



**UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO**

Derecho
Facultad de Derecho

**Las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión en el Perú: ¿hace falta la
implementación de un marco regulatorio?**

**Trabajo de Suficiencia Profesional
presentado para optar al Título Profesional de
Abogado**

**Presentado por
Claudia Valeria Zambrano Sotero**

Asesor: Álvaro Castro Lora
[0009-0005-8800-0033](tel:0009-0005-8800-0033)

Lima, enero 2025

REPORTE DE EVALUACIÓN DEL SISTEMA ANTIPLAGIO

FACULTAD DE DERECHO

A través del presente documento la Facultad de Derecho deja constancia de que el Trabajo de Suficiencia Profesional “Las Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión en el Perú: ¿hace falta la implementación de un marco regulatorio?” presentada por la Srta. Claudia Valeria Zambrano Sotero, con DNI 70673250, para optar el Título Profesional de Abogado, fue sometido al análisis del sistema antiplagio Turnitin el 21 de marzo del año 2025; obteniendo el siguiente resultado:

19% Overall Similarity

The combined total of all matches, including overlapping sources, for each database.

Filtered from the Report

- Bibliography
- Quoted Text

Top Sources

- 18% Internet sources
- 5% Publications
- 8% Submitted works (Student Papers)

Integrity Flags

0 Integrity Flags for Review

No suspicious text manipulations found.

Our system's algorithms look deeply at a document for any inconsistencies that would set it apart from a normal submission. If we notice something strange, we flag it for you to review.

A Flag is not necessarily an indicator of a problem. However, we'd recommend you focus your attention there for further review.

Top Sources

The sources with the highest number of matches within the submission. Overlapping sources will not be displayed.

1	Internet	hdl.handle.net	3%
2	Student papers	Pontificia Universidad Catolica del Peru	1%
3	Internet	tesis.pucp.edu.pe	<1%
4	Internet	repositorio.ulima.edu.pe	<1%
5	Internet	cdn.www.gob.pe	<1%
6	Internet	www.iosco.org	<1%
7	Internet	idoc.pub	<1%
8	Internet	fresno.ulima.edu.pe	<1%
9	Internet	larepublica.pe	<1%
10	Internet	www.cmfchile.cl	<1%
11	Internet	www.smv.gob.pe	<1%

[http://fresno.ulima.edu.pe/wu/wuie_bd001.nsf/Legislacion/742349AC821D9EB7052574BA005AB38B/\\$file/COMPENDIO%20.%20DE%20NORMAS%20DE%20LA%20SBS.doc](http://fresno.ulima.edu.pe/wu/wuie_bd001.nsf/Legislacion/742349AC821D9EB7052574BA005AB38B/$file/COMPENDIO%20.%20DE%20NORMAS%20DE%20LA%20SBS.doc)

Detalles del documento

Identificador de la entrega

trn:oid:::1:3145021322

Fecha de entrega

3 feb 2025, 1:37 p.m. GMT-5

Fecha de descarga

21 mar 2025, 8:54 a.m. GMT-5

Nombre de archivo

Zambrano_Claudia_Trabajo_de_Suficiencia_Profesional_Derecho_2025_versión_final_.docx

Tamaño de archivo

306.6 KB

64 Páginas

20.018 Palabras

116.857 Caracteres

De acuerdo con la política vigente, el porcentaje obtenido de similitud con otras fuentes está dentro de los márgenes permitidos.

Se emite el presente documento para los fines estipulados en el Reglamento de Grados y Títulos de la Facultad al que pertenece el interesado.

Lima, 21 de marzo de 2025



Álvaro Castro Lora

Asesor

ORCID 0009-0005-8800-0033

RESUMEN

Este trabajo de investigación se enfoca en analizar la presencia de las Sociedades Gestoras, entidades no reguladas ni supervisadas, en el Perú. Se examina el marco regulatorio internacional, particularmente los lineamientos de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés), y su aplicación en la normativa nacional. Se destaca la ausencia de supervisión sobre las Sociedades Gestoras de Fondos Privados Perú en el Perú y su impacto en la protección de los inversionistas, la transparencia del mercado y la reducción del riesgo sistémico. A través de un análisis comparativo con la normativa chilena y el estudio de casos de fraude, se proponen reformas regulatorias alineadas con los estándares internacionales para fortalecer la supervisión de estas entidades y mitigar los riesgos asociados.

ABSTRACT

This research focuses on analyzing the presence of non-regulated or supervised Investment Fund Management Companies in the Peruvian investment fund market. It examines the international regulatory framework, particularly the guidelines of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) and comparing it to Peruvian national regulations. The study highlights the lack of oversight over Investment Fund Management Companies in Peru and its impact on investor protection, market transparency, and the reduction of systemic risk. Through a comparative analysis with Chilean regulations and the study of fraud cases, regulatory reforms aligned with international standards are proposed to strengthen the supervision of these entities and mitigate associated risks.

TABLA DE CONTENIDO

INTRODUCCIÓN	7
I. REGULACIÓN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS Y LOS FI	8
I.1. Marco regulatorio internacional: Lineamientos regulatorios de la IOSCO	8
a) Objetivos de la regulación del mercado de valores	9
b) Principios para las Instituciones de Inversión Colectiva y sus Operadores	12
I.2. Marco regulatorio nacional: los FI en el Perú	17
a) Los FI	17
b) Las Sociedades Administradoras de FI	19
c) Las Sociedades Gestoras de FI	22
I.3. Conclusión	24
II. IMPACTO DE LA FALTA DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS SOBRE EL MERCADO DE VALORES	25
II.1. Análisis de la ausencia de regulación y el impacto a los Objetivos	25
a) Protección al inversionista: Relación principal-agente y fraude al inversionista	25
b) Transparencia de las Sociedades Gestoras	41
c) Reducción del riesgo sistémico: Desconfianza en el mercado de valores	42
II.2. La aparición de un sector informal en el mercado de valores	43
II.3. Intervención de la SMV en las Sociedades Gestoras	45
II.4. Conclusión	46
III. PROPUESTAS DE REGULACIÓN A LAS SOCIEDADES GESTORAS	48
III.1. Modelo Internacional: la IOSCO y la Alianza del Pacífico	48
a) Alianza del Pacífico: Caso Chileno	49
III.2. Propuesta normativa: Ley FI y su Reglamento	53
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	55
IV. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	57
ANEXO 1: PRINCIPIOS OPERADORES	64

INTRODUCCIÓN

El mercado de valores cumple un rol importante en la economía de un país, facilitando la canalización de recursos hacia inversiones productivas y promoviendo el desarrollo empresarial (Salinas, 1996; Rocca, 2017). Dentro de este ecosistema, los fondos de inversión constituyen un mecanismo esencial para la gestión eficiente del capital, al permitir la diversificación del riesgo y la optimización de los rendimientos de los inversionistas (Salinas, 1996). La administración de estos fondos recae en entidades especializadas, cuya regulación y supervisión es determinante para garantizar la transparencia, equidad y estabilidad del mercado (Björe & Naeve, 2021).

En Perú, la normativa vigente permite que fondos de inversión sean administrados por Sociedades Administradoras de FI (las “Sociedades Administradoras”), entidades debidamente autorizadas para operar fondos de inversión, o Sociedades Gestoras de FI (las “Sociedades Gestoras”), entidades que no están sujetas a regulación ni supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores (la “SMV”).

El presente trabajo tiene como objetivo analizar el impacto de la ausencia de regulación y supervisión de las Sociedades Gestoras en el Perú, evaluando su implicancia en la protección del inversionista, y los efectos sobre la relación principal-agente, la transparencia del mercado y la reducción del riesgo sistémico. Para ello, se tomará como referencia los principios establecidos por la IOSCO, con el fin de contrastar el modelo peruano con las mejores prácticas internacionales. Asimismo, se formularán recomendaciones para mejorar la regulación y supervisión de estas entidades, con el propósito de responder a nuestra pregunta principal: ¿la SMV debe implementar un marco regulatorio con el fin de supervisar a las Sociedades Gestoras de FI?

El presente documento se divide en tres secciones principales. En primer lugar, se aborda el marco regulatorio internacional y nacional de los fondos de inversión y las Sociedades Gestoras. Luego, se examina el impacto de la falta de regulación y supervisión de las Sociedades Gestoras en el mercado de valores. Finalmente, se proponen reformas regulatorias y recomendaciones para la mejora de la supervisión y control de estas entidades.

I. REGULACIÓN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS Y LOS FI

En el presente capítulo, se delinearán la normativa relacionada a las Sociedades Gestoras y de sus FI, tanto en el contexto internacional, como a nivel nacional. En primer lugar, se analizarán los objetivos de la regulación del mercado de valores, propuestos por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (la “IOSCO”, por sus siglas en inglés), así como los lineamientos propuestos para la regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva y sus Operadores, figuras equivalentes a los FI y sus Sociedades Administradoras en el ordenamiento peruano, respectivamente. Posteriormente, se examinará la regulación de los FI y sus Sociedades Administradoras en el Perú, que incluye las normas que exceptúan de regulación y supervisión a las Sociedades Gestoras.

El presente trabajo tomará como referencia la definición propuesta por Varón (2019) sobre las Instituciones de Inversión Colectiva y, por lo tanto, de los FI:

Los términos “vehículos de inversión colectiva” (“VIC”), “cartera colectiva”, “institución de inversión colectiva”, “fondo de inversión”, “fondo mutuo” y “fondo” se usan en este estudio para hacer referencia a los mecanismos de inversión colectiva regulados, autorizados y supervisados por el Estado, mediante los cuales **los administradores captan recursos del público y los destinan a la realización de inversiones, por cuenta y riesgo de los inversionistas y para beneficio de estos**, en activos subyacentes que pueden ser valores, otros instrumentos financieros, bienes inmuebles, proyectos inmobiliarios o de otra naturaleza, o capital de riesgo en nuevos emprendimiento empresariales, entre otros, según la política de inversión del fondo respectivo. (Varón, 2019, p. 5) (**el resaltado es nuestro**).

I.1. Marco regulatorio internacional: Lineamientos regulatorios de la IOSCO

Formada en 1983, la IOSCO es una organización internacional conformada por las entidades regulatorias del mercado de valores¹ de más de cien (100) jurisdicciones (incluyendo Perú, en calidad de miembro ordinario²), que tiene los siguientes fines (IOSCO, 2017): (i) fomentar la

¹ Para una definición del mercado de valores, tomamos como referencia lo indicado por Rocca (2017), que establece que el mercado de valores posibilita el proceso de intermediación financiera directa de valores mobiliarios, donde los agentes que tienen un excedente de recursos (el inversionista) negocian directamente valores mobiliarios con agentes deficitarios que requieren de dinero (emisores). En dicho esquema, el inversionista asume el riesgo de asignar sus recursos en el emisor, especialmente en caso del incumplimiento de pago (esto es a comparación de la intermediación indirecta, donde la entidad financiera asumía el riesgo por la captación y colación de los recursos en el mercado financiero).

