa para fines estadísticos), no cargar con costos regulatorios a las gestoras de fondos, preguntado cada pequeño detalle de la administración de cada fondo que administren. Se debe considerar que la *Dodd-Frank Act* se aplica solo a fondos gigantescos y con relevancia sistémica, mientras que el sistema de notificación obligatoria planteado aplicaría a todo fondo de inversión de oferta privada administrado por sociedades gestoras, independientemente de su AUM.

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

Una vez identificada la posibilidad de una oferta pública encubierta, se debe tomar en cuenta lo detallado previamente: que la SMV tiene todas las facultades necesarias para intervenir a la sociedad gestora presuntamente infractora.

3. El arbitraje regulatorio en Fondos privados y la regulación de sociedades gestoras

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

El primer paso para entender la existencia del arbitraje regulatorio y la existencia de las sociedades gestoras es entender la propia estructura de la industria peruana de fondos de inversión.

Como se ha mencionado previamente, a través de los años, el mercado de valores ha pasado a ser uno de inversionistas institucionales²⁰². Como para colocar valores entre los mismos no es necesario realizar ofertas públicas, la mayoría de las ofertas del mercado son privadas²⁰³.

Al respecto, NAVARRETE considera que la razón por la que en el mercado peruano se realizan más ofertas privadas que públicas “se debe a que la oferta privada por definición requiere menos requisitos para su ejecución”²⁰⁴, pues las ofertas privadas requieren menores costos de tiempo y dinero. Asimismo, considera que las obligaciones propias de los emisores de ofertas públicas (hechos de importancia, información financiera, grupo económico, entre otras) son costos operativos adicionales que, inclusive, podrían generar multas en supuestos de incumplimiento.

²⁰² Torres, Narghis. “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* N° 32 (2009): pp. 43-44.

²⁰³ Torres, Narghis. “Contradicciones... Op. cit., 43-44.

²⁰⁴ Navarrete, Joe. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

DÍAZ, afirma que en “un mercado de valores profundo, la mayoría de inversionistas son inversionistas *retail* (...) Por ende, sí resulta conveniente para un emisor una oferta pública porque el mayor costo regulatorio se compensa con un menor costo en el interés pagado a los inversionistas. No obstante, el mercado de valores peruano no es un mercado desarrollado y como se puede apreciar de la data sobre inversionistas y participación en ofertas públicas, la mayoría de los participantes en ofertas públicas no son inversionistas *retail* sino inversionistas institucionales (...)”²⁰⁵.

En similar sentido, LAU-TAM considera que “[e]s un asunto de racionalidad. El mercado de valores peruano es poco profundo e ilíquido”²⁰⁶. En opinión que esta tesis comparte, también afirma que “[l]a mayoría de ofertas públicas se dan por un carácter meramente de cumplimiento regulatorio de los inversionistas o una decisión comercial por la seguridad que puede ofrecer las reglas de la SMV, aunque estas son limitativas en cuanto más estructurado es el producto”²⁰⁷.

En la industria de fondos el caso es el mismo. Tomando en cuenta solo a los fondos administrados por las SAFI y SAF, la relación de fondos privados es de 66 %, contra un 34 % de Fondos públicos inscritos en la SMV²⁰⁸. Según el Anuario Estadístico de la SMV, a diciembre de 2022²⁰⁹, la cantidad administrada por los Fondos públicos es S/6,521,498,194.30²¹⁰. Haciendo cálculos poco complejos, se puede determinar que la relación aproximada del patrimonio bajo administración (en inglés *assets under management* o AUM) entre Fondos públicos y oferta privada sería tal y como se observa el Gráfico N° 1:

²⁰⁵ Díaz, Pedro. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

²⁰⁶ Lau-Tam, Alfredo. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

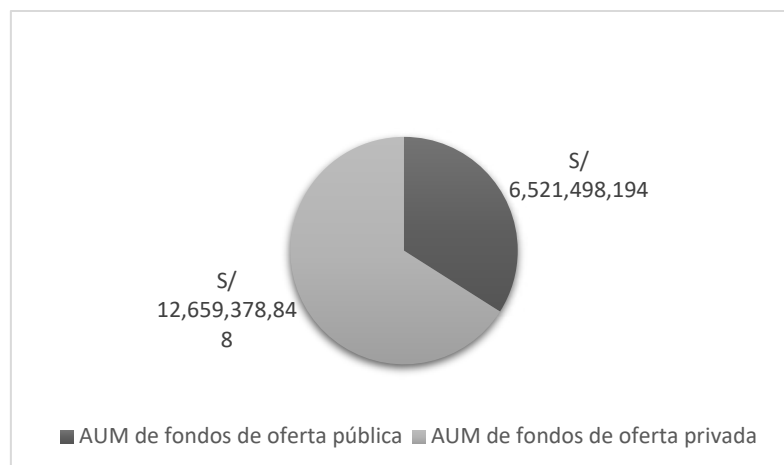
²⁰⁷ *Ibíd.*

²⁰⁸ Peschiera, José. *Op. cit.*

²⁰⁹ Intendencia General de Estudios Económicos. Anuario Estadístico 2022. *Principales Indicadores de los fondos de inversión*. (Lima: SMV, 2023).

²¹⁰ Intendencia General de Estudios Económicos. Anuario Estadístico 2022. *Principales Indicadores de los fondos de inversión*. (Lima: SMV, 2023).

Gráfico N° 1: Relación estimada entre el AUM administrado por fondos de inversión de oferta pública y oferta privada



Fuente: Elaboración propia. AUM de Fondos públicos obtenida de Intendencia General de Estudios Económicos. Anuario Estadístico 2022. *Principales Indicadores de los fondos de inversión*. (Lima: SMV, 2023). AUM de Fondos privados calculado según la relación de 66 % a 34 %.

En los montos establecidos en el Gráfico N° 1 solo se toma en cuenta el AUM de Fondos privados administrados por SAFI o SAF. Debido a que las sociedades gestoras no son supervisadas por la SMV, resulta imposible determinar cuántos fondos administran, qué montos alcanzan, ni cuántos partícipes tienen; sin embargo, al 2019, se estimó que el patrimonio que gestionan los Fondos privados fue el triple que el de los públicos²¹¹.

3.2. ¿Qué hacer con las sociedades gestoras?

Una vez establecido que las sociedades gestoras deberán reportar a la SMV la existencia de sus Fondos privados, el resto de su regulación deberá mantenerse inalterada.

Como se ha explicado, la existencia de las sociedades gestoras se justifica en la estructura del mercado de valores peruano: la predominancia de inversionistas institucionales y, por lo tanto, el poco interés de los actores del mercado en realizar ofertas públicas.

Según la regulación y principios del mercado de valores, su finalidad no es controlar el mercado, sino ordenarlo con transparencia e integridad para que aquellos inversionistas con necesidad de tutela puedan realizar sus inversiones de forma razonable, con la información adecuada.

En ese sentido, siempre que se cumpla con la regulación vigente —y que, por lo tanto, no se realicen ofertas públicas encubiertas— los agentes del

²¹¹ Gestión. “Fondos de inversión ya administran un patrimonio superior a US\$ 4,000 millones en el mercado local”. Accesado el 8 de noviembre de 2019, <https://gestion.pe/economia/mercados/fondos-inversion-administran-patrimonio-superior-us-4-000-millones-mercado-local-227505-noticia/>.

mercado deberían tener la libertad de estructurar sus productos a través de ofertas privadas. Eso incluye, también, a los fondos.

Según lo explicado, en el Perú no es necesario obtener una autorización de organización y funcionamiento como SAFI o SAF para poder administrar Fondos privados. Ello justamente porque, siempre que no vulneren la regulación vigente, estos fondos no tienen relevancia para la SMV, que supervisa las ofertas públicas, de acuerdo con artículo 1 de la LMV.

Por esa razón, la respuesta es clara: luego de establecer un sistema de notificación obligatoria de Fondos privados, las sociedades gestoras deberán seguir existiendo sin necesidad de más modificaciones en su regulación.

Prohibirlas implicaría que toda empresa que desee administrar Fondos privados tenga que obtener una autorización de organización y funcionamiento como SAFI o SAF. Esto significa, también, que bajo la regulación actual estarían obligados a administrar, por lo menos, un Fondo público.

En opinión de esta tesis, esta sería una vulneración al principio constitucional de libertad de empresa. Las empresas tienen libertad para ejercer sus actividades económicas siempre que no las realicen en vulneración a la moral, a la salud, ni a la seguridad pública.

Si bien la libertad de empresa puede estar sujeta a límites y, por lo tanto, estar sujeta a regulación²¹², esta debe justificarse en el respeto de los fines establecidos en la Constitución o de la protección de otros valores constitucionales.

En ese sentido, una vez que se le brindan a la SMV las herramientas necesarias para detectar infracciones a su regulación de ofertas públicas, no existe justificación constitucional o racionalidad económica para prohibir a las sociedades gestoras.

La regulación actual, que exige administrar cuanto menos un Fondo público generaría incentivos perversos: administrar Fondos públicos, que podrían estar dirigidos a un público con necesidad de tutela, solo con la finalidad de aprovechar la autorización para administrar Fondos privados.

Al administrar un fondo de oferta pública por obligación, la SAFI o SAF no tendrían incentivos para administrarlo diligentemente, manteniéndolo operativo solo para cumplir con la regulación.

En ese sentido, la SMV, en su búsqueda por proteger a los inversionistas con necesidad de tutela, estaría creando un ambiente en el que podrían realizar inversiones en fondos de inversión que existen solo porque la SAFI o SAF está obligada a tenerlo.

La SMV aumentaría de forma artificial la cantidad de Fondos públicos y aumentaría también las barreras de entrada al mercado de fondos, pues no todas las sociedades gestoras en el Perú pueden permitirse los costos regulatorios que recaen en una SAFI.

²¹² Echaíz, Daniel. Op. cit., 23-28.

II.4. Definición de categorías de análisis

De acuerdo con HERNÁNDEZ, FERNÁNDEZ y BAPTISTA, en una investigación cualitativa, “las categorías son conceptos, experiencias, ideas, hechos relevantes y con significado”²¹³. Se introducen categorías cada vez que se identifican unidades diferentes del resto de datos, para luego integrar categorías en temas y subtemas universales, que asocien las categorías identificadas inicialmente²¹⁴.

Luego de realizar este procedimiento, se identificaron cinco categorías universales, las que serán definidas a continuación en forma de glosario, de forma coherente con las bases teóricas presentadas previamente:

- **Mercado de Valores:** El mercado de valores es un nexo de contratación de valores mobiliarios a través de una intermediación directa. Reúne agentes deficitarios con necesidad de financiamiento con agentes deficitarios dispuestos a invertir sus excedentes. Es de intermediación directa porque existe una relación inmediata entre ambos agentes, asimismo, los agentes superavitarios asumen el riesgo de la inversión.
- **Fondos de inversión de oferta privada:** Los fondos de inversión son vehículos de inversión colectiva. Su función es captar fondos de una colectividad de inversionistas e invertirlos bajo cuenta y riesgo de estos. Las utilidades que se generen por parte del fondo serán distribuidas entre sus inversionistas de manera proporcional a sus aportes. Los fondos de inversión de oferta privada son aquellos que no inscriben sus certificados de participación en el RPMV, al no realizar ofertas públicas, y pueden ser administrados por SAFI, SAF o sociedades gestoras. Son denominados en esta tesis como Fondos privados
- **Arbitraje regulatorio:** Aplicación del concepto de arbitraje en Finanzas a la práctica legal. En Finanzas, se entiende como arbitraje a la práctica de tomar ventaja de la subvaluación de instrumentos financieros, de manera que se obtienen ganancias libres de riesgo²¹⁵. En ese sentido, el *arbitraje regulatorio* es una práctica que implica identificar dos o más regulaciones aplicables a un mismo hecho regulado y elegir la más conveniente.
- **Fraude a la ley:** Según ESPINOZA, a través del fraude a la ley, se realiza un acto utilizando una norma de cobertura para evitar de forma ilícita los alcances de una norma imperativa²¹⁶. Debido a que esta institución no está regulada en el Decreto Legislativo N° 295, Código Civil (en adelante,

²¹³ Hernández, Roberto; Fernández, Carlos; Baptista, María. Metodología de la investigación. (México: Mc Graw Hill, 2010), p. 452.

²¹⁴ Hernández, Roberto; Fernández, Carlos; Baptista, María. Op. cit., 461.

²¹⁵ Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan. *Investments*. (Nueva York: McGraw-Hill, 2014), p. 324.

²¹⁶ Espinoza, Juan. *Los principios...*Op. cit., 186.

el Código Civil), no existe una sanción establecida para cada caso; sin embargo, las opciones son (i) la nulidad del acto y (ii) aplicar la norma imperativa, desconociendo el acto que se amparó de la norma de cobertura, siendo la segunda la preferida por la doctrina.

- **Ofertas públicas encubiertas:** Este término no ha sido definido normativamente; sin embargo, interpretando sistemáticamente la Quinta Disposición Complementaria Final del ROPP con el numeral 1.1 del Anexo III del Reglamento de Sanciones de la SMV, se colige que las ofertas públicas encubiertas implican la realización de ofertas públicas sin registrarlas antes en el RPMV.

III. HIPÓTESIS Y VARIABLES

III.1. Hipótesis o supuestos hipotéticos

III.1.1. Hipótesis principal

En el punto I.3.1. se planteó el siguiente problema principal:

¿En qué consiste el *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados y en qué supuestos su aplicación puede considerarse un fraude a la ley o una oferta pública encubierta?

Luego del análisis realizado en la presente tesis, se plantea como hipótesis principal la siguiente:

El *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados es una práctica en la que se aprovechan vacíos legales para evitar la aplicación de una regulación desfavorable, específicamente, la regulación de ofertas públicas de fondos de inversión. Implica que, de forma previa a la estructuración de un fondo de inversión, se evalúen los costos regulatorios que este deberá soportar, aplicando la teoría del arbitraje en finanzas al Derecho.

Esta posición es compartida por FLEISCHER, quien considera que el *arbitraje regulatorio* es una *técnica de planeamiento*²¹⁷ que es “consecuencia de un sistema legal con normas de aplicación general que pretenden definir de antemano cómo el sistema legal tratará a las transacciones que se ajusten a dichas normas”²¹⁸.

Asimismo, es compartida con NAVARRETE, quien afirma que el arbitraje regulatorio “es poder utilizar la norma que más convenga a efectos de poder excluirse de la regulación del mercado público”.

Así, ante la concurrencia de normas de aplicación general que definen las características de una operación financiera, existe la posibilidad de que los participantes del mercado adapten una operación para que encaje en la definición normativa que les sea más favorable.

En este contexto, realizar un *arbitraje regulatorio* en fondos de inversión implicaría estructurarlos de forma de que a estos les sea aplicable la regulación con menos costos posible.

Los fondos de inversión pueden ser estructurados a través de ofertas públicas bajo régimen general, ofertas públicas bajo régimen simplificado u ofertas privadas. Considerando que las tres opciones tienen una carga regulatoria distinta, pueden realizarse *arbitrajes regulatorios* con la finalidad de elegir el régimen menos costoso o, incluso, de adaptar la estructura del fondo para que corresponda a una oferta privada o a una oferta pública bajo el régimen simplificado, evitando siempre el régimen general.

²¹⁷ Fleischer, Victor. *Op. Cit.*, 2-3.

²¹⁸ Fleischer, Victor. *Op. Cit.*, 18.

El *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados no es en sí misma una práctica negativa, pues dentro del principio constitucional de libertad de empresa, siempre que no se vulneren los límites establecidos en la constitución, estas actividades podrán realizarse libremente.

Retomando la opinión de AVENDAÑO, los límites a la libertad de empresa también se sitúan en la normativa especial de cada sector económico²¹⁹. En ese sentido, la práctica del *arbitraje regulatorio* en Fondos privados puede llevar a la realización de fraudes a la ley y de ofertas públicas encubiertas en los siguientes supuestos:

- La aplicación del *arbitraje regulatorio* podría implicar la realización de fraudes a la ley, es decir, actos realizados a través de una norma de cobertura para eludir normas imperativas, utilizando el artículo 5 de la LMV (que regula a las ofertas privadas) como norma de cobertura, para evitar la aplicación de la regulación de ofertas públicas. En este supuesto, se divide un fondo con las características propias de un fondo de oferta pública, para evitar la presunción de oferta pública.

Como ejemplo, un fondo de inversión con 100 inversionistas (dentro de la presunción de oferta pública) podría dividirse en cinco fondos de 20 inversionistas cada uno (fuera de la presunción de oferta pública) manteniendo todas sus otras características sin alterar (como las inversiones que realiza, plazo, montos mínimos de inversión, entre otros). No existiría un sustento económico o legal distinto que el de evitar la regulación de ofertas públicas.

- Con respecto a las ofertas públicas encubiertas, al estructurar el fondo de inversión en fraude a la ley a la regulación de las ofertas públicas, se podría configurar lo que se conoce como ofertas públicas encubiertas: la realización de una oferta pública sin cumplir con las formalidades propias de una.

Para entender la línea entre un *arbitraje regulatorio* utilizado como práctica legítima y un *arbitraje regulatorio* utilizado para realizar ofertas públicas encubiertas/fraudes a la ley, se plantea el siguiente caso ficticio:

Una SAFI planea lanzar un fondo de inversión nuevo y, al hacer un análisis de su estructura, tienen la estimación de que la mayoría de los inversionistas que lo suscribirán serán Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Ante tal situación, existen tres regímenes aplicables: el régimen de oferta pública general, el régimen de oferta pública simplificada y el régimen de oferta privada.

El régimen de oferta pública implica altos costos de transacción, pero se llegaría a una mayor cantidad de inversionistas, sean institucionales o *retail*. El régimen de oferta pública simplificada implica que solo los institucionales podrán suscribir los certificados de participación, pero que se realizará una oferta pública a su segmento. El régimen de oferta privada implica que solo se contratará con inversionistas institucionales y tendrán que contar con la red de contactos para conseguirlos, pues no realizan la oferta a través de medios masivos de difusión, lo que significa que los costos de transacción serán mucho menores en términos

²¹⁹ Avendaño, Jorge. Op. cit., 179.

de regulación; asimismo, otros inversionistas institucionales, como los fondos mutuos o empresas de seguros, no podrán invertir en el fondo.

Al considerar que la totalidad de los inversionistas que suscribirán sus cuotas de participación serán AFP, descartan el régimen de oferta pública general. Al tener ya una red de contactos consolidada y suficiente como para conseguir a los inversionistas sin utilizar medios masivos de difusión, se deciden por el régimen de oferta privada²²⁰.

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

Por otro lado, la estructura de *arbitraje regulatorio* identificada por el GRUPO BANCO MUNDIAL (en adelante, la Estructura) es un ejemplo claro de un uso ilegítimo para realizar ofertas públicas encubiertas/fraudes a la ley. La Estructura es la siguiente²²¹:

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

En este caso, la Estructura es relativamente simple: dividir un fondo de inversión cuyas características son propias de uno de oferta pública en varios de menor tamaño y con las mismas políticas de inversión, de forma que no se encuentran dentro de la presunción de oferta pública.

Nuevamente, para la presente tesis se plantea un caso ficticio, esta vez basado en casos reales en disputa actualmente ante la SMV:

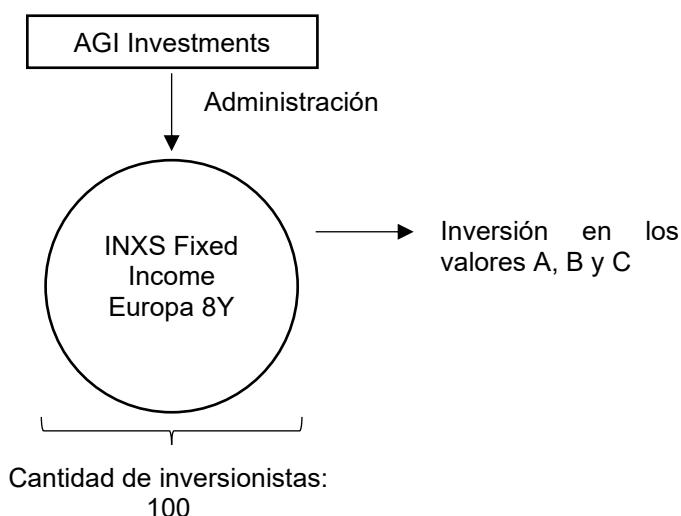
La sociedad AGI investments (por el momento no se determinará si cuenta o no con autorización por parte de la SMV) se encuentra estructurando el fondo de inversión a denominarse *INXS Fixed Income Europa 8Y*, un fondo de renta fija (*fixed income*), a ocho años (8Y), cuyas inversiones se realizarán en empresas de cualquier país de Europa.

Se planea que el fondo se estructure a través de una oferta privada; sin embargo, se prevé que tiene una cantidad potencial de inversionistas de 100. Las inversiones se realizarán en los valores A, B y C. La estructura es la siguiente:

²²⁰ En el caso en cuestión hay más puntos a tener en cuenta, pero desde el punto de vista de las AFP, pues estas pueden invertir poco porcentaje de sus fondos en ofertas privadas.

²²¹ Grupo Banco Mundial. *Diagnóstico...* Op. cit., 25.

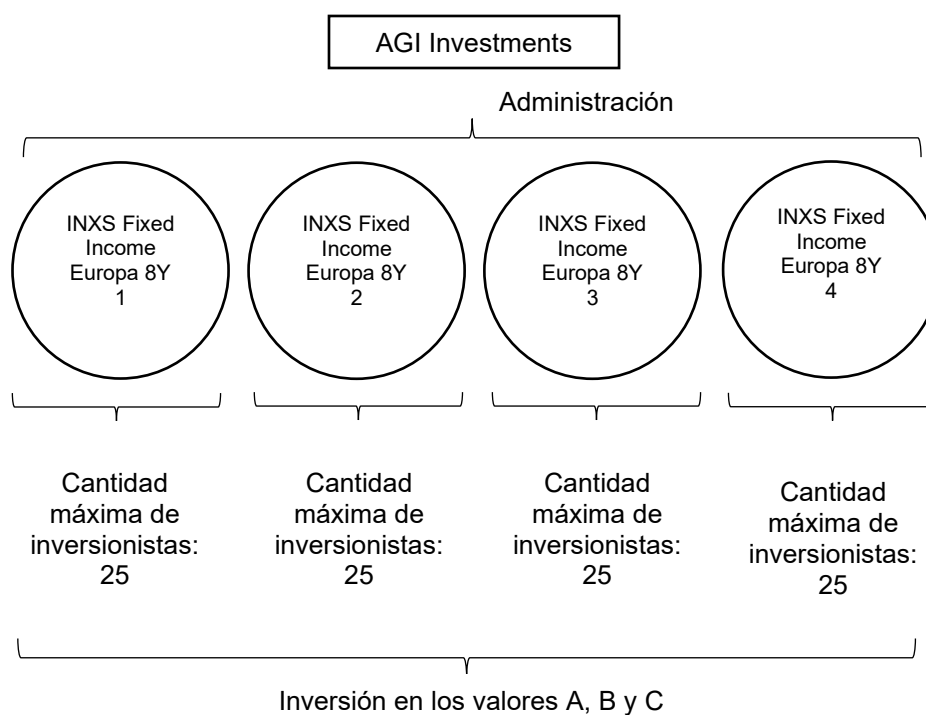
Gráfico N° 2: Estructura simplificada del fondo de inversión INXS Fixed Income Europa 8Y



Fuente: Elaboración propia. La estructura del fondo está simplificada porque se omiten datos como el comité de inversiones, no necesarios para graficar la situación planteada.

Para evitar la presunción de oferta pública, AGI Investments decide dividir el fondo en cuatro: *INXS Fixed Income Europa 8Y 1*, *INXS Fixed Income Europa 8Y 2*, *INXS Fixed Income Europa 8Y 3* e *INXS Fixed Income Europa 8Y 4*, con un máximo permitido de 25 inversionistas por fondo, independientemente de los montos aportados. Esto se puede observar en el Gráfico N° 3:

Gráfico N° 3: Estructura simplificada de los fondos de inversión INXS Fixed Income Europa 8Y 1, 2, 3 y 4



Fuente: Elaboración propia. La estructura de los fondos está simplificada porque se omiten datos como sus comités de inversiones, no necesarios para graficar la situación planteada.

El resultado es que, si bien la operación global calificaría presuntamente como una de oferta pública, los fondos separados escapan de esta presunción. En ese sentido, la Estructura no tendría ninguna sustancia económica ajena a evitar la presunción de oferta pública.

En ese sentido, la conclusión de la presente tesis es que la Estructura configura un supuesto de ofertas públicas encubiertas y, por lo tanto, también de un fraude a la ley.

III.1.2. Primera hipótesis secundaria

En el punto I.3.2. se planteó el siguiente problema secundario:

¿La realización del *arbitraje regulatorio* en Fondos privados justifica modificar la legislación de fondos de inversión?

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

La existencia del *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados sí justifica la realización de modificaciones en la regulación de Fondos privados, pero solo con respecto a los administrados por sociedades gestoras.

A diferencia de las SAFI, las sociedades gestoras no presentan a la SMV información suficiente para detectar fraudes a la ley y ofertas públicas encubiertas en sus operaciones, lo que permite que se realicen *arbitrajes regulatorios* contra la normativa del mercado de valores sin posibilidad de ser detectados sin que medie una denuncia o un hecho público que amerite la realización de una investigación de oficio²²².

Siguiendo a NAVARRETE, quien no está de acuerdo con que las sociedades gestoras presenten información a la SMV, considera que antes debería determinarse cuál sería el fundamento o la necesidad de la obligación²²³. Siguiendo su opinión debería sustentarse en fines estadísticos, protección al inversionista, transparencia o riesgo sistémico.