² La IOSCO tiene tres (3) categorías de miembros : (i) Miembros Ordinarios, compuestos por ciento treinta y dos (132) comisiones o entidades nacionales regulatorias con autoridad sobre el mercado de valores o derivados, en sus respectivas jurisdicciones ; (ii) Miembros Asociados, compuestos por treinta y cuatro (34) reguladores gubernamentales supranacionales, organizaciones internacionales intergubernamentales y otros organismos internacionales que establecen normas, como, por ejemplo, la Autoridad Europea de Valores y Mercado (ESMA por sus siglas en inglés); y, (iii) Miembros Afiliados, compuestos por setenta y cuatro (74)

cooperación entre entidades regulatorias para desarrollar el mercado de valores; (ii) coordinar la supervisión y aplicación de la regulación correspondiente; (iii) investigar y aprobar lineamientos y/o estándares para el rendimiento del mercado.

Particularmente, se debe destacar la labor de la IOSCO en la elaboración y aprobación de estándares, especialmente porque, en la actualidad, los mercados financieros son cada vez más globalizados, con presencia de inversiones y operaciones transfronterizas (IOSCO, 2017), donde inversionistas y emisores extranjeros pueden participar en nuestro mercado nacional. El fenómeno de la globalización afecta de igual forma al desarrollo de estándares regulatorios de las Instituciones de Inversión Colectiva y sus Operadores, por convertirse es una de las primeras opciones para los inversionistas individuales para realizar inversiones, por lo cual se debe promover la estandarización de regulación y supervisión de dichos vehículos de inversión y sus Operadores, sin perjuicio de las diferencias normativas que existan a nivel de cada jurisdicción (IOSCO, 1997, 2017).

a) Objetivos de la regulación del mercado de valores

Previo a desarrollar los estándares recomendados por la IOSCO para la regulación de las Instituciones de Inversión Colectiva y sus Operadores, es importante entender que una adecuada regulación de tales entidades es primordial para el funcionamiento adecuado del mercado de valores, en tanto los Operadores recurren directamente a dicho mercado para captar inversionistas, especialmente inversionistas individuales, y canalizar sus recursos a través de una Institución de Inversión Colectiva (Payet, 1996a).

En ese sentido, en el año 1998, la IOSCO aprobó por primera vez los Objetivos y Principios de la Regulación del Mercado de Valores (los “Principios IOSCO”), con el fin de alcanzar los siguientes objetivos (los “Objetivos”) (IOSCO, 2017): (i) la protección al inversionista; (ii) garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes; y (iii) la reducción del riesgo sistémico.

En la Sección III se desarrollarán los Objetivos y su importancia en la implementación de regulación que afecte a las Instituciones de Inversión Colectiva y sus Operadores, enfocado en la normativa peruana; a continuación, se examinarán los Objetivos y su importancia en el mercado en general, desde la perspectiva del inversionista individual y los emisores.

Primer Objetivo: La protección del inversionista

organizaciones autorreguladoras, bolsas de valores, infraestructuras del mercado financiero, y otros cuerpos con un interés apropiado en la regulación de valores, entre otros. Disponible en: https://www.iosco.org/v2/about/?subsection=about_iosco

Previo a desarrollar la importancia de este objetivo, se debe especificar que el tipo de inversionista al que hacemos referencia es el inversionista individual, en contraste con el inversionista institucional o sofisticado (Torres, 2007). Si bien la IOSCO no especifica el perfil del inversionista que necesita protección, en vista que el perfil varía conforme a los distintos mercados de valores nacionales y la regulación de cada país se encarga de proporcionar una definición, consideramos oportuno entender al inversionista individual, bajo la interpretación propuesta por la regulación peruana, en donde el análisis deberá incluir la aplicación del estándar de inversionista razonable (Torres, 2007). Así, mediante Resolución Tribunal Administrativo de CONASEV N°. 032-2002-EF/94.12, la SMV (en ese momento la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, o sus siglas CONASEV), estableció el estándar de inversionista razonable, el cual se caracteriza por ser ni excesivamente hábil ni completamente ingenuo. Bajo tal estándar, el inversionista individual no es un experto en la materia de inversiones, pero tiene la capacidad suficiente para comprender las implicancias de sus decisiones, ya que posee un básico entendimiento y/o experiencia sobre el comportamiento del mercado y las regulaciones que lo rigen (Resolución Tribunal Administrativo de CONASEV N°. 032-2002-Ef-94.12, 2002, p. 13).

En la adquisición de un valor mobiliario, el inversionista individual deberá analizar no solo el precio que pagará (es decir, el capital que invertirá), sino también las rentabilidades que dicha inversión le generará. Sin embargo, determinar el precio de dicho valor, así como la seguridad de que dichas rentabilidades se manifiesten, depende de factores relacionados al emisor, como su capacidad de pago, sus condiciones financieras y/o económicas, el crecimiento de sus operaciones comerciales, entre otros, información que el inversionista individual no tiene fácil o ningún acceso (Martínez, 2003). Por lo tanto, resulta fundamental que el inversionista tenga acceso a todos los recursos informativos que el emisor y el mercado le puedan otorgar, para sopesar todos los riesgos de invertir en un determinado valor mobiliario³, y evitar la pérdida de todo su capital.

La protección al inversionista es un aspecto fundamental del mercado de valores, dado que permite corregir la asimetría de información entre el inversionista, el emisor y, en general, los participantes del mercado, estableciendo obligaciones de difusión de información y transparencia para que la

³ Sin perjuicio de lo establecido, el inversionista siempre estará expuesto a un determinado nivel de riesgo, en donde el riesgo en una decisión financiera es “la posibilidad de recibir un retorno sobre la inversión diferente del esperado” (Tong, 2006, p. 321). La información que reciba el inversionista le permitirá reducir la incertidumbre sobre los valores que adquirirá, pero siempre existirá un riesgo de variabilidad en los rendimientos de la inversión.

toma de decisiones de inversión sea acertada, y el inversionista pueda recibir la rentabilidad esperada y proteger su inversión.

Segundo Objetivo: Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes

Este objetivo se complementa junto con la obtención de la protección al inversionista, ya que un mercado de valores justo, eficiente y transparente, necesita que los emisores comuniquen de manera adecuada y oportuna información relevante a todos los participantes del mercado (IOSCO, 2017). Esta información permite a los inversionistas individuales tomar decisiones informadas, realizar valorizaciones fidedignas de los valores mobiliarios y evaluar los riesgos de invertir en determinados valores, minimizando el riesgo de los inversionistas individuales de perder su capital por una incorrecta decisión de inversión.

Además, la transparencia no solo implica la revelación de información, sino que esta debe ser suficiente, clara, veraz y confiable, para que el inversionista individual, aun realizando un análisis diligente de su decisión, pueda confiar en que la información recibida es precisa y justa, evitando así la necesidad de destinar más tiempo y dinero en analizar lo que se le presenta.

Finalmente, en un mercado que fomenta y asegura la divulgación de información, logrará una mayor eficiencia, ya que el precio de los valores reflejará de manera adecuada su valor intrínseco (Martínez, 2003). Por ende, garantizar que los mercados sean justos eficientes y transparentes, a través de la regulación, contribuye a que los inversionistas individuales obtengan las rentabilidades esperadas de su inversión, y, en general, a que los recursos excedentes que se invierten en el mercado se asignen a los emisores que más lo requieran (Martínez, 2003; IOSCO, 2017).

Tercer Objetivo: La reducción del riesgo sistémico

Entendemos por riesgo sistémico, a la chance de un evento, acción o una serie de ellos que pueda generar impactos adversos a gran escala en el sistema financiero y, como resultado, en la economía (IOSCO, 2017). Asimismo, conforme a Kemp (2017), los eventos o acciones que pueden originar un riesgo sistémico se pueden manifestar de dos formas: (i) el efecto domino; y (ii) el efecto tsunami. Bajo el efecto domino, se asume la interconexión del sistema financiero, donde, ante la ocurrencia de algún evento o acción que afecta a una institución sistemáticamente importante para dicho sistema⁴, se origina un efecto desestabilizador en la interacción de esa institución con otras. Si dicho evento o acción supera un determinado umbral, los efectos desestabilizadores en la

⁴ De acuerdo a Kemp (2017), los criterios que ayudan a identificar cualquier institución, mercado o instrumentos que pueda ser sistemáticamente importante incluye: (i) el tamaño; (ii) la sustitución; y (iii) la interconexión.

institución pueden llegar a afectar a la economía en su conjunto. En el extremo del efecto domino, donde la falla de una institución desencadena la falla de otra, Kemp (2017) señala que los eventos o acciones que originen una falla en una institución pueden provocar una reacción en cadena, desencadenando una crisis financiera generalizada. Bajo el efecto tsunami, la reacción se debe a que instituciones participantes en el sistema financiero comparten ciertos riesgos en común y, aunque puede haber relativa conexión directa entre dichos participantes, si una de las entidades es expuesta a un evento o acción que lo pone bajo ese riesgo en común, el impacto puede extenderse a todas las instituciones participantes al mismo tiempo.

Considerando que la IOSCO indica que el riesgo sistémico puede originarse de una lenta y prolongada exposición al riesgo por parte de las entidades participante o inversionistas del mercado de valores (IOSCO, 2017), una regulación destinada a reducir dicho riesgo tiene como objetivo mitigar el impacto de una serie de eventos o acciones adversas que afecten al mercado, evitando que los efectos se propaguen, bajo un efecto domino o tsunami, y repercutan en el sistema financiero en su conjunto (Kemp, 2017; IOSCO, 2017).

b) Principios para las Instituciones de Inversión Colectiva y sus Operadores

La presente sección corresponde para el desarrollo de los principios internacionales adoptados por la IOSCO sobre la regulación que afecte a las y sus Operadores, a efectos identificar cuál es el estándar regulatorio propuesto para dichas entidades.

De acuerdo a la IOSCO (1995), las IIC son un esquema de inversión colectiva de capital variable que emite unidades reembolsables e invierte principalmente en valores transferibles (las “IIC”). Asimismo, la IOSCO (1995) define a los Operadores de una IIC, como las entidades legales que tienen responsabilidad en la gestión y desempeño de una IIC, las cuales puede incluir asesoría financiera y servicios operativos (los “Operadores”).

Sobre la definición de una IIC propuesta, se debe considerar que es limitativa, en vista que omite entrar en detalle sobre su naturaleza, conforme fue planteado al inicio del presente capítulo. Además, la definición excluye ciertos tipos de IIC, basándose en los siguientes criterios: (i) la liquidez de las participaciones en las IIC, clasificándolas como abiertas (open-ended) o cerradas

(close-ended)⁵; y (ii) los objetivos de inversión de las IIC⁶. No obstante, en la reciente edición de los Principios IOSCO, se establece que la definición de IIC incluye tanto a los “open-ended funds” como a los “close-ended funds”, siendo estos últimos, parte del objeto de análisis del presente trabajo (IOSCO, 2017).

Los principios adoptados por la IOSCO son los siguientes: (i) Principios para la regulación de las IIC y su Memorándum Explicativo, publicado en el año 1995 (los “Principios IIC”); (ii) Principios para la supervisión de los Operadores de IIC, publicado en el año 1997, los cuales se encuentran adjuntos como Anexo N°. 1 (IOSCO, 1994); y (iii) los Principios IOSCO, actualizados en el año 2017, que adoptaron los Principios relacionados a los IIC y los Fondos de Cobertura. En el presente apartado, solo explicará brevemente los principios señalados en los incisos (i) y (iii).

Los Principios IOSCO relacionados a las IIC

Como se mencionó anteriormente, en vista que los Operadores acuden al mercado de valores para atraer inversionistas que dispongan de su capital y lo inviertan en las IIC, los Principios IOSCO proporcionan una serie de lineamientos para garantizar una regulación efectiva de las IIC y sus Operadores. De esta manera, se ha aprobado los siguientes Principios IOSCO, relacionados a la regulación de las IIC y sus Operadores (IOSCO, 2017):

- i. **Principio 24:** El sistema regulador debería establecer estándares para la elegibilidad, gobernanza, organización y conducta operativa de aquellos que deseen comercializar o gestionar una IIC. (el resaltado es nuestro)
- ii. **Principio 25:** El marco normativo debe contemplar regulación sobre la formación y estructura de una IIC, y la segregación y resguardo de la inversión de sus clientes.
- iii. **Principio 26:** La regulación debe requerir la revelación de información, según los principios para emisores, la cual es necesaria para evaluar la idoneidad de una IIC para un inversionista en particular (el resaltado es nuestro)

⁵ Las IIC pueden adoptar diversas estructuras y formas legales, como patrimonios autónomos (fondos de inversión), sociedades anónimas, entre otros. Bajo la estructura de las IIC como fondos de inversión, pueden existir diversas clasificaciones, entre ellas, la clasificación de las IIC conforme al criterio de liquidez de las participaciones. Según tal criterio, los fondos de inversión pueden ser abiertos o cerrados. En la primera clasificación, Varón (2019) indica que son los fondos donde el inversionista tiene derecho a redimir, rescatar o reembolsar primariamente sus participaciones durante la vigencia del fondo, previa solicitud al administrador. Por otro lado, en los fondos de inversión cerrados, el inversionista solo puede pedir al administrador la redención, rescate o reembolso de las participaciones a la finalización del término de vigencia del fondo, cuando llegue el momento de liquidarlo o también cuando se establecen en el reglamento correspondiente plazos redimir las participaciones durante la vigencia del fondo.

⁶ Los criterios de clasificación de las IIC expuestos no son los únicos criterios existentes.

- iv. **Principio 27:** El marco normativo debe garantizar la existencia de un sistema adecuado y transparente para la valoración de activos, la determinación de precios y el reembolso de participaciones en una IIC.

Para efectos del presente trabajo, es relevante el Principio 24, que recomienda que tanto las IIC como sus Operadores deben cumplir con criterios de elegibilidad para su autorización y la continuación de sus operaciones (IOSCO, 2017). En el caso de los Operadores, este principio implica que el marco normativo incluya estándares relacionados con la acreditación de honestidad e integridad de los Operadores en el manejo de las inversiones de los participantes de la IIC, así como la capacidad y experiencia del Operador para operar o recomendar a un inversionista la idoneidad de una IIC, conforme al perfil de inversión que tenga (IOSCO, 2017).

No obstante, la IOSCO reconoce que, en muchas jurisdicciones, el nivel de implementación regulatoria de los Principios IOSCO puede variar, como, por ejemplo, cuando se reduce la supervisión regulatoria de las IIC y sus Operadores, si está se encuentra relacionada a colocaciones privadas (IOSCO, 2017). Sin perjuicio de ello, la IOSCO destaca que, al centro de cualquier análisis para la implementación de regulación de las IIC y sus Operadores, se encuentra la protección al inversionista (IOSCO, 2017). En ese sentido, la aplicación y revisión de la normativa peruana, basada en los Principios IOSCO, aunque puede tener ciertos matices (como ocurre en la actualidad), no debe perder de vista que cualquier regulación relacionada a las IIC y sus Operadores (o la ausencia de ella) debe garantizar la protección del inversionista.

Sobre los Principios IIC

Complementando y expandiendo los Principios IOSCO relacionados a las IIC y sus Operadores, se adoptaron los Principios IIC (IOSCO, 1995), que comprenden lo siguiente:

- i. **Estructura y forma legal:** El régimen regulador debe establecer requisitos respecto a la formación de una IIC que brinde certeza a los inversionistas y permitan que los fondos de los inversionistas se distingan de los activos de otras entidades.
- ii. **Custodia, Depositario o Fiduciario:** El régimen regulador debe buscar la protección, integridad física y legal de los activos de una IIC.
- iii. **Elegibilidad para actuar como un Operador:** El régimen regulador debe imponer a los Operadores normas de conducta y estándares mínimos de elegibilidad que requieran la aprobación del regulador antes de comercializar una IIC.

- iv. **Delegación:** El régimen regulador debe garantizar que la protección a los inversionistas en las IIC se mantenga en todo momento, en caso las actividades de administración de la IIC sean delegadas a terceras partes.
- v. **Supervisión:** El régimen regulador debe establecer una autoridad reguladora que asuma la responsabilidad general de la supervisión de las IIC autorizadas dentro de su jurisdicción correspondiente.
- vi. **Conflictos de Interés:** El régimen regulador debe reconocer que la operación de una IIC puede tener un interés que, si se ejerce sin restricciones, podría entrar en conflicto de manera material con los intereses de los inversionistas.
- vii. **Valoración de activos y determinación de precios:** El marco regulatorio debe definir un sistema para valorar los activos de una IIC, establecer los precios de las cuotas de participación y los procedimientos de inversión o desinversión, de manera que sea equitativo tanto para los inversionistas actuales como para aquellos que desean adquirir o redimir participaciones.
- viii. **Limitaciones en materia de inversiones y endeudamiento:** Establece que deben existir restricciones de inversión, diversificación del portafolio y limitaciones en el endeudamiento para que una IIC pueda cumplir con los reembolsos a sus inversionistas en todas las condiciones del mercado.
- ix. **Derechos de los Inversionistas:** El régimen regulador debe proporcionar a los inversionistas ciertos derechos en relación con una IIC, apropiados dentro del contexto general de la regulación de las IIC.
- x. **Revelación y Marketing:** El régimen regulador debe imponer un requisito de divulgación para garantizar que haya una divulgación completa, precisa y oportuna a los potenciales inversionistas, proporcionando la información indispensable para la toma de una decisión de inversión en relación a una IIC.

De manera similar al Principio 24 de los Principios IOSCO, el principio de “Elegibilidad para actuar como Operador” indica que el régimen regulatorio debería imponer estándares de conducta y estándares mínimos de elegibilidad al Operador, como parte de los requisitos a ser analizados por la entidad regulatoria para autorizar la administración de una IIC. Asimismo, destacar que, para la IOSCO, dicha “autorización” puede significar un proceso de aprobación establecido por la

entidad reguladora o el requerimiento de que el Operador se encuentre registrado para que pueda comercializar valores mobiliarios (IOSCO, 1994) .

Adicionalmente, entre los estándares de conducta y elegibilidad recomendables a ser incluidos en la evaluación de la entidad reguladora para autorizar al Operador administrar una IIC (IOSCO, 1994), se encuentran los siguientes:

- Honestidad y equidad: El Operador debe observar altos estándares de integridad y equidad en interés de la IIC y los inversionistas que inviertan en ellas.
- Capacidad: El Operador debe contar con recursos técnicos y humanos adecuados para operar una IIC.
- Capital adecuado: El Operador debe mantener siempre suficientes recursos financieros para cumplir con sus compromisos de inversión, es decir, exigir al Operador requisitos de capital mínimo. Dicho requerimiento puede manifestarse en solicitar un monto de capital específico o mostrar que cuenta con suficiente capital para cumplir sus compromisos.
- Diligencia y Eficiencia: El Operador debe actuar con la debida capacidad, cuidado y diligencia, así como emplear efectivamente sus recursos para un adecuado desempeño en la administración de una IIC.

Por último, es importante resaltar el principio de “Supervisión”, en tanto debe recaer en la entidad reguladora las siguientes responsabilidades (IOSCO, 1994): (i) la entidad reguladora debe tener un rol en el proceso de registro o autorización de una IIC, lo cual también incluye la supervisión del proceso de registro o autorización del Operador; y (ii) la entidad reguladora debe tener facultades adecuadas para proteger los intereses de los inversionistas individuales, lo cual puede incluir, entre otros, el inicio de acciones civiles o administrativas, o la recomendación del inicio de investigaciones penales, en caso correspondan.

Principios relacionados al regulador del mercado de valores

Por último, también se debe resaltar los siguientes Principios IOSCO relacionados al cumplimiento de la regulación aplicable al mercado de valores (los “Principios Regulador”), que comprenden que: (i) la entidad reguladora debe contar con poderes amplios de inspección, investigación y supervisión; (ii) la entidad reguladora debe contar con poderes amplios de cumplimiento y ejecución de la regulación; y, (iii) la regulación debe asegurar el uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión y ejecución, así como la implementación de un programa de cumplimiento efectivo.

Los Principios Regulator están directamente relacionados a la facultad que debe tener la entidad reguladora para supervisar el mercado de valores, y aplicar una serie de medidas como la detección, disuasión, ejecución, sanción, reparación y corrección de cualquier vulneración a la regulación (IOSCO, 2017). Es especialmente relevante la interpretación que la IOSCO tiene sobre el “cumplimiento” de la regulación, en vista que, entre las actividades que puede realizar la entidad reguladora para asegurar el cumplimiento de la regulación, incluye lo siguiente (IOSCO, 2017): (i) **realizar investigaciones sobre entidades reguladas o no reguladas**, que pueden ser motivadas por sospechas de mala conducta; y (ii) ejecutar medidas contra el incumplimiento y la mala conducta, lo que puede incluir procedimientos de cumplimiento y la búsqueda de remedios y sanciones apropiadas.