En nuestra opinión la justificación de este sistema de notificación obligatoria estaría en detectar la realización de actividades de competencia de la SMV sin contar con autorización para ello. En sentido similar, DÍAZ afirma que las sociedades gestoras no deben presentar información o ser supervisadas “en tanto cumplan con su rol: mantener fondos privados y revelar esta condición al público”, pues las sociedades gestoras “no son malas per se, en tanto se

²²² De acuerdo con lo establecido en la LFI y la tercera disposición complementaria del RFI, la SMV no supervisa los fondos de inversión administrados por sociedades gestoras.

²²³ Navarrete, Joe. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

mantengan en su mercado y se dirijan solo a los inversionistas que la ley les permite”.

Continúa afirmando que “[e]l problema está cuando la supervisión es deficiente y no se detectan prácticas ilícitas como ofertas públicas encubiertas. Para evitar este supuesto, el regulador debe hacer un esfuerzo por generar incentivos para inversionistas e incluso miembros de estas gestoras de denunciar estos esquemas”²²⁴.

Ya en el Precedente, la SMV precisó los alcances de su revisión sobre ofertas privadas, justamente para investigar la realización de ofertas públicas encubiertas²²⁵.

En ese mismo sentido, debido a esta falta de información, según el Diario Gestión, el entonces superintendente del mercado de valores habría manifestado que en la SMV “existe una preocupación por los vehículos privados pues no se tiene información sobre cómo están funcionando”²²⁶.

Para poder detectar arbitrajes regulatorios en fraude a la ley realizados por sociedades gestoras, se deberá establecer un sistema de notificación obligatoria en el que presenten la misma información que presentan las SAFI a la SMV con respecto a sus Fondos privados; es decir, monto del patrimonio del fondo y cantidad de partícipes, con la indicación de si son institucionales o *retail*, sin que esto implique una supervisión por parte de la SMV. La posición de esta tesis es que no se justifican solicitudes adicionales de información a las mencionadas.

III.1.3. Segunda hipótesis secundaria

En el punto I.3.2. se planteó el siguiente problema secundario:

¿Cuál es el tratamiento legal que corresponde a las sociedades gestoras y a sus fondos de inversión?

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

El tratamiento legal que corresponde a las sociedades gestoras y a sus fondos de inversión debe mantenerse: deben seguir siendo permitidos sin que las sociedades gestoras sean supervisadas por la SMV.

En ese sentido, complementando la afirmación del superintendente del mercado de valores, quien ha manifestado que la SMV estaría evaluando su competencia sobre ofertas privadas de fondos de inversión²²⁷, consideramos que

²²⁴ Díaz, Pedro. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

²²⁵ O para detectar si una entidad supervisada realiza actividades que no estén permitidas.

²²⁶ Gestión. “SMV preocupada... Op. Cit.

²²⁷ Gestión. “SMV preocupada... Op. Cit.

esta competencia solo debería modificarse para prevenir *arbitrajes regulatorios* contra la normativa del mercado de valores, no para supervisar a las ofertas privadas o a las sociedades gestoras en sí mismas.

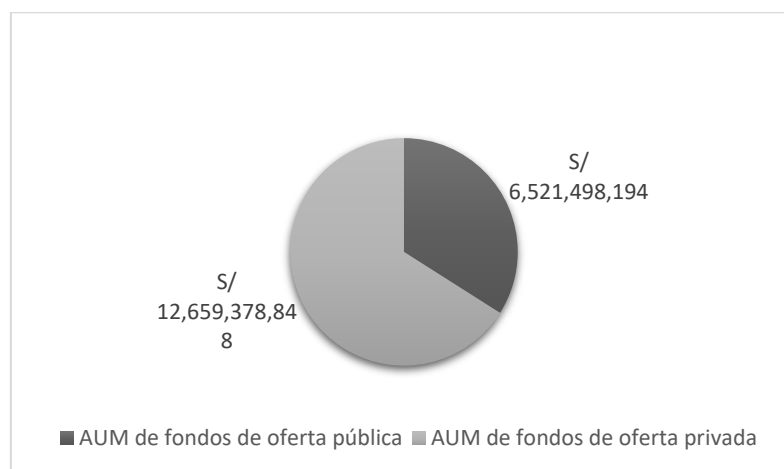
En ese mismo sentido, NAVARRETE comparte que las sociedades gestoras no deben ser supervisadas, además, agrega que “[a]sí como no hay un mercado de oferta de acciones (renta variable) en el país, no habría un mercado de certificados de participación de fondos (renta variable) si metemos a las gestoras al régimen de supervisión”²²⁸.

Respecto a ello, LAU-TAM, sobre supervisar a las sociedades gestoras, afirma que eso no sucede “en ningún mercado en donde esta industria está más desarrollada” y lo que debe modificarse es “qué se concibe estrictamente como inversionista institucional y que no”²²⁹.

Al no administrar Fondos públicos, las sociedades gestoras se deben mantener fuera de la competencia de la regulación y supervisión de la SMV, pues la existencia del *arbitraje regulatorio* contra la normativa del mercado de valores no justificaría una modificación normativa de esta naturaleza.

Debe recordarse la relación entre fondos de inversión de oferta pública y de oferta privada, expresada en el Gráfico N° 1:

Gráfico N° 1: Relación estimada entre el AUM administrado por fondos de inversión de oferta pública y oferta privada



Fuente: Elaboración propia. AUM de Fondos públicos obtenida de Intendencia General de Estudios Económicos. Anuario Estadístico 2022. *Principales Indicadores de los fondos de inversión*. (Lima: SMV, 2023). AUM de Fondos privados calculado según la relación de 66 % a 34 %.

Los Fondos privados superan ampliamente en patrimonio bajo administración a los Fondos públicos. En ese sentido, la existencia de las sociedades gestoras está justificada en la estructura del mercado de valores peruano.

²²⁸ Navarrete, Joe. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

²²⁹ Lau-Tam, Alfredo. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

La posición de esta tesis es que, para las administradoras (SAFI, SAF y sociedades gestoras), no es atractivo estructurar Fondos públicos y el problema no es solo de regulación, sino de la estructura del mercado misma, por la predominancia de inversionistas institucionales.

Muchos Fondos públicos existirían solo porque la regulación lo exige. Tal como se mencionó capítulos atrás, para que una AFP invierta en un fondo de una sociedad gestora, debe cumplir con requisitos bastante prohibitivos, por lo que estas buscaban obtener una licencia de SAFI solo para que las AFP pudieran invertir en sus fondos privados.

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

Evidentemente, luego de esta disposición muchas SAFI comenzaron a estructurar sus primeros Fondos públicos, pues ahora se les imponía hacerlo. Pasados nueve años, gracias a esta imposición regulatoria, se puede apreciar lo siguiente:

- La mayoría de SAFI, según las estadísticas de la SMV, solo tienen un fondo de inversión por oferta pública (o un par)²³⁰. Inclusive, de la revisión manual de sus reglamentos de participación, se observa que la mayoría son del régimen simplificado, lo que prueba el poco interés de colocarlos en el mercado en general²³¹.
- De la revisión manual de las memorias anuales de las SAFI, se observa que la mayoría de estas concentran casi todo el patrimonio obtenido de sus partícipes en sus fondos de oferta privada.

Esto permite llegar a una conclusión: muchos Fondos públicos existen solo porque es obligatorio que existan. Lo que hace llegar a otra conclusión: los Fondos públicos, en general, no son atractivos para las sociedades gestoras, ni para las propias SAFI o SAF.

En el Gráfico N° 1 se demuestra que, solo tomando los datos oficiales que proporciona la SMV (que incluyen solo a las SAFI y SAF), la relación entre Fondos públicos y Fondos privados es de 34 % a 66 %, muy a favor de las ofertas privadas.

Cabe resaltar que estos números se obtienen solo con las estadísticas brindadas por la SMV o por su exsuperintendente. Añadiendo los datos que proporciona el mercado la brecha aumenta. De acuerdo con el DIARIO GESTIÓN,

²³⁰ Hay 29 SAFI/SAF registradas en el Registro Público del Mercado de Valores. De todas esas, solo ocho tienen más de dos fondos de inversión de oferta pública inscritos a diciembre de 2023. En: Intendencia General de Estudios Económicos. Anuario Estadístico 2022. *Principales Indicadores de los fondos de inversión*. (Lima: SMV, 2023).

²³¹ Pues van dirigidos a inversionistas institucionales, principalmente a las AFP. Regulatoriamente son prácticamente ofertas privadas.

al 2019, se estimó que el patrimonio administrado por los Fondos privados fue el triple que el de los públicos²³².

En ese camino, la existencia de las sociedades gestoras se justificaría en la estructura del mercado de fondos peruano. Los actores del mercado siempre buscarán reducir sus costos de transacción y utilizarán las opciones legales más eficientes para cumplir esa meta. En ese mismo sentido, LAU-TAM afirma que “[l]a mayoría de ofertas públicas se dan por un carácter meramente de cumplimiento regulatorio de los inversionistas o una decisión comercial por la seguridad que puede ofrecer las reglas de la SMV, aunque estas son limitativas en cuanto más estructurado es el producto”²³³.

Esto no significa que se deba ignorar que a través de la Estructura se vulnere la regulación de ofertas públicas, a través de la ejecución de ofertas públicas encubiertas, por lo que una vez que se identifique su uso deberá sancionarse, de acuerdo con lo establecido en la hipótesis principal de la presente tesis.

Sin embargo, los argumentos expuestos no justifican modificaciones con respecto a la competencia de la SMV en las sociedades gestoras, fuera de la precisada en la primera hipótesis secundaria.

Al respecto, siguiendo el principio constitucional de libertad de empresa, esta tesis considera que, si bien la libertad de empresa permite la regulación de las actividades económicas, no existe sustento legal y/o económico para limitar y/o prohibir las actividades de las sociedades gestoras, fuera de lo argumentado en la primera hipótesis secundaria.

Esta tesis coincide con AVENDAÑO, quien afirma que “estos derechos constitucionales sólo pueden ser limitados por normas que tengan una motivación razonable, es decir, cuando exista una razón fundada, basada en el interés general”²³⁴. Asimismo, con BERNALES, quien considera que, a través de este principio se admite evaluar la constitucional que las normas que atenten contra este²³⁵.

En ese sentido, una norma que prohíba a las sociedades gestoras o que limite sus actividades, sin realizar un estudio previo que justifique su conveniencia, de modo similar al realizado en la primera hipótesis secundaria de la presente tesis, sería inconstitucional.

Considerando lo expuesto previamente, se considera que la existencia del *arbitraje regulatorio* en Fondos privados no justifica ninguna modificación distinta de la propuesta en la primera hipótesis secundaria de la presente tesis.

²³² Gestión. “Fondos de inversión... Op. cit.

²³³ Lau-Tam, Alfredo. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

²³⁴ Avendaño, Jorge. Op. cit., 179.

²³⁵ Bernales, Enrique. *La constitución de 1993. Análisis comparado*. (Lima: Constitución y Sociedad, 1999), p. 354.

III.2. Sistemas y categorías de análisis

Tabla N° 1: Sistema de categorías de análisis

Categorías	Descriptorios
A. Mercado de Valores	a. Regulación b. Ofertas públicas y privadas c. Vehículos de inversión del mercado de valores d. SMV - Competencia
B. Fondos de inversión	a. Regulación b. Sociedades administradoras de fondos de inversión c. Sociedades gestoras d. Fondos de inversión de oferta privada
C. Arbitraje y <i>arbitraje regulatorio</i>	a. Principios: libertad de empresa
D. Fraude a la ley	a. Normas imperativas b. Normas dispositivas
E. Ofertas públicas encubiertas	a. Regulación b. Presunción de oferta pública
F. El <i>arbitraje regulatorio</i> en los fondos de inversión de oferta privada	a. Relación del <i>arbitraje regulatorio</i> en fondos de inversión de oferta privada con el fraude a la ley y las ofertas públicas encubiertas b. Pertinencia de regulación para evitar o mitigar el <i>arbitraje regulatorio</i> en fondos de inversión de oferta privada c. El <i>arbitraje regulatorio</i> en fondos de inversión de oferta privada y la regulación de sociedades gestoras

IV. MATERIALES Y MÉTODOS

IV.1. Enfoque de la investigación

La presente tesis tiene un enfoque de investigación inductivo, cuya finalidad es analizar el fenómeno observado, no comprobar su existencia.

A través del método inductivo, que es un método científico, se derivan conclusiones generales a partir de premisas individuales.

IV.2. Tipo de investigación

El tipo de investigación es dogmático-jurídica.

Siguiendo la Resolución de Decanato N° 027-D-FD-2020, de la unidad de posgrado de la facultad de Derecho de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, la investigación dogmático-jurídica implica el planteamiento de un problema, cuya propuesta se presenta en la investigación. Requiere, asimismo, “un tema específico, el planteamiento de un problema debidamente delimitado, así como la propuesta de solución fundamentada o tesis propiamente dicha, conclusiones, recomendaciones”.

En la presente tesis se analiza la regulación vigente de las ofertas públicas y privadas, fondos de inversión, fraudes a la ley y ofertas públicas encubiertas, con la finalidad de ubicar sistemáticamente al *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados dentro del ordenamiento jurídico peruano y así poder determinar su naturaleza jurídica y si requiere de un tratamiento legal particular para prevenirlo o mitigarlo.