I.2. Marco regulatorio nacional: los FI en el Perú

En Perú, la norma principal que regula el mercado de valores, y en consecuencia los FI y sus Sociedades Administradoras, es el Texto único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores (la “Ley MV”). En ella, se declara que la regulación del mercado alinea su finalidad con los Objetivos previamente mencionados, promueve el crecimiento ordenado y la transparencia del mercado, así como la correcta protección del inversionista (DS No. 020-2023-EF, 2023)

Asimismo, de forma específica y con mayor detalle, los FI y sus Sociedades Administradoras se encuentran regulados en el Decreto Legislativo No. 862, Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (la “Ley FI”), y la Resolución SMV No. 029-2014-SMV-01, Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (el “Reglamento FI”).

a) Los FI

Conforme a la Ley FI, los Fondos de Inversión son patrimonios autónomos de capital cerrado⁷, integrados por aportes de personas naturales y personas o entes jurídicos para su inversión en el objeto del fondo, por cuenta y riesgo de los partícipes, y se encuentran bajo la gestión de una Sociedad Administradora constituida para tal fin (los “FI”) (Decreto Legislativo No. 862, 1996). El patrimonio de los Fondos de está compuesto por cuotas de participación, y pueden ser adjudicados a través de una oferta pública u oferta privada (Decreto Legislativo No. 862, 1996).

Oferta Pública

⁷ De acuerdo al artículo 3o de la Ley FI, los FI de capital cerrado se caracterizan porque su número de cuotas es fijo, las cuales no son susceptibles de rescate o redención antes de la liquidación del Fondo de Inversión.

Existirá una oferta pública de cuotas de un Fondo de Inversión (los “Fondos Públicos Perú”) cuando (Resolución CONASEV N°. 141-98-EF, 1998; DS N°. 020-2023-EF, 2023): (i) existe una invitación adecuadamente difundida; (ii) la oferta se realiza en forma masiva; esto es, usando medios de publicidad masivos (diarios, revistas, radio, televisión, etc.); y (iii) la oferta es para el público o a un grupo de inversionistas que requieren de tutela por involucrar el interés público (se considerará como interés público la protección de un grupo de destinatarios compuestos por un número igual o mayor a cien (100) personas).

Adicionalmente, es pertinente mencionar que, sobre el inciso (iii), el perfil de los destinatarios de la oferta pública deberá interpretarse conforme al estándar del inversionista razonable, expuesto en la Resolución Tribunal Administrativo de CONASEV N°. 032-2002-EF/94.12, en tanto estos inversionistas son los merecedores de tutela por la regulación del mercado de valores y la SMV, en aras de protección del interés público.

Oferta Privada

La oferta de cuotas de participación es privada, en tanto no esté comprendida en el análisis de la oferta pública establecida en la Ley MV (los “Fondos Privados Perú”) (DS N°. 020-2023-EF, 2023). Es importante resaltar que, al examinar el perfil de los inversionistas a quienes va dirigida la oferta privada, se debe interpretar las características del inversionista bajo el estándar del inversionista sofisticado, definido en la Resolución Tribunal Administrativo de CONASEV N°. 116-2003/94.12, como el inversionista que maneja temas de inversiones en valores, los mercados de valores y otras cuestiones financieras complementarias (Resolución CONASEV 116-2003/94.12, 2003; como se citó en Torres, 2007).

En ese sentido, el público al que va dirigida la oferta privada, en cuanto la oferta no se encuentre dentro de los puertos seguros de la Ley MV que se mencionarán a continuación, debe interpretarse conforme al estándar del inversionista sofisticado, un estándar que agrega un mayor deber de diligencia al inversionista, que el estándar de inversionista razonable expuesto anteriormente, y por lo cual no será expuesto al mismo nivel de protección que nuestra regulación del mercado de valores muestra al inversionista individual.

Adicionalmente, la Ley MV establece unos puertos seguros de situaciones en las que se considerará oferta privada (DS N°. 020-2023-EF, 2023):

- i. La oferta de cuotas de participación dirigida a inversionistas institucionales, definidos como “las personas que, por su naturaleza, características o conocimientos, comprenden,

gestionan y evalúan adecuadamente los riesgos asociados a sus decisiones de inversión” (Resolución SMV N°. 021-2013-SMV-01, 2013) (los “Inversionistas Institucionales”). Conforme al Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales, aprobado por Resolución SMV N°. 021-2013-SMV-01 (el “Reglamento de Inversionistas Institucionales”), son Inversionistas Institucionales las personas naturales y/o jurídicas que se señalan en el anexo adjunto al Reglamento de Inversionistas Institucionales correspondiente.

- ii. La oferta de cuotas con valor nominal o de colocación unitario mínimo sea de S/250,000.00. En el año 2025, el valor actualizado es de S/601,582.00⁸.
- iii. Otras características que establezca la SMV.

Los Fondos Privados Perú no son regulados por la normativa y no deben registrarse en el Registro Público del Mercado de Valores (el “Registro”). Asimismo, los requerimientos, procesos y estándares mínimos que debe contener un Reglamento de Participación del Fondo Privado Perú (documento que regula las pautas de la oferta, así como la participación de los inversionistas en un Fondo de Inversión), así como las obligaciones de reporte periódicas a la SMV y la presentación de información a los inversionistas que debe cumplir la sociedad que lo administra no son obligatorios (Resolución SMV N°. 029-2014-SMV-01, 2014).

b) Las Sociedades Administradoras de FI

Las Sociedades Administradoras son sociedades anónimas, que tienen como objeto administrar FI que colocan cuotas de participación mediante oferta pública y/u oferta privada (Decreto Legislativo N°. 862, 1996).

Para desarrollar su objeto, las Sociedades Administradoras deben contar con la autorización de la SMV para su organización y funcionamiento, debiendo cumplir con, entre otros, los siguientes requisitos (Resolución SMV N°. 039-2016-SMV-01, 2016) (los “Requisitos de Autorización”):

- i. Tener un capital social suscrito y pagado de mínimo S/750,000.00. En el año 2025, el valor actualizado es de S/1,804,746.00⁹.

⁸ Conforme a la Primera Disposición Complementaria Final de la Ley MV (DS N°. 020-2023-EF, 2023), este monto se actualiza anualmente, al cierre de cada ejercicio, en función al Índice de Precios al Por Mayor para Lima Metropolitana que publica periódicamente el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). En el año 2025, el factor de actualización es de 2.406328.

⁹ Conforme a la Segunda Disposición Final de la Ley de FI (Decreto Legislativo N°. 862, 1996), este monto se actualiza anualmente, al cierre de cada ejercicio, en función al Índice de Precios al Por Mayor para Lima Metropolitana que publica periódicamente el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). En el año 2025, el factor de actualización es de 2.406328.

- i. Acreditar la integridad y fortaleza financiera de los socios fundadores de la Sociedad Administradora y sus directivos principales a nivel organizacional, a través de declaraciones juradas en relación a sus bienes patrimoniales y/o acreencias, ausencia de impedimentos y revisión de antecedentes judiciales y penales.
- ii. Acreditar el nivel académico y experiencia profesional, en materia económica, financiera, contable o afines, de los socios fundadores de la Sociedad Administradora y sus directivos principales a nivel organizacional.
- iii. Acreditar condiciones mínimas para tener tanto una infraestructura física, como tecnológica que permita a la Sociedad Administradora desarrollar de forma normal la administración de FI.

Adicionalmente, una vez autorizadas, las Sociedades Administradoras deben cumplir con, entre otros, las siguientes obligaciones (Decreto Legislativo N°. 862, 1996; Resolución SMV N°. 029-2014-SMV-01, 2014):

- i. La Sociedad Administradora deberá mantener un patrimonio neto mínimo equivalente al monto de S/3,500,000.00. En el año 2025, el valor actualizado es de S/8,422,148.00¹⁰.
- ii. La Sociedad Administradora deberá mantener operativo un (1) Fondo Público Perú; de lo contrario, su autorización de funcionamiento será revocada de forma automática si no mantiene un fondo operativo por un período mayor a un (1) año.
- iii. La Sociedad Administradora debe remitir su información financiera, así como preparar y entregar una memoria anual, detallando la gestión de los Fondos Públicos Perú a su cargo durante el año. Adicionalmente, tiene que cumplir con informar los hechos de importancia relacionados a su organización y actividades, según lo que se detalla en el artículo 141° del Reglamento FI y lo regulado en el Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada, aprobado mediante Resolución SMV N°. 0005-2014- SMV/01.
- iv. Respecto a los Fondos Públicos Perú que administra, también notificará los hechos de importancia relacionados a las operaciones de dichos fondos, conforme al artículo 141° del Reglamento FI y lo regulado en el Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada, aprobado mediante Resolución SMV N°. 0005-2014- SMV/01.

¹⁰ Conforme a la Segunda Disposición Final de la Ley de FI (Decreto Legislativo N°. 862, 1996), este monto se actualiza anualmente, al cierre de cada ejercicio, en función al Índice de Precios al Por Mayor para Lima Metropolitana que publica periódicamente el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). En el año 2025, el factor de actualización es de 2.406328.

- v. Respecto a los Fondos Privados Perú que administra, al día siguiente de realizada la oferta, la SMV debe recibir de la Sociedad Administradora información sobre el monto de colocación de cuotas en el mercado, el número de inversionistas captados, el propósito principal de las inversiones que realizará el Fondo y su denominación. También, está obligada a adjuntar una declaración jurada indicando la observancia de las normas relacionadas a la gestión de Fondos Privados Perú. Adicionalmente, de forma periódica, al momento en que la Sociedad Administradora envíe su información financiera intermedia, presentará un reporte que indique el monto del patrimonio de los Fondos Privados Perú que administra, así como el número de partícipes, indicando el tipo de inversionista que son¹¹.

Por último, la responsabilidad de la Sociedad Administradora frente a sus inversionistas varía dependiendo del tipo de Fondo de Inversión que administra. En el caso de los Fondos Públicos Perú, la Sociedad Administradora es responsable frente al fondo y sus partícipes, y estará obligada a indemnizarlos, en caso de incurrir en infracciones o incumplimientos a la Ley FI, su Reglamento, el Reglamento de Participación del Fondo correspondiente y el Contrato que suscriba el inversionista, sin afectar la responsabilidad administrativa, civil o penal que deba aplicarse a los sujetos involucrados en la Sociedad Administradora (Resolución SMV N°. 029-2014-SMV-01, 2014). Esto se encuentra vinculado con la obligación de la Sociedad Administradora de constituir una garantía a favor de la SMV, en respaldo de los compromisos contraídos con los inversionistas de los FI que administran, y que será activada por la SMV cuando, por ejemplo, la Sociedad Administradora incurra en dolo o negligencia en sus actividades de administración que originen un perjuicio en el Fondo de Inversión y, por lo tanto, los inversionistas (Decreto Legislativo N°. 862, 1996).

En el caso de los Fondos Privados Perú, si bien la SMV no ejerce supervisión sobre dichos vehículos, en caso de sospecha de gestionar un Fondo Público Perú, solicitará a la Sociedad Administradora información adicional que permita acreditar que efectivamente está gestionando un Fondo Privado Perú, en cumplimiento de la normativa (Decreto Legislativo N°. 862, 1996; Resolución SMV N°. 029-2014-SMV-01, 2014). Respecto a la responsabilidad frente a los

¹¹ El artículo 159° del Reglamento FI establece que se debe indicar si el inversionista clasifica como: (i) público en general, (ii) un Inversionista Institucional, (iii) inversionista que suscribe y pague cuotas por un monto mínimo de S/250,000.00 antes del inicio de actividades o durante la vigencia del Fondo de Inversión Privada (monto mínimo que deberá ser actualizado por el factor de actualización); (iv) accionistas, directores, gerentes de la Sociedad Administradora, miembros del Comité de Inversiones o gestores externos del Fondo de Inversión Privado.

inversionistas, la Sociedad Administradora responde tanto sobre las deficiencias en contenido y claridad del Reglamento de Participación del Fondo Privado Perú, así como por la gestión del Fondo. En tal caso, los inversionistas no podrán denunciar administrativamente la mala gestión de la Sociedad Administradora, sino recurrir a la instancia civil o penal, dependiendo del mecanismo de solución de controversia que regula el Reglamento de Participación del Fondo Privado Perú y Contrato de Suscripción de Cuotas respectivo.

c) **Las Sociedades Gestoras de FI**

De acuerdo con el marco regulatorio expuesto anteriormente, las Sociedades Administradoras tienen la facultad de gestionar tanto un Fondo Público Perú como Privado, siendo estos últimos no supervisados por la SMV. Sin perjuicio de ello, en aras de su carácter como entidad regulada, la Sociedad Administradoras mantienen su estatus de entidades supervisadas, por lo cual, incluso en el caso de que gestionen exclusivamente Fondos Privados Perú, están obligadas a remitir su información financiera a la SMV, y relacionada a los Fondos Privados Perú que administra (Decreto Legislativo N°. 862, 1996; Resolución SMV N°. 029-2014-SMV-01, 2014).

No obstante, la Ley FI y su Reglamento excluyen de regulación y supervisión **la operación de Fondos Inversión de Oferta Privada**, es decir, la normativa habilita a entidades, distintas a las Sociedades Administradoras, para que administren dichos tipos de FI, sin la necesidad de conseguir una licencia de autorización para su organización y funcionamiento ante la SMV, y convirtiéndose en los únicos responsables frente a los partícipes de los Fondos Privados Perú que administran.

Las entidades a las que hacemos referencia no tienen una denominación específica, y están prohibidos de comercializarse bajo la denominación de “Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión”; empero, comercialmente, influenciado por las disposiciones normativas, se ha identificado que dichas entidades suelen denominarse como “Sociedades Gestoras de Fondos de Inversión” (las “Sociedades Gestoras”).

Orígenes normativos

En el año 2008, con la publicación del Decreto Legislativo N°. 1046, se estableció por primera vez que, respecto a los Fondos Privados Perú, la SMV no ejercería supervisión alguna y su gestión pasaría a ser de exclusiva responsabilidad de las sociedades que los gestionan. Según la exposición de motivos, la propuesta de cambio tenía como objetivo flexibilizar la normativa para fomentar la competitividad y hacer el mercado de valores peruano más atractivo (Decreto Legislativo N°.

1046, 2008). En tal contexto, la exposición desarrollaba que la normativa no exigía a las Sociedades Administradoras la gestión de un Fondo Público Perú, por lo que era común encontrar casos de Sociedades Administradoras que gestionaban, en igual o mayor medida, Fondos Privados Perú. Dicha situación generó en las autoridades la necesidad de evaluar si se debía mantener el escenario en el que muchas Sociedades Administradoras recibían autorización para gestionar FI, pero pocos de ellos eran de naturaleza pública. Asimismo, el legislador apuntó en su exposición que el fondo privado solía ser gestionado por un Inversionista Institucional, sin que exista información mínima accesible al respecto (Decreto Legislativo N°. 1046, 2008).

Aunque la base para la exposición de motivos ha sufrido cambios (por ejemplo, actualmente las Sociedades Administradoras sí deben mantener al menos un (1) Fondo Público Perú operativo y si administran un Fondo Privado Perú deben remitir información), es interesante analizar los motivos del legislador para abrir las puertas a la flexibilización de la regulación y supervisión de las Sociedades Administradoras que administran Fondos Privados Perú. En particular, la percepción que tuvieron las autoridades cuando mencionaron, usualmente, Inversionistas Institucionales se encargaban de la gestión de Fondos Privados Perú. En la actualidad, esta noción se aleja de la realidad, en tanto, como se mencionará en la Sección III, no se puede acertar con seguridad que las Sociedades Gestoras son siempre constituidas por Inversionistas Institucionales o si estos participan en la gestión de inversiones.

Adicionalmente, en el año 2017, mediante una ley modificatoria, se propuso cambios adicionales a la Ley FI, para la optimización del mercado de valores peruano, en especial en lo relacionado a los FI para promover su expansión y uso (Ley N°. 30708, 2017). Con la publicación de dicha norma, se ratificaron las modificaciones propuestas en el año 2008, y se añadió de forma expresa que las Sociedades Gestoras no son entidades supervisadas por la Superintendencia.

Breve exposición de la problemática

Pese a que los antecedentes jurídicos nos muestran las buenas intenciones de las autoridades en el impulso de las Sociedades Gestoras para el crecimiento de la industria de los FI, tales entidades se presentan como un participante anómalo en el mercado de valores nacional, en tanto la flexibilización regulatoria sobre las Sociedades Gestoras se distancia de las recomendaciones internacionales realizadas por la IOSCO. Las Sociedades Gestoras no solo dejaron de ser entidades reguladas por la normativa de FI y del mercado de valores del Perú, sino que también se encuentran al margen de la supervisión de la SMV.

La ausencia de regulación y supervisión de las Sociedades Gestoras, como se analizará en mayor detalle en la Sección III, genera serios problemas de asimetría de información derivados de la relación principal-agente entre las Sociedades Gestoras y sus inversionistas, en tanto, las Sociedades Gestoras no cumplen con su deber fiduciario de actuar en interés de estos últimos en la gestión de los recursos de los inversionistas. En ese sentido, los conflictos de la relación principal-agente se agravan ante la ausencia de regulación, y pueden afectar negativamente los Objetivos, perjudicando el desarrollo y funcionamiento del mercado de valores peruano en su conjunto.

I.3. Conclusión

El estándar internacional propuesto por la IOSCO recomienda implementar un marco regulatorio para aquellas entidades que administran y/u operan IIC, donde los Operadores deben cumplir requerimientos para su organización y funcionamiento, como obligaciones de revelación de información importante a inversionistas individuales de una IIC. Esto se debe principalmente en el interés de proteger a los inversionistas individuales, ante los problemas no solo de asimetría de información que se presentan, sino también en aras de salvaguardar el mercado de valores en su conjunto.

Sin perjuicio de ello, en el Perú, las Sociedades Gestoras son una particularidad de nuestro ordenamiento jurídico, siendo entidades no reguladas bajo la normativa de FI en el Perú, y excluidas del ámbito de supervisión de la SMV. En ese sentido, ante dicha anomalía, y como se desarrollará en el presente trabajo, es pertinente analizar los problemas que su existencia ocasiona al mercado de FI y el alcance de los Objetivos.

II. IMPACTO DE LA FALTA DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LAS SOCIEDADES GESTORAS SOBRE EL MERCADO DE VALORES

La presente sección tendrá como objetivo analizar cómo la falta de regulación y supervisión en la organización y funcionamiento de las Sociedades Gestoras contribuye a los problemas en la relación de principal-agente y la observancia de los Objetivos, en particular, lo referente a la protección del inversionista y la garantía de mercados transparentes.

II.1. Análisis de la ausencia de regulación y el impacto a los Objetivos

a) Protección al inversionista: Relación principal-agente y fraude al inversionista

La relación principal-agente entre una Sociedad Gestora y sus inversionistas

Conforme a Braun y Guston (2003), cuando existen dos personas involucradas en un intercambio recursos, nos encontramos ante una relación de principal-agente, donde se tiene: (i) el principal, persona que puede disponer de ciertos recursos, pero no tiene los suficientes para poder alcanzar sus intereses; y (ii) el agente, el cual acepta estos recursos y está comprometido a alcanzar los objetivos del principal, en tanto cuenta con la experiencia y conocimientos para lograrlo. De acuerdo con Gailmard (2014), para analizar una relación de principal-agente, se debe determinar lo siguiente: (i) qué hace el principal y cómo puede afectar al agente; (ii) qué hace al agente y cómo puede afectar al principal; y (iii) quién es el agente y quién es el principal.

En relación a lo anteriormente expuesto, en el mercado de FI peruano, el principal es el inversionista individual, el cual tiene un capital extra que desea invertir para generar un retorno, pero no cuenta con los recursos suficientes para tomar una decisión de inversión adecuada (Salinas, 1996; Dalmácio y Nossa, 2004). Según Salinas (1996), tal inversionista se caracteriza por: (i) tener una limitada cantidad de dinero disponible para invertir; (ii) tener poca o ninguna experiencia respecto de cómo opera un fondo de inversión o el mercado de valores; y, (iii) no tener tiempo suficiente para dedicarse directa y rentablemente al análisis y búsqueda de oportunidades de inversión para formar un portafolio de inversión, o, en caso de realizar dicho análisis, éste supone una asignación de tiempo y capital que no puede costear. Por otro lado, como agente, tenemos a la Sociedad Administradora, una entidad profesional en el ámbito financiero, que posee la capacidad y la infraestructura necesaria para identificar los valores más rentables en el mercado, analizando los riesgos y beneficios de realizar determinada inversión de acuerdo al perfil del inversionista y la búsqueda de ganancias (Salinas, 1996). A efectos de disminuir los costos involucrados en invertir directamente en el mercado, un inversionista individual puede decidir invertir en un Fondo

de Inversión, junto con otros inversionistas con los cuales comparte un perfil similar de riesgo y objetivos de rentabilidad, administrado profesionalmente por una Sociedad Administradora (Salinas, 1996; Dalmácio y Nossa, 2004). En ese sentido, el Fondo de Inversión contratará a la Sociedad Administradora con el fin de solicitar sus servicios de administración del fondo y gestión de inversiones, a efectos de que todos los inversionistas individuales puedan maximizar sus utilidades de forma eficiente (Salinas, 1996; Braun y Guston, 2003); a cambio, la Sociedad Administradora recibirá una retribución por los servicios prestados, los cuales pueden estructurarse de forma fija o variable, esta última dependiendo de los resultados de inversión del fondo (Salinas, 1996).