IV.3. Diseño de investigación

La presente tesis tiene un diseño cualitativo. En ese sentido, evalúa el desarrollo natural de los sucesos, al no haber manipulación ni estimulación con respecto a la realidad²³⁶. Asimismo, aunque es inductivo, requiere de un conocimiento en profundidad de la materia abordada²³⁷.

En cuanto al alcance, se trata de una investigación descriptiva.

La presente tesis se ha estructurado de acuerdo con el Modelo 2. *Investigación cualitativa*, contenido como Anexo 2B: “Estructura del cuerpo de la tesis” de la “Directiva General para realizar, presentar y sustentar el trabajo de investigación para la obtención del grado académico de bachiller, la tesis o el trabajo de suficiencia profesional para la obtención del título profesional en la UNMSM” y el “Reglamento General de Grados y Títulos de la Facultad de Derecho y Ciencia Política de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos”.

²³⁶ Corbetta, citado por Hernández, Roberto; Fernández, Carlos; Baptista, María. Op. cit., 9.

²³⁷ Hernández, Roberto; Mendoza, Christian. *Metodología de la investigación. Las rutas cuantitativa, cualitativa y mixta*. (México: Mc Graw Hill, 2018), p. 392.

IV.4. Credibilidad de la investigación

A fin de juzgar el entendimiento completo y profundo de las experiencias vinculadas con el planteamiento del problema, se ha incluido en esta tesis todo el material disponible sobre la materia de estudio, según lo indicado en el marco teórico y en las limitaciones de la investigación.

En ese sentido, no se ha realizado una selección de materiales favorables a la posición del autor, ni se han descartado materiales que puedan refutarla, evitando así la falacia de la prueba anecdótica y el uso selectivo de la evidencia.

Al respecto, se debe recordar la principal limitación de la presente investigación: la falta de desarrollo académico de la situación problemática estudiada en esta tesis.

Por último, las estadísticas y datos económicos citados en la presente investigación proceden de fuentes oficiales (cuando se realizan referencias a ofertas públicas) o fuentes no oficiales de alto rigor, como diarios de Economía y Finanzas (al hacer referencia a transacciones realizadas a través de ofertas privadas).

IV.5. Sujetos de estudio

Los sujetos de estudio de la presente tesis son aquellas empresas que administren fondos de inversión, independientemente de si estos son de oferta pública o privada o de si cuentan o no con autorización de organización y funcionamiento otorgada por la SMV. En otras palabras, los sujetos de estudio son las SAFI, las SAF y las sociedades gestoras.

Se excluyen como sujetos de estudio a las personas o empresas que administren otros tipos de patrimonios autónomos, como sociedades de gananciales, sucesiones indivisas, fideicomisos bancarios, fideicomisos de titulación de activos, fondos mutuos, entre otros.

IV.6. Procedimientos, técnicas e instrumentos de recolección de información

IV.6.1. Procedimiento de recolección de información

De conformidad con un enfoque cualitativo de investigación, que permite (e incluso fomenta) el regreso a etapas previas según las necesidades de la investigación²³⁸ el procedimiento de recolección de información implicó la recolección de datos según estos emerjan o sean considerados necesarios conforme al avance de la investigación; es decir, en ningún momento de la investigación se cerró la recolección de datos.

²³⁸ Corbetta, citado por Hernández, Roberto; Fernández, Carlos; Baptista, María. *Metodología de la investigación*. (México: Mc Graw Hill, 2010), p. 9-13

IV.6.2. Técnica de recolección de información

Con respecto a la técnica de acopio de información, esta fue documental y a través de entrevistas.

Se realizó una revisión y análisis de la doctrina jurídica y literatura económica vinculadas al mercado de valores, finanzas, fondos de inversión y a las ramas del Derecho que regulen todas estas materias, incluyendo el Derecho del Mercado de Valores, Derecho Societario, Derecho Cambiario y Derecho Civil. También se recolectaron documentos y materiales sobre legislación y jurisprudencia, tanto nacional como extranjera, que sea relevante para la materia de estudio.

Si bien se citan estadísticas, estas no se utilizan para medir o cuantificar un fenómeno, sino que se utilizan como documentos de apoyo para comprender el fenómeno estudiado.

IV.6.3. Instrumentos de recolección de información

Los instrumentos de recolección de información fueron documentos físicos y digitales. La doctrina jurídica ha sido obtenida de libros y artículos de Derecho Civil y Comercial y Derecho del Mercado de Valores; asimismo, la literatura económica fue obtenida de libros y artículos de Economía, Finanzas e Inversiones, según lo especificado en Sección II, Revisión de la literatura.

En cuanto a las entrevistas, se entrevistó a tres especialistas en Derecho del Mercado de Valores con un mínimo de diez años de experiencia en la materia. Se realizaron cinco preguntas abiertas.

Se entrevistó a los siguientes especialistas:

- **Alfredo Lau-Tam Oyafuso.** Abogado especialista en Finanzas Estructuradas, Private Equity y Mercado de Capitales. Socio del estudio Muñiz, Olaya, Meléndez, Castro, Ono & Herrera. Abogado por la Universidad San Martín de Porres. Estudios de posgrado en Derecho Financiero y Finanzas Corporativas en la Universidad ESAN. Diploma en Finanzas por la Universidad Complutense de Madrid. Diploma del Programa de Fintech de la Universidad de Oxford, Saïd Business School.
- **Joe Navarrete Pérez.** Abogado especialista en Derecho Corporativo, Derecho del Mercado de Valores y Derecho Civil. Asociado Sénior del Estudio Martinot Abogados. Abogado por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo por la Universidad ESAN. Programas de dirección de empresas y tributación empresarial por la Universidad ESAN.
- **Pedro Díaz Medina.** Abogado Especialista en Regulación del Mercado de Valores, Instituciones Financieras y Derecho Empresarial. Abogado (*foreign attorney*) en Arnold & Porter Kaye Scholer LLP, Washington DC, Estados Unidos. Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Máster en Derecho por la Universidad de Cornell. Diploma en Mercado de Valores por la Universidad ESAN y en Gestión Financiera por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Certificado CFA Claritas.

IV.7. Análisis de datos

Reiterando lo indicado en el numeral IV.6.1. del presente capítulo, debido a que el enfoque cualitativo fomenta el regreso a etapas previas según las necesidades de la investigación, la primera etapa del análisis de datos implicó ordenar los datos recolectados, que por su naturaleza son no estructurados, lo que permitió su posterior análisis para la preparación de la primera sección de esta tesis, incluyendo la descripción de la realidad problemática, la definición de los problemas y los objetivos.

Posteriormente, el análisis de datos comprendió deducir sus significados, encontrando similitudes, diferencias, significados, patrones, siempre de acuerdo con planteamiento del problema, así como señalar las categorías iniciales.

Por último, el análisis de datos conllevó a la construcción de las tres hipótesis: una principal y dos secundarias.

V. RESULTADOS

Dentro del margen de una investigación jurídica, la hipótesis principal fue desarrollada utilizando la argumentación sistemática, ubicando la estructura identificada por el Grupo Banco Mundial dentro del ordenamiento jurídico peruano, identificándola con las instituciones del fraude a la ley y las ofertas públicas encubiertas.

Asimismo, también en el margen de una investigación jurídica, para la elaboración de la primera hipótesis secundaria se analizaron las competencias actuales de la SMV, se revisó la regulación en la misma materia de otros vehículos de inversión y se revisó regulación comparada, para concluir que el problema estudia sí amerita modificaciones a la regulación de Fondos privados, pero solo respecto a aquellos administrados por sociedades gestoras.

Por último, para la elaboración de la segunda hipótesis secundaria, se tomaron en cuenta las estadísticas de la SMV e información adicional de medios privados, con la finalidad de probar la configuración del mercado peruano de fondos de inversión. Con este entendimiento, fue posible realizar una propuesta acorde con la realidad económica del mercado peruano.

V.1. Presentación y análisis de resultados

A continuación, se presentará el resultado de la presente tesis, en la que, como consecuencia de la aplicación de las hipótesis, se planteará un proyecto de modificación al RFI y su correspondiente exposición de motivos.

V.1.1. Proyecto de modificación al RFI y exposición de motivos

A través de la presente tesis, se propone un proyecto de modificación al RFI, siguiendo la primera hipótesis secundaria, según la cual “[l]a existencia del *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados sí justifica la realización de modificaciones en la regulación de fondos de inversión de oferta privada, pero solo con respecto a los administrados por sociedades gestoras”.

En ese sentido, se plantea la siguiente modificación a la Tercera Disposición Complementaria Final del RFI, contenida en la siguiente propuesta normativa:

FÓRMULA LEGAL

MODIFICACIÓN A LA TERCERA DISPOSICIÓN COMPLEMENTARIA FINAL DEL REGLAMENTO DE FONDOS DE INVERSIÓN Y SUS SOCIEDADES ADMINISTRADORAS, APROBADO MEDIANTE RESOLUCIÓN SMV N° 029- 2014-SMV-01

Artículo 1.- Disposición modificatoria

Modifíquese el segundo párrafo de la Tercera Disposición Complementaria Final del “Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras”, el mismo que quedará redactado con el siguiente texto:

“Tercera.- Sociedades gestoras de fondos privados

(...)

***Las sociedades gestoras que no tengan como fin administrar fondos cuyos certificados de participación se coloquen por oferta pública y que, por tanto, no se encuentren bajo la competencia de la SMV deberán remitir a la SMV la información exigida a las Sociedades Administradoras establecida en el artículo 159 del presente Reglamento, en los mismos plazos allí establecidos. La presentación del reporte no implica una supervisión por parte de la SMV hacia las sociedades gestoras y solo podrá utilizarse para investigar indicios de encubrimiento de ofertas públicas. La SMV, de verificar que existen indicios de incumplimiento del presente artículo, podrá comunicar tal circunstancia a la entidad competente con el fin de adoptar las sanciones respectivas, de ser el caso. (...)*”**

EXPOSICIÓN DE MOTIVOS

1) Fundamentos de la propuesta normativa

La finalidad de la presente propuesta normativa es adecuar la normativa de fondos de inversión a las recomendaciones del Grupo Banco Mundial en la hoja de ruta realizada sobre el mercado de valores peruano (la “Hoja de ruta”).

Los fondos se regulan en la “Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras” (la “LFI”).

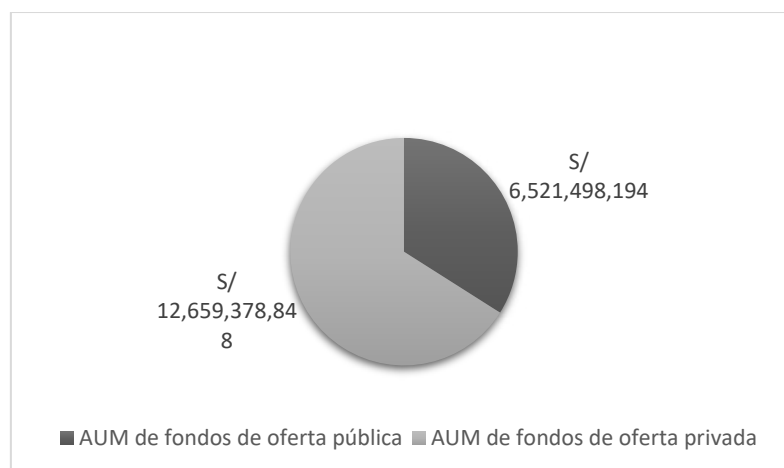
En el artículo 12 de la LFI, se establece que aquellas sociedades que no busquen gestionar fondos de inversión públicos (los “Fondos públicos”) deberán difundir a sus destinatarios que la SMV no supervisa sus ofertas, reconociendo la posibilidad de que existan sociedades que gestionen fondos de inversión privados (los “Fondos privados”) sin que estén en la esfera de control de la SMV.

Asimismo, en el Reglamento de la LFI (el “RFI”) regula a las denominadas *sociedades gestoras* en su Tercera Disposición Complementaria Final.

2) Fundamento técnico de la propuesta normativa

Según estadísticas de la SMV, presentadas a través de su Anuario Estadístico de 2022 y de su exsuperintendente, la relación entre Fondos privados y Fondos públicos es la siguiente:

Relación estimada entre el AUM administrado por Fondos públicos y Fondos privados



Fuente: Elaboración propia. AUM de Fondos públicos obtenida de la Superintendencia del Mercado de Valores. Anuario Estadístico 2022. Principales Indicadores de fondos de inversión. Intendencia General de Estudios Económicos. Diciembre 2022. AUM de Fondos privados calculado según la relación de 66 % a 34 %, informada por el exsuperintendente del mercado de valores²³⁹.

Como se observa, existe una predominancia de los Fondos privados por sobre los Fondos públicos. Inclusive, se observa que la mayoría de las administradoras de fondos de inversión supervisados por la SMV solo administran un fondo de inversión por oferta pública (o un par)²⁴⁰. Inclusive, de la revisión manual de estos fondos se verifica que la mayoría son del régimen simplificado, lo que prueba el poco interés de colocarlos en el mercado en general.

La razón recaería en la estructura del mercado peruano, en el que dominan los inversionistas institucionales, los que no requieren de protección por parte de la SMV y, por lo tanto, no es necesario realizar ofertas públicas para que estos inviertan.

La LFI y el RFI permiten que los fondos de inversión sean administrados por sociedades no supervisadas por la SMV, denominadas “sociedades

²³⁹ Peschiera, José. Op. cit.

²⁴⁰ Hay 29 SAFI/SAF registradas en el RPMV. De todas esas, solo ocho tienen más de dos fondos de inversión de oferta pública inscritos a diciembre de 2023. En: Intendencia General de Estudios Económicos. Anuario Estadístico 2022. *Principales Indicadores de los fondos de inversión*. (Lima: SMV, 2023).

gestoras". Las sociedades gestoras no reportan información a la SMV sobre sus actividades, al no administrar Fondos públicos.

El Grupo Banco Mundial, a través de la Hoja de ruta, indicó que se está realizando un arbitraje regulatorio para evitar las autorizaciones de la SMV propias de una oferta pública²⁴¹.

Según se ha identificado, la SMV cuenta con facultades para intervenir y revisar a los fondos privados que realicen los denominados "arbitrajes regulatorios" utilizados para evitar estos procedimientos

Sin embargo, para efectos de investigar estos hechos, la SMV solo recibe información sobre los fondos privados gestionados por las SAFI y las SAF.

Por otro lado, según la redacción actual de la Tercera Disposición Complementaria Final del RFI, la SMV no recibiría información sobre los fondos privados administrados por sociedades gestoras.

En ese sentido, la SMV solo puede detectar y, por lo tanto, investigar estos hechos si la sociedad gestora es denunciada por un inversionista o si esta es advertida por hechos públicos que manifiestamente den a entender la posible existencia de una oferta pública encubierta.

Por ello, se plantea la siguiente modificación al segundo párrafo de la Tercera Disposición Complementaria Final del RFI.

3) Análisis costo-beneficio

La promulgación de esta modificación normativa tiene por finalidad subsanar un vacío legal en la regulación de Fondos privados administrados por sociedades gestoras. Su aprobación implicará la reducción de costos a la SMV en materia de investigación, pues la información necesaria para investigar le será proporcionada directamente.

A través de la presente propuesta normativa no se plantea un nuevo sujeto supervisado, por lo que no genera gastos en su implementación o costos por parte de los operadores de la LMV.

Por último, esta modificación no implicará gastos adicionales al Erario Nacional, debido a que las modificaciones son estrictamente normativas y la SMV ya cuenta con la plataforma necesaria para recibir el reporte.

²⁴¹ Grupo Banco Mundial. *Diagnóstico...* Op. cit., 25.

VI. DISCUSIÓN

VI.1. Sobre la naturaleza del *arbitraje regulatorio* en Fondos privados y su relación con el fraude a la ley y las ofertas públicas encubiertas

Según se ha indicado en las secciones anteriores, la Estructura cumple con las características para ser considerada como un esquema de ofertas públicas encubiertas y, por lo tanto, también como un esquema de fraude a la ley.

La razón es simple: no existe una justificación económica, distinta a evadir la presunción de oferta pública, para dividir un fondo con un mismo objeto de inversión en varios fondos de características similares, pero de menor cantidad de inversionistas.

En ese camino, una vez que se identifique la realización de estas prácticas, esta tesis considera que la Estructura se realiza en fraude a la ley, debido a que se utiliza la normativa de ofertas privadas como norma de cobertura, para evadir la normativa de ofertas públicas de fondos de inversión.

Discrepamos de TABOADA, quien considera que la sanción a los fraudes a la ley debe ser la nulidad del negocio²⁴²; por el contrario, coincidimos con ESPINOZA y con DIEZ-PICAZO y GUILLÓN, quienes consideran que la sanción debe ser la aplicación de la norma imperativa eludida, desconociendo el acto realizado al amparo de la norma de cobertura^{243/244}.

Por ello, esta tesis concluye que la sanción a la realización de la Estructura debe ser aplicar la regulación de ofertas públicas, por ser la normativa imperativa eludida.

Adicionalmente, esta tesis también considera que la Estructura implica la realización de ofertas públicas encubiertas, según son reguladas en la Quinta Disposición Complementaria Final del ROPP y en el Reglamento de Sanciones.

A pesar de no estar reconocido de esa forma, esta tesis considera que las ofertas públicas encubiertas siempre coincidirán con un fraude a la ley, siendo las primeras una regulación especial del mercado de valores y la segunda una institución general del Derecho. Nos remitimos a argumentación presentada en el Capítulo 4 de las bases teóricas de la presente tesis.

VI.2. Sobre la conveniencia de realizar modificaciones a la regulación de fondos de inversión para prevenir y/o mitigar el *arbitraje regulatorio*

Con respecto a las medidas para prevenir y/o mitigar este esquema de *arbitraje regulatorio*, la postura de la presente tesis es que la única modificación

²⁴² Taboada, Lizardo. Op. cit., 356.

²⁴³ Espinoza, Juan. *Los principios...* Op. cit., 186.

²⁴⁴ Díez-Picazo, Luis; Gullón, Antonio. Op. cit., 189.

adecuada es establecer un sistema de notificación obligatoria de ofertas privadas a las sociedades gestoras de fondos de inversión.

A efectos de diseñar una regulación de fondos de inversión, debe tomarse en cuenta que una regulación demasiado imperativa puede aumentar las barreras de entrada al mercado de valores, lo que disminuiría su competencia. Además, la regulación suele ser de difícil monitoreo, por lo que requiere de un esfuerzo difícil de asumir por parte del supervisor.

Por el contrario, una regulación demasiado dispositiva —en este caso, no imponer ninguna obligación de revelar información— no establecería incentivos adecuados para revelarla, proteger la integridad del mercado o proteger al inversionista.

Se ha demostrado en esta tesis que la SMV tiene todas las facultades necesarias para investigar y/o sancionar la Estructura, siempre que se trate de Fondos privados administrados por SAFI o SAF.

Asimismo, se ha demostrado en esta tesis que el caso no es el mismo con las sociedades gestoras. Debido a que estas no presentan información de ninguna clase a la SMV, esta última no tiene formas de identificar e investigar estas operaciones, salvo que exista una denuncia por parte de un inversionista o un acto público que dé señales de una infracción y amerite el inicio de una investigación de oficio.

En ese sentido, un sistema de notificación obligatoria igualaría las condiciones sobre este fenómeno entre las SAFI, SAF y las sociedades gestoras, sin incluir mayor carga regulatoria a las sociedades gestoras que, por su naturaleza, no deben ser supervisadas por la SMV bajo ningún concepto, como se argumentó en la segunda hipótesis secundaria.

Como se explicó en esta tesis, a nivel comparado, el sistema de notificación obligatoria se utiliza en Chile y en los EE. UU.

En el caso chileno, las sociedades anónimas cerradas que administren fondos privados son consideradas como *entidades informantes* y deben presentar a la Comisión para el Mercado Financiero (similar chileno a la SMV) información sobre los fondos que administran, sin que esto signifique que sean supervisados. A la fecha, no se han reportado resultados negativos sobre esta regulación.

Por otro lado, en los EE. UU., a través del *Dodd-Frank Act* de 2010, se introdujo la figura del *Form PF (private fund)*, un sistema de notificación obligatoria para fondos de inversión privados. Al respecto, un estudio presentó resultados sobre su impacto en los fondos objeto de esta norma:

- El simple hecho de solicitud información periódica afecta la toma de decisiones del 27.91 % de los administradores de estos fondos.
- El 17.98 % toma en cuenta esta regulación para determinar el AUM de sus fondos, es decir, perdieron libertad para elegir cómo calcular sus indicadores financieros, utilizando el método establecido por la norma.

- Para el 47.67 % de los sujetos obligados, el costo regulatorio oscila entre USD 50,000.00 y USD 100,000.00 anuales, mientras que para el 3.49 % el costo es mayor a USD 400,000.00²⁴⁵.
- La *Dodd-Frank Act* afecta negativamente las utilidades del 78.26 % de las gestoras de fondos obligadas a reportar²⁴⁶.

Resulta claro que estos costos regulatorios serían de imposible cumplimiento en el Perú; sin embargo, estos son el resultado de la información que se solicita en el *Form PF*, que es bastante exhaustiva, inclusive, equivalente a la información que presentan en el Perú los Fondos públicos.

Estos resultados se justifican en que los sujetos obligados a esta notificación obligatoria son fondos de inversión de *relevancia sistémica*; es decir, de gran tamaño. Un fondo de inversión privado estadounidense del tamaño necesario para reportar la *Form PF* es más grande que cualquier fondo de inversión peruano, público o privado.

A nivel nacional, el sistema de notificación obligatoria también es aplicable a otro vehículo de inversión: los fideicomisos de titulización de activos de oferta privada, como se explicó en esta tesis.

En ese sentido, en esta tesis se considera que establecer un sistema de notificación obligatoria se justificaría por ser una propuesta no invasiva para los Fondos privados administrados por sociedades gestoras, además, en una homologación de la regulación de los distintos vehículos de inversión de oferta privada disponibles en el Perú: los fideicomisos de titulización de activos de oferta privada, los Fondos privados administrados por SAFI o SAF y los Fondos privados administrados por sociedades gestoras.

VI.3. Sobre la regulación de sociedades gestoras

Con respecto a las sociedades gestoras, se considera que su regulación debe mantener sin ninguna modificación adicional a la planteada en la primera hipótesis secundaria: el sistema de notificación obligatoria.

El uso de sociedades gestoras es un fiel reflejo de la estructura del mercado de valores peruano. Según se identificó en el Capítulo IV de las bases teóricas de esta tesis, en el mercado de valores peruano predominan los inversionistas institucionales. Debido a que para colocar valores a ellos no es necesario realizar ofertas públicas, la mayoría de las ofertas en el Perú son privadas.

El caso es exactamente el mismo con los fondos de inversión. Según se identificó en el Capítulo IV de las bases teóricas de esta tesis, solo considerando los administrados por parte de SAFI y SAF, la relación entre Fondos públicos y de oferta privada es de 34 % contra 66 %, a favor de los fondos privados. Si

²⁴⁵ Kaal, Wulf. *Op. Cit.*, p. 56.

²⁴⁶ Kaal, Wulf. *Op. cit.*, 67.

agregamos los fondos administrados por sociedades gestoras, el patrimonio administrado por los Fondos privados sería el triple que el de los públicos²⁴⁷.

Por último, según se identificó, la razón por la que muchas empresas deciden obtener autorizaciones para operar como SAFI no es de mercado, sino regulatoria: las SAFI tienen ventajas competitivas regulatorias frente a las sociedades gestoras, cuando se trata de inversiones realizadas por las AFP, las empresas de seguros y los fondos mutuos, los inversionistas más importantes del país.

Debido a que la ley exige que toda SAFI mantenga, por lo menos, un fondo de inversión de oferta pública operativo, esta norma habría incentivado la creación de Fondos públicos que solo existen porque la norma lo exige, como se evidencia interpretando las estadísticas elaboradas por la propia SMV.

A la hora de diseñar la regulación del mercado de valores, incluida la regulación de fondos de inversión, se debe entender que una buena regulación es una ventaja comparativa para un país. Al respecto, EPSTEIN señala cuatro errores comunes en temas de regulación²⁴⁸:

- La depreciación regulatoria: Una buena regulación es un activo nacional más que atraerá inversión conforme más dispositiva y predecible sea. Esta; sin embargo, no se autocorriga. Resulta ser un deber del legislador actualizarla constantemente conforme a la evolución del mercado, a fin de evitar su *depreciación*.
- Respuestas inelásticas del sector privado hacia la regulación: Se afirma, erróneamente, que los inversionistas seguirán invirtiendo independientemente del tipo de regulación, cometiendo el error de considerar que los cambios, pequeños o no, en la regulación no afectan a las decisiones privadas²⁴⁹. Como afirmamos, la ley debe actualizarse constantemente, eso no significa, desde luego, que los cambios deban hacerse sin considerar la respuesta del mercado.
- Regulación adicional anticipada: Si la regulación de un país no garantiza las situaciones favorables que propone, existe el riesgo de agravarlas de un momento a otro. Las reglas de juego en materia económica deben quedar claras desde el inicio. Es lo que se conoce como riesgo país²⁵⁰.
- Consecuencias directas e indirectas: El último error consistiría en ignorar los efectos indirectos de la regulación planteada. La regulación sobre un instrumento financiero ciertamente influirá sobre la oferta y la demanda de sus instrumentos sustitutos y complementarios.

²⁴⁷ Gestión. "Fondos de inversión... Op. cit.

²⁴⁸ Epstein, Richard. *Los peligros de la "protección al inversionista" en los mercados de valores*. En Ius Et Veritas. *Compendio de Mercado de valores*. (Lima: Ediciones legales, 2011), pp. 631-637.