Uno de los principales problemas que se manifiestan en la relación principal-agente es la asimetría de información. Según Björe y Naeve (2021), cuando una persona o entidad es contratada por su especialización, la relación contractual se caracteriza por una asimetría de información de forma inherente, debido a que existen actividades realizadas por el agente que son ajenas al conocimiento del principal. Esta falta de información es precisamente la razón por la cual el agente es contratado por el principal, con la expectativa de que éste actúe en su mejor interés, aprovechando su conocimiento y experiencia en el área (Dalmácio y Nossa, 2004). Sin perjuicio de ello, en relación a esta desventaja, es que se pueden producir situaciones por las cuales el agente no actúe para beneficiar al principal, y busca maximizar sus propios intereses y satisfacer sus objetivos internos (Braun y Guston, 2003; Bebczuk, 2003). Así, mientras que el principal confía en las actividades que realiza el agente, éste puede estar actuando en perjuicio del principal y aprovechándose de sus recursos. Este problema de asimetría de información en la relación principal-agente puede manifestarse de dos formas (Bebczuk, 2003; Gailmard, 2014; Shah, 2014; Björe y Naeve, 2021): (i) la selección adversa, por la cual existe información oculta relacionada a las características o intenciones del agente y el principal no puede asegurarse que el agente, conforme a lo que éste declara, cuente con la experiencia necesaria o buena fe para llevar a cabo las actividades que se le delega; y (ii) el riesgo moral, por el cual el agente puede llevar a cabo o no acciones ocultas, a efectos de satisfacer sus propios intereses, en perjuicio del principal, y el principal se encontrará en una situación de incertidumbre respecto de los resultados de las acciones del agente por la existencia de dicho riesgo.

Como mecanismos para mitigar conductas del agente que crean conflictos en la relación principal-agente, y por lo tanto surjan problemas de selección adversa o riesgo moral, la doctrina indica que,

a nivel contractual, se pueden incluir incentivos para el agente en el desarrollo de sus actividades en beneficio del principal, lo que le permitiría alinear sus intereses, en tanto si el principal obtiene alguna ganancia, el agente también saldría exitoso (Gailmard, 2014; Shah, 2014; Björe y Naeve, 2021); también, se establece la implementación de mecanismos de monitoreo y de prohibición, con el fin de desincentivar acciones que perjudiquen la posición del principal (Braun y Guston, 2003; Björe y Naeve, 2021).

En el contexto de la relación entre la Sociedad Administradora y los inversionistas individuales, los problemas de asimetría de información se manifiestan, como se mencionó, por la falta de conocimiento del inversionista individual sobre el mercado de valores, así como la carencia de recursos suficientes como tiempo y dinero para tomar una decisión de inversión, por lo cual encomienda a la Sociedad Administradora examinar el mercado para encontrar las mejores opciones de inversión. Para mitigar este conflicto, aunque la relación principal-agente entre las Sociedades Administradoras y los inversionistas individuales se regula a través del Reglamento de Participación del Fondo de Inversión y los Contratos de Suscripción de Cuotas correspondientes, ambos documentos de naturaleza privada, la intervención de la regulación gubernamental de los FI es necesaria debido al interés público que se busca proteger: la salvaguarda de los inversionistas individuales.

Respecto de la regulación de los Fondos Públicos Perú, la Ley FI y su Reglamento establecen disposiciones mínimas para las Sociedades Administradoras y los inversionistas individuales, estos últimos sujetos de tutela. A continuación, se analizará de manera general algunas disposiciones de la normativa, especificando si están orientadas a mitigar problemas de selección adversa o de riesgo moral (Decreto Legislativo N°. 862, 1996; Resolución SMV N°. 029-2014-SMV-01, 2014):

- **Disposiciones que mitigan la selección adversa:** como se expuso en la Sección II, para la organización y operatividad de una Sociedad Administradora, esta debe cumplir con los Requisitos de Autorización, los cuales serán evaluados y aprobados por la SMV. Este proceso de autorización constituye un claro ejemplo de mitigación de selección adversa, en tanto los inversionistas individuales tendrán información relevante sobre las características, capacidades y experiencia de las Sociedades Administradoras y las personas que lo componen. Además, la autorización otorgada por la SMV actúa como un indicador de profesionalismo y confianza, lo que brinda garantías a los inversionistas individuales. Este proceso de

autorización incluye un análisis exhaustivo del carácter y profesionalismo de la Sociedad Administradora, lo que refuerza la percepción de que estas entidades están cualificadas para actuar en beneficio de los inversionistas.

- **Disposiciones que mitigan el riesgo moral:** es esencial garantizar que la Sociedad Administradora cumpla su deber fiduciario y con ejecutar las acciones que maximicen las utilidades de los inversionistas individuales. En ese sentido, la regulación peruana establece disposiciones mínimas a incluir en los Reglamentos de Participación, que, a nuestra consideración, sirven como mecanismos de monitoreo y rendición de cuentas de la Sociedad Administradora. Entre las disposiciones que se encuentran en la regulación, se destacan las siguientes.
 - Comité de Vigilancia: de acuerdo al artículo 34° de la Ley FI, el Comité de Vigilancia, donde sus miembros no pueden estar vinculados a la Sociedad Administradora, supervisa que la Sociedad Administradora cumpla con la regulación correspondiente, el Reglamento de Participación del Fondo Público Perú y los términos y condiciones de la oferta. Así, la existencia del Comité de Vigilancia es uno de los mecanismos que mitiga conductas que puedan generar perjuicios a los inversionistas individuales.
 - Auditoría: La Sociedad Administradora se debe presentar al Registro estados financieros auditados sobre los Fondos Públicos Perú que administra, de acuerdo con el Reglamento FI. La obligación de auditar estados financieros tiene como objetivo verificar la situación económica del Fondo, por lo cual, se presenta como un mecanismo donde el inversionista individual podrá conocer del estado del Fondo y de la Sociedad Administradora.
 - Información a los Partícipes: uno de los documentos claves que las Sociedades Administradoras deben preparar para sus inversionistas es el informe “Estado de Inversiones del Fondo”, regulado en el artículo 89° del Reglamento FI. Como contenido, se debe explicar y profundizar sobre las actividades de gestión de las inversiones del Fondo, como el resumen de la cartera de inversiones, análisis de la aplicación de la política de inversiones del Fondo, gastos realizados, hechos de importancia notificados a la SMV, entre otros. Para la presentación de la información, la Sociedad Administradora debe tomar en cuenta las normas generales de conducta que debe

observar, conforme el artículo 3° del Reglamento FI, donde toda información ofrecida a los inversionistas y/o partícipes debe ser clara, oportuna, precisa, veraz y suficiente.

- Garantía y responsabilidad: como mencionamos en la Sección II, la normativa de fondos de inversión indica que la Sociedad Administradora será responsable frente a los inversionistas, en caso de infracciones a la regulación correspondiente, el Reglamento de Participación del Fondo Público Perú, y cualquier otra de sus obligaciones, sin perjuicio de las acciones civiles o penales que se puedan iniciar. De igual forma, la Sociedad Administradora está obligado a constituir una garantía, que respaldará los compromisos contraídos con ellos. Consideramos que ambas disposiciones sirven para desincentivar conductas de la Sociedad Administradora, dado que terminarán respondiendo por los perjuicios que ocasionen a los inversionistas.

Respecto a la regulación de los Fondos Privados Perú, se debe recalcar dos aspectos: (i) las ofertas pueden estar dirigidas no solo a Inversionistas Institucionales, sino también a inversionistas individuales, siempre y cuando no recaigan bajo la definición de oferta pública de nuestro ordenamiento (anteriormente expuesta), y considerando la aplicación del estándar de inversionista sofisticado en el análisis del perfil del inversionista; (ii) los conflictos en la relación principal-agente están relacionados con un problema de asimetría de información, que se manifiestan tanto en la selección adversa del agente, donde no se tiene seguridad de su experiencia o intenciones, y el riesgo moral que existe de que el agente prefiera maximizar sus beneficios, a costa del principal. Bajo esta perspectiva, dependiendo de quién administra los Fondos Privados Perú y a qué tipo de inversionista va dirigida la oferta privada, los problemas de asimetría de información pueden tener las siguientes diferencias:

- Si es administrado por una Sociedad Administradora, y dirigido a Inversionistas Institucionales, los problemas de asimetría de información relacionados a la selección adversa se verían mitigados, en tanto las Sociedades Administradoras deben cumplir los Requisitos de Autorización para operar FI, proyectando cierta confianza y seriedad a los inversionistas¹². En cuanto al riesgo moral, aunque la Sociedad Administradora no tiene la obligación de reportar sobre sus actividades de administración de las inversiones del Fondo, ni constituir un Comité

¹²Un aspecto interesante sobre los casos de fraude a inversionista que describiremos luego es que, en medio de los reclamos contra Óptima Inversiones, el socio fundador le ofreció a uno de los inversionistas sofisticados constituir una Sociedad Administradora, obteniendo luego la autorización correspondiente por la SMV. De acuerdo al reportaje, la noción de que la entidad era regulada dejaba más tranquilo a los inversionistas (Mella, 2023a).

de Vigilancia, por la naturaleza y características de los Inversionistas Institucionales, como entidades profesionales del sistema financiero, estos pueden ejercer un mejor control de sus inversiones y de las actividades ejecutadas por la Sociedad Administradora, dado que cuentan con el tiempo e infraestructura correspondiente (Payet, 1996b; Salinas, 1996). No obstante, todavía se mantiene un cierto nivel de riesgo de que la Sociedad Administradora tome decisiones de inversión, en perjuicio de los Inversionistas Institucionales, los cuales, si bien tienen los medios para vigilar sus inversiones y examinar las decisiones de inversión de la Sociedad Administradora, esto también les genera grandes costos de monitoreo de por medio.