²⁴⁹ *Ibíd.*

²⁵⁰ No confundir con riesgo soberano. El riesgo país aquel propio de efectuar inversiones en un país extranjero. En Martín, Miguel. *Mercado de capitales: una perspectiva global*. (Lima: Cengage learning, 2010), p. 233.

Brindar a la SMV competencias sobre las sociedades gestoras contravendría dos de las cuatro reglas planteadas por EPSTEIN. Como se ha demostrado, la regulación de sociedades gestoras está adaptada a la realidad del mercado peruano, por lo que mientras esta realidad se mantenga, esta regulación no se devaluará. Por el contrario, eliminar a las sociedades gestoras o asimilarlas a una SAFI implicaría desconocer la realidad del mercado y crear una regulación que se devaluaría rápidamente.

Asimismo, las sociedades gestoras aprovechan sus bajos costos regulatorios para ofrecer mejores condiciones a sus inversionistas. Si aumenta su regulación, es probable que estas tengan que trasladar gastos a sus clientes. En ese sentido, eliminar a las sociedades gestoras o asimilarlas a una SAFI podría reducir el interés de los inversionistas en el mercado de fondos, que a la fecha es el más desarrollado del país.

Por último, aunque no se ignore la cuarta regla, por supuesto, una modificación de esta naturaleza requeriría de un estudio previo de su efecto sobre la oferta y la demanda de fondos de inversión, para determinar sus consecuencias directas e indirecta.

Esta tesis considera que la figura de las sociedades gestoras es la alternativa por excelencia de aquellas empresas que planean administrar Fondos privados sin tener como inversionistas AFP, empresas de seguros o fondos mutuos. En ese sentido, este vehículo de inversión no amerita mayor modificación que la planteada en la primera hipótesis secundaria.

VII. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

VII.1. Conclusiones

- El *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados es una práctica en la que se aprovechan vacíos legales para evitar la aplicación de una regulación desfavorable, específicamente, la regulación de ofertas públicas de fondos de inversión. En este contexto, realizar un *arbitraje regulatorio* en fondos de inversión implicaría estructurarlos de forma de que a estos les sea aplicable la regulación con menos costos posible.
- El fraude a la ley es un acto jurídico que se realiza utilizando una norma de cobertura para eludir la aplicación una norma imperativa. Ante su realización, la sanción debe ser la aplicación de la norma eludida. Cualquier otra sanción distinta deberá ser evaluada en cada caso particular.
- Interpretando sistemáticamente el ROPP y el Reglamento de Sanciones, se colige que las ofertas públicas encubiertas implican la realización de ofertas públicas sin haber previamente inscrito los valores mobiliarios o registrado su prospecto en el RPMV. Una vez determinado que una oferta privada es, en realidad, una oferta pública encubierta, se considerará como pública desde su nacimiento o desde que cumplió con los requisitos para ser consideradas como tal. Asimismo, se impondrá una multa de entre 50 y 700 UIT, entre otras sanciones no pecuniarias.
- El *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados puede llevar a la realización de fraudes a la ley y de ofertas públicas encubiertas cuando, utilizando el artículo 5 de la LMV (que regula a las ofertas privadas), como norma de cobertura, evite la aplicación de la regulación de ofertas públicas (norma imperativa eludida en fraude a la ley). Al realizar esta operación, se configuraría una oferta pública encubierta.
- La existencia del *arbitraje regulatorio* realizado en Fondos privados sí justifica la realización de modificaciones en la regulación de Fondos privados, pero solo con respecto a los administrados por sociedades gestoras. Sobre estos se deberá notificar de forma obligatoria a la SMV la misma información que reportan las SAFI: monto colocado, número de partícipes, objeto principal de las inversiones, nombre del fondo y declaración jurada de cumplimiento de normas de gestión de Fondos privados.
- El tratamiento legal que corresponde a las sociedades gestoras y a sus fondos de inversión debe mantenerse: deben seguir siendo permitidos sin que las sociedades gestoras sean supervisadas por la SMV. Esta afirmación es respaldada empíricamente por la estructura del mercado de valores peruano, donde predominan los inversionistas institucionales, que no requieren protección de la SMV, y constitucionalmente por el principio

de libertad de empresa, al no existir argumentos para limitar o prohibir las actividades de las sociedades gestoras que no realicen ofertas públicas encubiertas.

VII.2. Recomendaciones

- Considerando que la interpretación de los criterios establecidos en el ROPP para determinar cuándo una oferta es pública o privada no están contenidos en ninguna resolución y/o norma de rango legal o reglamentario, se recomienda que, en la resolución de un futuro caso de ofertas públicas encubiertas o materias relacionadas, el Superintendente del Mercado de Valores emita un precedente de observancia obligatoria estableciendo como vinculantes los criterios contenidos en el Documento informativo.
- De modificar el RFI para incluir la propuesta establecida en la primera hipótesis secundaria de la presente tesis (la notificación obligatoria de los Fondos privados de las sociedades gestoras) se recomienda que la SMV publique en sus diversos reportes estadísticos los indicadores correspondientes a estos Fondos privados, para fines estadísticos y de mayor conocimiento del mercado.
- Con respecto al punto anterior, se recomienda, asimismo, que la SMV evalúe que la publicación de estas estadísticas no incluya las denominaciones de las sociedades gestoras comunicantes, considerando la confidencialidad que estas empresas requieren.
- De proseguir la SMV con la revisión de la delimitación de su competencia sobre ofertas privadas de fondos de inversión comunicada por su exsuperintendente al Diario Gestión²⁵¹, se recomienda considerar los argumentos expuestos en esta tesis justificando la existencia de las sociedades gestoras, debido a la estructura del mercado de valores peruano. En ese sentido, en concordancia con la primera hipótesis secundaria de la presente tesis, se recomienda que la única modificación a la regulación de sociedades gestoras sea la correspondiente a la notificación obligatoria, argumentada en la primera hipótesis secundaria de la presente tesis.

²⁵¹ Gestión. "SMV preocupada... Op. Cit.

VIII. BIBLIOGRAFÍA

Acosta, Manuel. *Emisión de bonos mediante oferta pública*. En Saavedra, Rony. *Tratado de Derecho Mercantil*. Lima: Jurista Editores, 2019.

Aliaga, Jeanette. "Protegiendo la integridad del mercado de valores peruano: Prohibición de prácticas de manipulación de precios". *Ius et veritas* N° 28 (2004): 39-54.

Alva, Carlos. *La oferta pública de valores mobiliarios: las lecciones del caso Trust Sociedad Titulizadora S.A.* En Grupo de Estudios Sociedades. *Los Títulos Valores en el Perú: Títulos Valores y Derecho de Mercado de Valores*. Lima: Editorial Pacífico, 2020.

Arias-Schreiber Pezet, Max. *Contratos: Parte General*. Lima: Gaceta Jurídica, 2000.

Avendaño, Jorge. "La libertad de empresa y la libertad contractual en la Constitución peruana". *Advocatus* N° 16 (2007): 177-180.

Baer-Hoffmann, Jonas. "Third-party ownership of football players: human beings or traded assets?" Transparency International. Accesado el 23 de julio de 2020. https://www.transparency.org/files/content/feature/2.5_Third-partyOwnershipOfPlayers_Baer-Hoffmann_GCRSport.pdf

Banco Central de Reserva del Perú. *Glosario de términos económicos*. Lima: Edición del autor, 2001.

Beaumont, Ricardo; Castellares, Rolando. *Comentarios a la Ley de Títulos Valores*. Lima: Gaceta Jurídica, 2009.

Belbaen, Freddy; Schachermayer. *The mathematics of arbitrage*. Berlin: Springer, 2006.

Bernales, Enrique. *La constitución de 1993. Análisis comparado*. Lima: Constitución y Sociedad, 1999.

Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan. *Investments*. Nueva York: McGraw-Hill, 2014.

Bregante, Javier. "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, disponible en <http://hdl.handle.net/20.500.12404/7858>.

Cantuarias; Simons; Vélez. "Despejando dudas sobre el Arbitraje Regulatorio". *Advocatus* N° 25 (2011): 403-411.

CFA Institute. *Debt Securities*. En *CFA Institute Investment Foundations Program*. Estados Unidos de América: CFA Institute, 2018.

CFA Institute. *Ethics and Investment Professionalism*. En *CFA Institute Investment Foundations Program*. Estados Unidos de América: CFA Institute, 2018.

Chávez Vargas, David Gonzalo. "Estimación de la eficiencia de la Bolsa de Valores de Lima (1990-2018)". *Pensamiento Crítico* 26 (2021): 143-163.

Comisión Europea. Equidad tributaria: la UE publica la lista de países y territorios no cooperadores en materia fiscal. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/es/ip_20_262

Court, Eduardo; Tarradellas, Joan. *Mercado de capitales*. México: Pearson Educación, 2010.

Cumming, Douglas; Johan, Sofia. *Venture Capital and Private Equity Contracting*. Estados Unidos de América: Elsevier, 2009.

Damodaran, Aswath. *Strategic risk taking*. Pensilvania: Wharton School Publishing, 2008.

De la Puente y Lavalle, Manuel. *El Contrato en general. Comentarios a la Sección Primera del Libro VII del Código Civil*. T. I. Lima: Palestra, 2020.

De la Puente, Manuel. *El principio del consensualismo*. En Muro, Manuel; Torres, Manuel. *Código Civil Comentado*. T. VII. Lima: Gaceta Jurídica, 2020.

De la Puente, Manuel. *Perfeccionamiento del contrato*. En Muro, Manuel; Torres, Manuel. *Código Civil Comentado*. T. VII. Lima: Gaceta Jurídica, 2020.

De la Puente, Sebastian. Negociando una inversión de Venture Capital: Algunas consideraciones respecto del control del emprendimiento. *Ius 360*. Accesado el 21 de julio de 2020. <https://ius360.com/columnas/negociando-una-inversion-de-venture-capital-algunas-consideraciones-respecto-del-control-del-emprendimiento/>.

Díaz, Pedro. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

Díez-Picazo, Luis; Gullón, Antonio. *Sistema de Derecho Civil*. Vol I. Madrid: Tecnos, 2012.

Diez-Picazo, Luis. *La autonomía de la voluntad y el derecho necesario en la Ley de Arrendamientos Urbanos*. En Anuario de Derecho Civil, Fascículo 4. España: 1956.

Echaíz, Daniel. *La Libertad de empresa en la jurisprudencia del Tribunal Constitucional del Perú*. En Instituciones de Derecho Empresarial. Lima: APECC, 2010.

Epstein, Richard. *Los peligros de la "protección al inversionista" en los mercados de valores*. En *Ius Et Veritas. Compendio de Mercado de valores*. Lima: Ediciones legales, 2011.

Escobar, Freddy; Cabieses, Guillermo. "La libertad bajo ataque: contratos, regulación y retroactividad". *Ius et Veritas* N° 46 (2013):114-139.

Ecurra, Huáscar. "El 'superprivilegio' del crédito laboral vs. El sistema de garantías reales". *Themis* N° 34 (1996): 141-163.

Espinosa, Liliana; Trelles, Oscar. *Desinversiones por fondos de inversión o private equity*. En Fusiones & Adquisiciones. Lima: Instituto Pacífico, 2015.

Espinoza, Juan. *Derecho de las personas. Concebido y personas naturales*. Lima: Grijley, 2012.

Espinoza, Juan. *Los principios contenidos en el Título Preliminar del Código Civil peruano de 1984*. Lima: Grijley, 2011.

Fama, Eugene. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *The Journal of Finance*, Vol. 25, N° 2 (1970): 383-417.

Fama, Eugene; Jensen, Michael. "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI (1983): 301-325.

Fernández, Carlos. *Abuso de Derecho*. Buenos Aires: Editorial Astrea, 1992.

Fernández, Carlos. *Derecho de las personas. Análisis de cada artículo del Libro Primero del Código Civil peruano de 1984*. Lima: Instituto Pacífico, 2016.

Fleischer, Victor. "Regulatory Arbitrage". *Legal Studies Research Paper Series* N° 10-11 (2010): 2-67.

Forno, Hugo. "Los efectos de la oferta contractual". *Ius et veritas* N° 15 (1997): 183-197.

Galluccio, Giuseppe; Mori, Pablo. *Arbitraje comercial. La extensión del Convenio Arbitral a los grupos de sociedades*. Lima: Legales ediciones e Ius et Veritas, 2012.

Gestión. "Fondos de inversión ya administran un patrimonio superior a US\$ 4,000 millones en el mercado local". Accesado el 8 de noviembre de 2019. <https://gestion.pe/economia/mercados/fondos-inversion-administran-patrimonio-superior-us-4-000-millones-mercado-local-227505-noticia/>.

Gestión. "SMV preocupada por fondos de inversión privados". Diario Gestión (29 de octubre de 2019).

González, Ayrton. "El arbitraje regulatorio en los fondos de inversión de oferta privada y las propuestas para evitarlo". *Actualidad Jurídica* N° 328 (marzo de 2021): 187-203.

González, Ayrton. *Introducción al estudio del Derecho del Mercado de Valores y la desmaterialización de los valores mobiliarios*. En Grupo de Estudios Sociedades. *Los Títulos Valores en el Perú: Títulos Valores y Derecho de Mercado de Valores*. Lima: Editorial Pacífico, 2020.

González, Manuel; Zabaleta, Amelia. *Introducción a la Economía*. Madrid: Pearson Educación, 2009.

Goshen, Zohar; Parchomovsky, Gideon. "The Essential Role of Securities Regulation". *Duke Law Journal* Vol. 55, N° 55. (febrero de 2006): 712-782.

Gremillion, Lee. *Mutual Fund Industry Handbook*. Boston: Boston Institute of Finance, 2005.

Grupo Banco Mundial. *Diagnóstico de apoyo para el desarrollo de una hoja de ruta del mercado de valores de cara al financiamiento del sector corporativo*. Lima: Cooperación Suiza – Secretaría de Estado para Asuntos Económicos SECO, 2019.

Grupo Banco Mundial. *Documento de apoyo para el desarrollo de una hoja de ruta para fortalecer el rol del mercado de valores peruano de cara al financiamiento del sector corporativo*. Lima: Cooperación Suiza – Secretaría de Estado para Asuntos Económicos SECO, 2019.

Gutiérrez, Isabel. “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* N° 42 (2011), 150-170.

Hansmann, Henry; Kraakman, Reinier. *Agency Problems and Legal Strategies*. En Kraakman; Davies; Hansmann; Hertig; Hopt; Kanda; Rock. *The Anatomy of Corporate Law: A comparative and functional approach*. Oxford: Oxford University Press, 2004.

Hernández, Juan. *Representación de acciones mediante anotaciones en cuenta*. En *Ius Et Veritas. Compendio de Mercado de valores*. Lima: Ediciones legales, 2011.

Hernández, Juan; Escribens, Jaime. “Private equity y buyouts (MBO y LBO): análisis de ciertas estructuras bajo el derecho societario y tributario peruano”. *Derecho PUCP* N° 60 (2007): 281-324.

Hernández, Roberto; Fernández, Carlos; Baptista, María. *Metodología de la investigación*. México: Mc Graw Hill, 2010.

Hernández, Roberto; Mendoza, Christian. *Metodología de la investigación. Las rutas cuantitativa, cualitativa y mixta*. México: Mc Graw Hill, 2018.

Intendencia General de Estudios Económicos. *Anuario Estadístico 2022. Principales Indicadores de los fondos de inversión*. (Lima: SMV, 2023).

International Organization of Securities Commissions. *Mitigating Systemic Risk A Role for Securities Regulators*. Madrid: Edición del autor, 2011.

International Organization of Securities Commissions. *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Madrid: Edición del autor, 2017.

Jara, Rony. “Oferta pública y privada de valores en el mercado norteamericano: una visión comparada”. *Revista Chilena de Derecho* Vol. 28, N° 1 (2011): 87-111.

Kaal, Wulf. “Hedge Fund Manager Registration Under the Dodd-Frank Act”. *San Diego Law Review*, Vol. 50 (2013). Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2150377.

Krewson-Kelly, Stephanie; Thomas, Brad. *The Intelligent REIT Investor: How to Build Wealth with Real Estate Investment Trusts*. Nueva Jersey: Wiley, 2016.

Lau-Tam, Alfredo. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

Levy, Pierre. *¿Qué es lo virtual?* Barcelona: Paidós, 1999.

Lohmann, Juan. *El negocio jurídico*. Lima: Librería Studium, 1986.

López-Aliaga, Rafael; Souza, Lorenzo. "La intermediación financiera y banca de inversiones en el Perú". *Derecho y Sociedad* N° 12 (1997): 110-119.

Martín, Miguel. *Mercado de capitales: una perspectiva global*. Lima: Cengage learning, 2010.

McCrary, Stuart. *Hedge fund course*. New Jersey: Wiley, 2005.

Montoya, Alfonso. *Los valores mobiliarios en la legislación peruana*. En Instituto Peruano de Derecho Mercantil. *Derecho Mercantil. T. III. Títulos Valores*. Lima: Gaceta Jurídica, 2004.

Morales, Rómulo. *Contrato simulado: Historia de una confusión entre su nulidad y su ineficacia. La vinculación con el contrato en fraude a la ley*. En Libro homenaje Facultad de Derecho. Lima: Fondo Editorial Universidad de Lima, 2006.

Navarrete, Joe. "El patrimonio autónomo como sujeto de derecho". *Gaceta Civil & Procesal Civil* N° 53 (noviembre de 2017): 135-146.

Navarrete, Joe. "Régimen de inversiones en fondos de inversión públicos". *Capitales* año 13, N° 148 (noviembre de 2020): 16-19.

Navarrete, Joe. "Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión". *TheKey*. Accesado el 21 de julio de 2020. https://www.thekeyperu.com/sociedades-gestoras-de-fondos-de-inversion/#_ftn1.

Navarrete, Joe. Entrevista cuyo texto consta en el Anexo 3. Agosto de 2023.

Oliva, Carlos; Secada, Pablo; Franco Bruno. *Obstáculos para el aumento de la competitividad en el Perú*. Lima: Instituto Peruano de Economía, 2002.

Ordower, Henry. "The Regulation of Private Equity, Hedge Funds, and State Funds". *Saint Louis University School of Law Legal Studies Research Paper Series* N° 22 (2010): 295-322.

Parkin, Michael. *Economía*. México: Pearson educación, 2009.

Payet, José. "Razones para regular el mercado de valores". *Themis* N° 33 (1996): 93-104.

Payet, José. *El Mercado de valores y la protección de los inversionistas*. En *Ius Et Veritas. Compendio de Mercado de valores*. Lima: Ediciones legales, 2011.

Peschiera, José. *La agenda de desarrollo regulatorio para el mercado de valores*, Lima, 2019.

Procapitales. *Manual de mercado de capitales*. Lima: Procapitales, 2011.

Real Academia Española. *Diccionario de la lengua española*. Madrid: Espasa, 2014.

Rebaza Torres, Alberto. "Las fusiones y adquisiciones de empresas: a propósito de la proliferación de los fondos de inversión". *Themis* N° 54 (2007): 101-111.

Redacción EC. “Enfoca cierra nuevo acuerdo por US\$950 millones”. El Comercio. Accedido el 27 de mayo de 2020. <https://elcomercio.pe/economia/peru/enfoca-cierra-nuevo-fondo-privado-us-950-millones-noticia-488675>.

Rivière, Anne. “The Future of Hedge Fund Regulation: A Comparative Approach”. *International Finance Seminar (Harvard Law School)*, 2010. Disponible en: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1663553.

Rocca, Lilian. *El mercado de valores en fácil*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, 2019.

Roppo, Vincenzo. *El contrato*. Lima, Gaceta Jurídica, 2009.

Rubio, Marcial. *Estudio de la Constitución Política de 1993*. T. III. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Editorial Católica del Perú. Lima: 1999.

Serra, Gerardo. “La regulación en el mercado de los valores mobiliarios”. *Themis*, N° 40 (2000): 37-47.

Serra, Gerardo. *El mercado de valores en el Perú*. Lima: Editorial Cuzco, 2002.

Stiglitz, Joseph. “The role of the state in Financial Markets”. *The World Bank Economic Review*, Vol. 7 (octubre de 1993): 19-52.

Superintendencia de Mercado de Valores. “Documento Informativo SMV. Elementos constitutivos de la oferta pública de valores”. Accedido el 21 de noviembre de 2020, <https://www.smv.gob.pe/Uploads/Documento%20informativo.pdf>.

Superintendencia del Mercado de Valores. “Reseña Histórica”. Accedido el 28 de julio de 2019, http://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo?data=3BF461F50BF72D248BC2D99FA9967FC8379D4020DBAD352A635C217DEEDC9E0272F8.

Taboada, Lizardo. *Acto jurídico, negocio jurídico y contrato*. Lima: Grijley, 2002.

Terrones, Marco; Nagamine, Javier. “Mercado de capitales y eficiencia: Una evaluación de las propiedades estadísticas del Índice General Bursátil de la Bolsa de Valores de Lima”. En *Notas para el debate 13*. Lima: *Grupo de Análisis para el Desarrollo, GRADE*.

Tong, Jesús. *Finanzas empresariales: la decisión de inversión*. Lima: Universidad del Pacífico, 2018.

Torres, Aníbal. “Orden público, buenas costumbres y nulidad del acto jurídico”. En *Código Civil Comentado*. T. I. Lima: Gaceta Jurídica, 2020.

Torres, Aníbal. *Acto jurídico*. Lima: Idemsa, 2012.

Torres, Miguel. *La contratación en el Mercado de Valores*. Lima: Grijley, 2012.

Torres, Narghis. “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* N° 32 (2009): 42-50.

Torres, Narghis. “Regulando por estándares: el estándar del inversionista razonable en el mercado de valores”. *Themis*, N° 54 (2007): 261-272.

Torres, Narghis. *Alineando intereses: Nuevos paradigmas, riesgo sistémico y conflictos de interés en la regulación financiera y del mercado de valores*. En *Ius Et Veritas. Compendio de Mercado de valores*. Lima: Ediciones legales, 2011.

Vásquez, Walter. “Los contratos coligados en fraude a la ley. Con especial referencia al modelo jurídico italiano”. *Cuaderno de Trabajo del CICAJ* N° 9. Nueva Serie (2013): 1-57.

Zapata, Katherine et al. “Cómo actúan los fondos de inversión en el mercado peruano?”. *Revista de actualidad mercantil* N° 4 (2015): 267-283.

ANEXO 1**Índice de tablas y gráficos**

TABLA	
Tabla N° 1:	Sistema de categorías de análisis

GRÁFICOS	
Gráfico N° 1:	Relación estimada entre el AUM administrado por fondos de inversión de oferta pública y oferta privada
Gráfico N° 2:	Estructura simplificada del fondo de inversión INXS Fixed Income Europa 8Y
Gráfico N° 3:	Estructura simplificada de los fondos de inversión INXS Fixed Income Europa 8Y 1, 2, 3 y 4

ANEXO 2**Preguntas de entrevista**

1.	¿Por qué considera que en el mercado de valores peruano se realizan más ofertas privadas que públicas?
2.	¿En qué consisten las ofertas públicas encubiertas?
3.	¿Ha escuchado el término “arbitraje regulatorio” haciendo referencia a la regulación del mercado de valores?
4.	Si la respuesta anterior es positiva, ¿el arbitraje regulatorio es una práctica negativa? ¿Su realización en Fondos privados justifica modificar la regulación de fondos de inversión?
5.	Según su opinión, ¿las sociedades gestoras de fondos de inversión deberían supervisarse y/o presentar algún tipo de información a la SMV?

ANEXO 3

Entrevistas

Alfredo Lau Tam Oyafuso
<p>¿Por qué considera que en el mercado de valores peruano se realizan más ofertas privadas que públicas?</p> <p>Es un asunto de racionalidad. El mercado de valores peruano es poco profundo e ilíquido. No tendría sentido salir con una oferta pública a levantar capital, asumiendo todos los costos de por medio, llámese costos de regulador, costos de CAVALI, costos de la bolsa, costos de clasificadoras, estructuradoras, proveedores de precios, etc., para colocarlo sólo con inversionistas institucionales. La mayoría de ofertas públicas se dan por un carácter meramente de cumplimiento regulatorio de los inversionistas o una decisión comercial por la seguridad que puede ofrecer las reglas de la SMV, aunque estas son limitativas en cuanto más estructurado es el producto.</p>
<p>¿En qué consisten las ofertas públicas encubiertas?</p> <p>Consiste en realizar en buscar un “puerto seguro” de oferta privada, con los beneficios de costos regulatorios que esto implica, utilizando productos sofisticados, vía publicidad masiva disfrazada, o dirigido a inversionistas que no tienen la calidad de institucionales.</p>
<p>¿Ha escuchado el término “arbitraje regulatorio” haciendo referencia a la regulación del mercado de valores?</p> <p>Sí, se da en mercados interconectados con diferencias en la definición de precios, el suministro de información y la transparencia como concepto. Y se utiliza en la colocación o distribución de productos financieros. Un ejemplo es el caso de colocar productos estructurados en determinada jurisdicción, ya que en dicha locación no se te pide cumplir con estándares regulatorios como Dodd-Frank. Entonces emites en Singapur, por poner un ejemplo, y colocas a un inversionista peruano el producto que originalmente se ideó en USA. Otro caso, es emitir activos digitales en jurisdicciones en donde no se considera un “security”. Y otro caso podría ser el utilizar vehículos de inversión que en Perú debieran ser sujetas a regulación, pero debido a un “puerto seguro” de la norma peruana se estructura bajo una institución similar, pero con tratamiento diferente en el extranjero.</p>
<p>Si la respuesta anterior es positiva, ¿el arbitraje regulatorio es una práctica negativa? ¿Su realización en Fondos privados justifica modificar la regulación de fondos de inversión?</p>

El arbitraje regulatorio no es una práctica negativa. Es un concepto. Algunos concluyen que en los mercados financieros no existe arbitraje regulatorio ya que los costos de transacción equiparan a la ganancia que se puede obtener. Y otros argumentan que sí existe debido a la asimetría informativa entre mercados financieros. Al final de cuentas los mercados se autocorrigen cuando existe suficiente información y transparencia. Si no fuese el caso sí es necesaria la intervención del Estado para mitigar la falla de mercado existente. En el caso de fondos de inversión privados lo que debería de cambiarse no es la regulación de fondos de inversión, sino la regulación sobre qué es un inversionista institucional.