- Si es administrado por una Sociedad Administradora y dirigido a inversionistas con un cierto nivel de sofisticación, el problema de selección adversa también se vería mitigado por el proceso de autorización que las Sociedades Administradoras atraviesan para operar FI. En cuanto al riesgo moral, aunque estos inversionistas comprenden la inversión que están realizando y los riesgos inherentes a la actividad, no son Inversionistas Institucionales, así que no pueden monitorear en todo momento las actividades de la Sociedad Gestora. Por lo tanto, la no inclusión de mecanismos de monitoreo y supervisión en el Reglamento de Participación del Fondo Privado Perú podría generar incentivos para que la Sociedad Administradora priorice la maximización de sus propios retornos sobre los de sus inversionistas. No obstante, consideramos que una alternativa para mitigar el riesgo moral de la relación principal-agente en este caso, recae en que la Sociedad Administradora es una entidad supervisada por la SMV, sujeto a estándares mínimos de conducta en aras de cumplir con su deber fiduciario frente a sus inversionistas, y obligado a cumplir con la normativa peruana de FI.
- Si una Sociedad Gestora administra un Fondo de Inversión dirigido a Inversionistas Institucionales y/o individuales, con cierto nivel de sofisticación, los problemas de asimetría de información aumentan en comparación con un fondo administrado por una Sociedad Administradora, por lo siguiente:
 - Los problemas de selección adversa aumentarían en tanto, al ser entidades no reguladas por la normativa de FI, cualquier persona puede constituir una Sociedad Gestora, únicamente obligado a cumplir con las normas de constitución de sociedades anónimas en el Perú (la Ley N°. 26887). Si los Inversionistas Institucionales y/o individuales, con cierto nivel de sofisticación, pueden llevar a cabo evaluaciones de solvencia económica o moral, a fin de examinar la capacidad de la Sociedad Gestora de gestionar su portafolio

de inversiones en su interés, sin buscar la optimización de beneficios propios, la selección adversa disminuiría; sin embargo, se incurriría en altos costos transaccionales para realizar una evaluación de antecedentes y experiencia de la Sociedad Gestora y sus socios fundadores para que finalmente decidan contratarlo.

- De igual manera, el riesgo moral aumentaría en tanto la Sociedad Gestora no está obligada a incluir estándares mínimos de conducta o mecanismos de monitoreo y supervisión en su Reglamento de Participación, creando un ambiente que incentiva conductas que atentan contra los intereses de los inversionistas, por su inhabilidad de estar constantemente verificando que el agente no lleve a cabo acciones riesgosas que, en el largo plazo, los afectará a ellos (Björe y Naeve, 2021).

La autorregulación de los privados podría servir para implementar que cualquier entidad que tenga como objetivo gestionar Fondos Privados Perú, incluya mecanismos de monitoreo y supervisión de sus actividades, como un estándar de la industria, y que, ante cualquier incumplimiento, se establezcan sanciones disciplinarias por el sector (Rosillo, 2008); sin embargo, ese no es el caso. Si bien solo existen aproximadamente diez (10) Sociedades Administradoras autorizadas a operar, no existe un consenso de establecer reglas comunes en el mercado de FI en el Perú, dado que generalmente esas reglas mínimas ya fueron instituidas por nuestro ordenamiento jurídico. En ese sentido, las Sociedades Gestoras pueden si quieren o no estructurar un Reglamento de Participación que contenga de forma mínima disposiciones para mitigar el riesgo moral como un Comité de Vigilancia, por ejemplo, pero como la constitución de dicho Comité no es obligatorio para fondos de oferta privada, se deja a la discrecionalidad de la Sociedad Gestora su inclusión.

Del lado específico de los Inversionistas Institucionales, y considerando lo señalado por Payet (1996b), en relación a que los Inversionistas Institucionales son una fuerza que eleva la eficiencia de los mercados de valores, quizá se puede esperar que negocien con las Sociedades Gestoras la inclusión de mecanismos de monitoreo o recompensa en el Reglamento de Participación del Fondo Privado Perú que desincentiven conductas que busquen la generación de beneficios propios a la Sociedad Gestora (Björe y Naeve, 2021). No obstante, los costos transaccionales también aumentan, en vista del tiempo y

dinero que se invertirá en la negociación entre la Sociedad Gestora y sus inversionistas para asegurar la efectiva implementación de dichos mecanismos.

A efectos de encontrar soluciones a la asimetría entre la Sociedad Gestora y sus inversionistas, consideramos desarrollar lo mencionado por Schleifer (2005), que, en primer lugar, expone críticas hacia la teoría de la regulación en aras del interés público, e indica que las fallas del mercado (como son los problemas de asimetría de información entre principal-agente) no solo pueden ser resueltas a través de la implementación de regulación, sino que también pueden ser corregidas por el mismo mercado y los actores privados que participan en él, o, en caso los acuerdos privados no logren corregir dichas deficiencias, existen las cortes judiciales que cuentan con el poder de resolver controversias relacionadas con el cumplimiento contractual o la responsabilidad extracontractual de los actores.

En esa línea, se puede interpretar que las disposiciones que permiten la ausencia de regulación y supervisión de las Sociedades Gestoras se basaron en la premisa que los actores privados o las cortes puedan solucionar el problema de asimetría de información inherente entre la Sociedad Gestora y sus inversionistas. Empero, como se indicó en los incisos anteriores, resolver la asimetría de información mediante la inclusión de mecanismos de monitoreo y supervisión a la Sociedad Gestora en el Reglamento de Participación puede involucrar altos costos transaccionales para el Inversionista Institucional, asumiendo que tiene un poder de negociación a la par con la Sociedad Gestora por el impacto que su inversión tendrá en el Fondo Privado Perú. Para cualquier otro tipo de inversionista que no sea Institucional, en caso una Sociedad Gestora no incluya estos mecanismos de monitoreo que nivelen la relación principal-agente, y garanticen sus intereses, deberán buscar otras Gestoras que incluya estos mecanismos mínimos o contratar con una Sociedad Administradora (pagando mayores comisiones, en relación a los mayores costos operacionales que tienen por ser entidades supervisadas) o simplemente buscar otras alternativas de inversión fuera del mercado de valores.

En caso los inversionistas no puedan disuadir las conductas individualistas de la Sociedad Gestora, existe la alternativa de que puedan acudir a las cortes nacionales o, en caso se haya estipulado en el Reglamento de Participación del Fondo de Inversión o Contrato de Suscripción de Cuotas, correspondiente, puedan resolver sus controversias mediante arbitraje (Schleifer, 2005). De esta manera, los mecanismos de solución de controversia se presentan como una opción para proteger a los inversionistas, especialmente ante la ausencia de supervisión por la SMV. Sin embargo,

consideramos que los inversionistas de una Sociedad Gestora acuden a las cortes como última alternativa, ya que el perjuicio ya se habrá cometido. Por ejemplo, como se apreciará de los casos de fraude a inversionistas que se desarrollarán en el siguiente apartado, la publicidad sobre los hechos y las denuncias realizadas por los inversionistas iniciaron una vez que estos se dieron cuenta que el dinero ya no estaba disponible, a pesar de que ya existían irregularidades en la administración de los FI en los que participaban. Por lo tanto, el objetivo debe ser desincentivar que ocurran estas conductas desde el principio, y es más probable que esto se alcance con la presencia de una supervisión robusta por parte de la SMV, que influya positivamente en que la Sociedad Gestora opere de manera profesional en la gestión de los recursos de sus inversionistas. Por último, Schleifer (2005) indica que no se puede adoptar solo una estrategia de control (estas estrategias son la iniciativa privada, la intervención de las cortes, la implementación de regulación, o la transferencia absoluta del control de un sector comercial al Estado), dado que por sí mismas son imperfectas. Si bien desde la iniciativa privada puede existir un acuerdo privado o entendimiento general del sector de cómo debe regularse la relación entre la Sociedad Gestora y sus inversionistas, este no garantiza que efectivamente la Sociedad Gestora deje de buscar la maximización de sus intereses cuando se presente la posibilidad. Asimismo, si bien los inversionistas pueden acudir a las cortes judiciales o el arbitraje, en caso corresponda, esto es un mecanismo de última instancia, que es empleado una vez que el perjuicio es visible. Así, se observa la implementación de regulación y supervisión para las Sociedades Gestoras por la SMV, junto con la posibilidad de ir a las cortes o los acuerdos privados, puede contribuir a mitigar los problemas de asimetría de información, como la selección adversa y riesgo moral, inherentes en la relación de principal-agente entre estas sociedades y sus inversionistas.

Casos de fraude de los inversionistas en el Perú

En nuestro ordenamiento jurídico, se ha identificado los casos de fraude a inversionistas de Óptima Inversiones Perú S.A.C. (“Óptima Inversiones”) y Kronos Investment Sociedad Gestora de Fondos de Inversión S.A.C. (“Kronos Investment” y, en conjunto con Óptima Inversiones, las “Gestoras”), a través de la modalidad de fraude de esquema “Ponzi”¹³ y/o esquema piramidal¹⁴. Estos casos no

¹³De acuerdo a Frankel (2012), y como veremos más adelante, los esquemas Ponzi captan muchas veces tanto a inversionistas altamente sofisticados o instituciones, así como inversionistas con niveles medio o bajo de ingresos.

¹⁴De acuerdo a Frankel (2012), los esquemas piramidales son similares a los esquemas Ponzi, pero tiene como objeto a las personas con menos recursos. En un esquema piramidal, las víctimas son invitadas a reclutar a otras personas para vender productos, a cambio de pagar un determinado monto a dicho reclutador, por el derecho de vender tales productos (usualmente productos no vendibles). Así, se forma una pirámide, a medida que una persona recluta a otra, con el fin de obtener comisiones por el reclutamiento, y sucesivamente.

solo han generado un nuevo debate entre las entidades participantes e inversionistas del mercado de valores sobre una posible regulación a las Sociedades Gestoras, sino que la SMV ya ha sido firme en declarar en varias ocasiones su intención de regular dichas entidades¹⁵.

En un esquema “Ponzi”, la entidad estafadora ofrece a inversionistas oportunidades de inversión de bajo o ningún riesgo, con extraordinarios retornos (usualmente, fuera del promedio del mercado), derivados de inversiones en negocios, productos u operaciones financieras falsas o inexistentes (Frankel, 2012). Sin embargo, los rendimientos que los inversionistas puedan inicialmente recibir no provienen de la rentabilidad generada por invertir en dichos negocios, productos u operaciones, sino que la entidad estafadora va captando a más inversionistas para obtener su capital, bajo las mismas promesas de rentabilidad vacías, con el fin de pagar los montos prometidos a los primeros inversionistas, y así sucesivamente, hasta que la estafa llega a un punto de inflexión y la entidad estafadora no pueda atraer a más inversionistas para pagar todas los retornos prometidos (Frankel, 2012).