Según su opinión, ¿las sociedades gestoras de fondos de inversión deberían supervisarse y/o presentar algún tipo de información a la SMV?

No. Eso no pasa en ningún mercado en donde esta industria está más desarrollada. Sólo determinarse qué se concibe estrictamente como inversionista institucional y que no. Cambiándose los parámetros referidos a personas y patrimonios autónomos. Así como las medidas de control y revisión que debe de tener cada gestora de inversiones.

Joe Navarrete Pérez

¿Por qué considera que en el mercado de valores peruano se realizan más ofertas privadas que públicas?

Considero que se debe a que la oferta privada por definición requiere menos requisitos para su ejecución. En caso de querer hacer una oferta privada se debe incurrir en costos de tiempo y dinero a efectos de poder realizar el registros y oferta. Adicionalmente, luego se deben cumplir con las obligaciones aplicables como emisor (hechos de importancia, información financiera, grupo económico, etc.) las cuales implican un costo operativo para el emisor. Además, el incumplimiento de dichas obligaciones genera multas a los emisores.

Si bien la SMV ha hecho esfuerzos para que con el Mercado Alternativo de Valores se pueda disminuir los requisitos, aún la carga regulatoria es importante.

¿En qué consisten las ofertas públicas encubiertas?

Más que hablar de oferta públicas encubiertas creo que deberíamos hablar de ofertas privadas “encubiertas”. Hay efectivamente un mercado que se mueve en los límites de lo que es una oferta pública y una privada debido a cómo la regulación ha sido establecida en el país. En buena cuenta, a ciertas ofertas privadas deberían serle aplicables las normas de ofertas públicas pero dado el bajo nivel de supervisión de regulador no son detectadas.

¿Ha escuchado el término “arbitraje regulatorio” haciendo referencia a la regulación del mercado de valores?

Sí, básicamente es poder utilizar la norma que más convenga a efectos de poder excluirse de la regulación del mercado público. Vinculado con la pregunta anterior, en el mercado de ofertas públicas se usa aquello.

Si la respuesta anterior es positiva, ¿el arbitraje regulatorio es una práctica negativa? ¿Su realización en Fondos privados justifica modificar la regulación de fondos de inversión?

No la considero negativa. Siempre que se esté dentro del marco de la ley, lo que hay una posibilidad de que los privados, bajo el principio de libertad, puedan desarrollar sus actividades, incluso dentro del mercado de valores. Lo que pienso es que las normas deben cambiarse para que más bien hacer arbitraje regulatorio no sea un riesgo. Creo que la regulación que diferencias oferta pública y privada es poco clara a pesar de los años. Incluso si uno mira algún documento de SMV sobre el particular a veces se trabajan con conceptos circulares.

Sobre el caso en particular de fondos privados, considero que se deben realizar modificaciones, pero para sentar claramente cuando estamos ante ofertas privadas y quizás incluir regulación específica sin que la misma llegue a ser agobiante.

Según su opinión, ¿las sociedades gestoras de fondos de inversión deberían supervisarse y/o presentar algún tipo de información a la SMV?

Creo que hay un miedo al mercado privado. Primero, debemos tener en cuenta que el mercado de valores es uno solo, público y privado. Uno regulado y el otro no regulado.

No creo que las gestoras deban tener supervisión. Así como no hay un mercado de oferta de acciones (renta variable) en el país, no habría un mercado de certificados de participación de fondos (renta variable) si metemos a las gestoras al régimen de supervisión.

Respecto de presentar algún tipo de información, la pregunta sería cual sería el fundamento o la necesidad. Quizás con fines estadísticos, pero más allá no. La regulación del mercado se basa en tres principios, protección del inversionista, transparencia y riesgo sistémico. En los dos primeros casos, el mercado privado tiene normas limitadas sobre dichos principios. En el tercer caso, es poco probable que alguna gestora (ni una SAFI quizás) pueda comprometer el riesgo sistémico.

El mercado de gestoras y fondos privados viene funcionando. Pensar que a pesar de su funcionamiento no habrá alguna inversión mala o mala gestión es no comprender el mercado de las inversiones donde hay un riesgo inherente y una inversión del excedente. Igual, de darse alguna

mala praxis lo que debería buscarse es que la justicia sea más célere y calificada, pero ese es un problema que aqueja a todas las ramas jurídicas. Más regulación no es la solución.

Pedro Díaz Medina

¿Por qué considera que en el mercado de valores peruano se realizan más ofertas privadas que públicas?

Hay muchas razones que influyen en esta decisión. Sin embargo, creo que casi todas ellas confluyen en un punto en común: la estructura de nuestro mercado.

Para entender un poco mejor esto tenemos que entender que la lógica detrás de un emisor será siempre obtener recursos al menos costo posible. Ese costo, en una emisión, está constituido por dos factores: (1) el costo de capital/financiamiento y (2) los costos de transacción.

Para explicar mejor esto observemos el ejemplo de una emisión de deuda, que es más simple que una emisión de acciones.

En una emisión de deuda los costos que considerará el emisor serán:

- (1) La tasa de interés que puede obtener del mercado.
- (2) Los costos de transacción, es decir, los costos en los que debe incurrir para obtener su financiamiento pero que son distintos del interés que pagará a sus inversionistas. Aquí podemos encontrar: (a) costos de estructuración / colocación, (b) costo de asesores legales y financieros según apliquen, (c) costos que debe asumir por disposiciones legales (honorarios de un representante de obligacionistas, costos notariales, etc.) y, en el caso de las oferta públicas, (d) costos de la regulación, los que incluyen los costos necesarios para registrar la oferta y los costos que deberá asumir de forma permanente para cumplir con las normas del regulador (por ejemplo, contratar un representante bursátil, emitir hechos de importancia, entregar información financiera eventual, etc.).

Es importante notar lo siguiente: cuando el gerente financiero de un emisor considera en salir al mercado de valores, revisará cada uno de los costos en los que incurrirá (así sean los más pequeños) y los consolidará de modo que pueda tener un costo total de la emisión.

Así, por ejemplo, un emisor puede concluir que la tasa de interés que el mercado le ofrecerá está en el rango de 3% - 5% TEA, pero que además deberá considerar aproximadamente un 2% extra por costos de transacción.

En otras palabras, su costo de financiamiento en el mercado de valores estará entre 5% a 7% TEA.

Es importante notar aquí que todo concepto es factible de ser costado, incluyendo el tiempo de espera para que el regulador registre la oferta y el tiempo que gastará el emisor absolviendo las observaciones del regulador.

Una vez que el emisor ha determinado el costo aproximado de su emisión, procederá a comparar el costo de ir al mercado de valores versus otras opciones de financiamiento, como es el caso del financiamiento bancario tradicional.

Solo decidirá ir al mercado de valores si el costo de financiamiento de este es menor que el costo de financiamiento de sus otras alternativas.

Ahora, ¿por qué un emisor elegiría una oferta pública, que es más cara (incluye costos de regulación) en vez de una privada?

La respuesta nuevamente se relaciona con el costo. En un mercado de valores profundo, la mayoría de inversionistas son inversionistas retail (individuos, profesionales de diversas áreas que invierten sus ahorros). Este tipo de inversionista tiene menos opciones de inversión que un inversionista institucional y las rentabilidades alternativas a las que puede acceder (por ejemplo, depositar sus ahorros en un banco) son usualmente muy inferiores a las que le ofrece un emisor. Por ende, sí resulta conveniente para un emisor una oferta pública porque el mayor costo regulatorio se compensa con un menor costo en el interés pagado a los inversionistas.

No obstante, el mercado de valores peruano no es un mercado desarrollado y como se puede apreciar de la data sobre inversionistas y participación en ofertas públicas, la mayoría de los participantes en ofertas públicas no son inversionistas retail sino inversionistas institucionales (AFP, bancos, etc.).

En este escenario, un emisor concluirá que una oferta pública no representa un ahorro en el interés pagado en tanto los inversionistas institucionales demandarán el mismo interés ya sea en una oferta pública o privada pues tienen otras alternativas de inversión que podrían ser igual o más rentables.

Por ende, es lógico que optará por una opción que reduzca el costo de transacción, en la parte regulatoria. Es decir, por una oferta privada.

¿En qué consisten las ofertas públicas encubiertas?

Se denomina así a una práctica ilícita: realizar ofertas privadas que en estricto debieron ser ofertas públicas.

Para entender este punto, tengamos en cuenta que de acuerdo con el TUO de la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento de Oferta Pública

Primaria y de Venta de Valores, una oferta es pública cuando se dan las siguientes DOS condiciones:

- (1) Involucra el interés público.
- (2) Hay necesidad de tutela.

Por lo primero, se entiende que hay interés público cuando la oferta compromete a 100 inversionistas o más. Por lo segundo, cuando por su oficio o profesión, los inversionistas objeto de la oferta no están en capacidad de entender toda la información relevante para una decisión informada.

Hay una oferta pública encubierta cuando un emisor realiza ofertas privadas que debieron ser públicas. Por ejemplo:

- (1) Cuando hace ofertas idénticas simultáneas con la finalidad de distribuir inversionistas entre todas ellas y no alcanzar el límite de 100 inversionistas.
- (2) Cuando dirige la oferta a un grupo que tiene necesidad de tutela, simulando que no es el caso.

En estos supuestos, la SMV puede recalificar la oferta y aplicar las sanciones que correspondan.

¿Ha escuchado el término “arbitraje regulatorio” haciendo referencia a la regulación del mercado de valores?

Este término se puede referir a dos fenómenos diferentes, dependiendo si lo vemos desde un punto de vista económico o un punto de vista jurídico.

Económicamente se refiere a la elección que hace un administrado entre dos sistemas regulatorios que le permitan obtener un resultado similar, para así reducir sus costos de cumplir con la regulación.

Un ejemplo lo podemos ver en el siguiente caso:

1. El Mercado integrado MILA apunta a que las ofertas públicas registradas en un país miembro de dicho mercado sea reconocida en todos los demás países miembros sin que se requiera mayor trámite.
2. Los miembros del MILA son México, Perú, Colombia y Chile.
3. Imaginemos que los costos de registrar una oferta pública son menores en México que en los demás países.
4. Un emisor realizaría arbitraje regulatorio si es que registra su oferta en México, pero lanza su oferta solo en Perú. No ha violado ninguna ley, pero ha optado por la opción menos costosa.

Por otro lado, desde un punto de vista jurídico, el arbitraje regulatorio es el mecanismo heterocompositivo privado de solución de controversias por el cual la aplicación de una consecuencia administrativa (por ejemplo, una sanción), no la impone directamente el regulador sino un tribunal arbitral.

Si la respuesta anterior es positiva, ¿el arbitraje regulatorio es una práctica negativa? ¿Su realización en Fondos privados justifica modificar la regulación de fondos de inversión?

Depende de la acepción que se use. Si nos referimos a la primera, no, no es una práctica negativa per se, pero requiere un esfuerzo del regulador para homogeneizar los sistemas regulatorios y evitar estos supuestos.

Ahora, llevando esto a los Fondos privados. Estos no son per se arbitraje regulatorio en tanto no tienen consecuencias similares.

Un fondo de oferta pública es más costoso porque permite dirigirse a todo el público en general. Uno de oferta privada, solo a inversionistas institucionales o a un público que: (1) no comprometa el interés público y (2) no tenga necesidad de tutela.

Es un público más restringido.

Si una gestora o una SAFI realiza ofertas privadas de fondos que en realidad son ofertas públicas encubiertas, no estamos ante arbitraje regulatorio sino ante una actividad ilícita que requiere una intervención del regulador.

Según su opinión, ¿las sociedades gestoras de fondos de inversión deberían supervisarse y/o presentar algún tipo de información a la SMV?

No, en tanto cumplan con su rol: mantener fondos privados y revelar esta condición al público.

Las gestoras privadas no son malas per se, en tanto se mantengan en su mercado y se dirijan solo a los inversionistas que la ley les permite.

El problema está cuando la supervisión es deficiente y no se detectan prácticas ilícitas como ofertas públicas encubiertas. Para evitar este supuesto, el regulador debe hacer un esfuerzo por generar incentivos para inversionistas e incluso miembros de estas gestoras de denunciar estos esquemas.

Una alternativa podría ser el programa *Whistleblower* de la SEC de los Estados Unidos. Este programa premia con dinero en efectivo a aquellas personas que delaten esquemas fraudulentos o que contradigan a la regulación. De esa manera, tanto inversionistas como trabajadores de las gestoras trasgresoras pueden denunciar de forma confidencial y segura estos esquemas, el regulador realiza una investigación y de imponerse una multa, parte de esta se destina como premio al delator.

Medidas como esta son mucho más efectivas que prohibir una figura como la gestora privada que además es común en todo el mundo.