El fraude cometido por las Gestoras sigue una fórmula similar a la estructura previamente descrita, donde las Gestoras atraían a inversionistas para que destinarán sus recursos en Fondos Privados Perú, que prometían la ejecución de una política de inversión con rendimientos excepcionales. A medida que los inversionistas comenzaban a exigir explicaciones sobre el estado de sus inversiones, empezaron a sonar las alarmas, ya que las Gestoras proporcionaban información confusa o falsa, o simplemente no respondían los reclamos de los inversionistas. Eventualmente, en ambos casos, los inversionistas perdieron toda su inversión realizada, no por el riesgo inherente que existe en estas actividades, sino por una fraudulenta administración de los recursos dinerarios puestos a disposición de las Gestoras por los inversionistas.

A continuación, presentamos un breve recuento de los casos de fraude de las Gestoras:

	ÓPTIMA INVERSIONES	KRONOS INVESTMENT
--	---------------------------	--------------------------

¹⁵ Para más información, nos remitimos a las siguientes declaraciones:

- Alva, M. (09 de marzo de 2024). *Lorena Masías, titular de la SMV: “La propuesta es que todas [las gestoras privadas] sean SAFI”*. Semana Económica. <https://semanaeconomica.com/economia-finanzas/mercado-de-valores/smv-superintendencia-del-mercado-de-valores-lorena-masias-fondos-de-inversion-la-propuesta-todas-gestoras-privadas-sean-safi>

- Cordero, J. (5 de setiembre de 2024). *SMV: “Presentaremos de todas maneras una iniciativa para regular las entidades que realicen ofertas privadas”*. Semana Económica. <https://www.semanaeconomica.com/economia-finanzas/mercado-de-valores/smv-presentaremos-de-todas-maneras-una-iniciativa-para-regular-las-entidades-que-realizan-ofertas-privadas>

Inicio de operaciones	Se constituyó en el año 2015 ¹⁶ .	Se constituyó en el año 2022 ¹⁷ .
Personajes claves	<ul style="list-style-type: none"> - Óscar Flores, socio fundador de Óptima Inversiones y Gerente General, con experiencia previa en el mercado de valores, al trabajar en Blanco Sociedad Administradora de Fondos S.A.C. - Rosario Díaz García, asesora financiera. 	<ul style="list-style-type: none"> - Franco Vecco Scavino, socio fundador de Kronos Investment. - Alonso Monte de Oca Lamas, socio fundador de Kronos Investment.
Publicación en los medios	Los primeros reportes del caso fueron publicados en agosto 2023.	Los primeros reportes del caso fueron publicados en julio 2023.
Cantidad de clientes	200 clientes.	307 clientes.
Monto total que manejaba cada Gestora	70 millones de soles ¹⁸	6 millones de dólares
Características de los inversionistas	<ul style="list-style-type: none"> - Inversionistas sofisticados, los cuales tenían experiencia profesional en el mundo financiero y, especialmente, en inversiones (por ejemplo, se indica que participaron como inversionistas Federico Oviedo, actual director de BNB Valores Perú S.A, Gianfranco 	No se especifica, pero se asume que eran inversionistas individuales, por la falta de meticulosidad en la captación de clientes, así como por el interés de mantener los fondos de inversión con un máximo de cien (100) partícipes ²⁰ .

¹⁶ Conforme a la revisión de la Partida Electrónica N°. 13384183 de Óptima Inversiones, debidamente inscrita.

¹⁷ Conforme a la revisión de la Partida Electrónica N°. 15111901 de Kronos Investment, debidamente inscrita.

¹⁸ (Cayetano, 2023).

²⁰ (Ministerio Público, 2023, p. 18)

	<p>Castagnola, presidente del directorio de AC Capitales SAFI, entre otros)¹⁹.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Inversionistas individuales, con poca o nula experiencia profesional en el mundo financiero y el de inversiones, que eran atraídos por la confianza transmitida por la participación de inversionistas sofisticados (por ejemplo, se menciona la participación de Victoria Pareja, una psicoterapeuta, y Rosa María Gastañeta, que quería rentabilizar capital originado en una herencia familiar y ahorros). 	
<p>Fondos Privados Perú</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Fondo de Inversión Opportunity Dólares²¹. - Fondo de Inversión Opportunity Soles - Fondo Gamma Soles – FI Privado. - Fondo Óptima 50M Soles. 	<ul style="list-style-type: none"> - Fondo 1: tenía como objetivo, participantes con una inversión de un monto entre 5mil a 25mil dólares, con un rendimiento de 1.33% mensual²². - Fondo 2: tenía como objetivo, participantes con una inversión de un monto entre 25mil a 50mil dólares, con un rendimiento de 1.83% mensual. - Fondo 3: tenía como objetivo, participantes con una inversión de un monto mayor a 50mil dólares,

¹⁹ Los perfiles de los inversionistas de Óptima Inversiones se pueden encontrar en (Mella, 2019a, 2019b).

²¹ La información respecto de los FI que administraba Óptima Inversiones se encuentra en (Mella, 2019a)

²² La información respecto de los FI que administraba Kronos Investment se encuentra en (Ministerio Público, 2023, p. 10)

		<p>con un rendimiento de 2.50% mensual.</p> <p>Adicionalmente, se indica que se habían creado un Fondo 4 y Fondo 5, espejos del Fondo 3, para poder maximizar la rentabilidad de Kronos Investment, así como para evitar que cada fondo tenga más de cien (100) partícipes²³.</p>
Rentabilidad	Aseguraban una rentabilidad anual de diez por ciento (10%) en los fondos privados de dólares y de doce por ciento (12%) en los de soles ²⁴ .	Aseguraban una rentabilidad dependiendo del fondo en que se invertía, más la entrega de un bono extraordinario a los inversionistas que captaban a otras personas para invertir su dinero, equivalente al 0.5% del valor del capital invertido ²⁵ .
Objeto de inversión	Factoring y préstamos de capital de trabajo a empresas ²⁶ .	Compraventa de divisas (USDT – espejo del dólar) ²⁷ .
Nivel de confianza	Los inversionistas tenían un cierto nivel de confianza sobre las promesas otorgadas, toda vez que existían otras personas más profesionales y con experiencia que también estaban invirtiendo. Asimismo, los inversionistas sofisticados ya	Se presume que los inversionistas confiaban en los socios organizadores de Kronos Investment, dado que muchos de ellos fueron captados a través de amistades y/o referidos ²⁹ .

²³ (Ministerio Público, 2023, p. 18)

²⁴ (Mella, 2019a)

²⁵ (Ministerio Público, 2023, pp. 17-18)

²⁶ (Mella, 2019a)

²⁷ (Ministerio Público, 2023, p. 13)

²⁹ (Ministerio Público, 2023, p. 19)

	conocían al socio fundador de Óptima Inversiones y su personal de confianza, los cuales tenían experiencia profesional previa en el mercado de capitales ²⁸ .	
Señales de preocupación	Cuando se entregaba información relacionada a las inversiones realizadas, ésta se presentaba de forma poca prolija, incompleta o no se presentaba ³⁰ .	-
Momento de alerta sobre la existencia de fraude	Los inversionistas, tanto individual como sofisticados, dejaron de recibir las rentabilidades prometidas. Asimismo, las personas administradoras de Óptima Inversiones no respondían a los reclamos y/o solicitudes de información de los inversionistas ³¹ .	Los inversionistas individuales dejaron de recibir las rentabilidades prometidas.
Temas adicionales	- Había un claro conflicto de interés entre las personas que operaban Óptima Inversiones y los fondos de inversión administrados, en vista que el fondo de inversión otorgaba préstamos a empresas de las cuales los socios de Óptima Inversiones eran accionistas ³² .	- No había un Comité de Vigilancia o Comité de Inversiones. - Se indica que la toma de decisión sobre las inversiones se realizaba de forma adhoc por los mismos socios organizadores de Kronos Investment.

²⁸ (Mella, 2019a)

³⁰ (Mella, 2019b)

³¹ (Mella, 2019b)

³² (Mella, 2019c)

	<p>- Al momento de captar inversionistas, se indicaba eran supervisados por la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS)³³.</p>	<p>- Aparte de su remuneración, tanto Alonso Montes y Franco Vecco recibían bonificaciones mensuales de 100mil y 80mil dólares, respectivamente.</p>
--	---	--

Como se puede observar, hubo una clara falta al deber fiduciario de las Gestoras, las cuales debían actuar en interés de los inversionistas que aportaban recursos a los Fondos. En ambos casos, se puede observar como las Gestoras buscaron alcanzar sus propios intereses, a costa de sus inversionistas, generando así los conflictos de principal-agente revisados en el apartado anterior. En el caso de Kronos Investment, se indica que, cuando la rentabilidad de las supuestas inversiones excedía lo esperado, se pagaba a los inversionistas, pero los montos excedentes iban dirigidos a pagar las bonificaciones que recibían sus socios fundadores (Ministerio Público, 2023). En el caso de Optima Inversiones, se establece que los fondos de inversión otorgaban préstamos a C.I.C.A. Ingenieros Consultores Perú S.A.C., empresa relacionada al socio fundador (Mella, 2023c), originando un claro conflicto de interés para realizar la política de inversión, donde se invirtió no en el mejor instrumento en beneficio de los inversionistas, sino en una empresa que favorecían las operaciones comerciales del socio fundador, y la cual, eventualmente, incumplió los pagos. Al estar excluidas del marco regulatorio y de supervisión de la SMV, las Gestoras no estaban obligadas a cumplir estándares mínimos de conducta para la administración de FI que puedan mitigar los conflictos de asimetría de información (específicamente el riesgo moral), como la prevención de conflictos de interés de los socios fundadores de las Gestoras, o la presentación y entrega de la información solicitada por los partícipes sobre el rendimiento de los Fondos Privados Perú. Asimismo, dichas actividades afectaron no solo a inversionistas individuales, según lo que se desarrollará más adelante, sino también a los inversionistas con un perfil más sofisticado, y al cual, supuestamente, no se le debe aplicar el mismo nivel de protección. Así, para IDL-Reporteros,

³³ (Mella, 2019a)

Alonso Segura, ex ministro de economía del Perú, y a quien consideramos, para efectos de este trabajo como un inversionista con un perfil sofisticado, comentaba lo siguiente:

“(…) Ese manejo poco diligente despertaba alertas en distintas personas, en especial en un exministro de Economía. “Me di cuenta antes que muchos, pero no hice nada por retirar la plata, porque no me parecía correcto salir y decir, el que venga atrás en la cola, que se quede”, dijo Segura, **quien desde el principio tuvo muy claro que su inversión era riesgosa y puso una parte de su patrimonio que estaba dispuesto a perder.** “A nadie le gusta, pero, si ocurría, no ponía en riesgo mi futuro o el de mi familia. Cuando ocurre esto, no entro en pánico porque era capital de riesgo”, explicó. **Segura indicó a IDL-R que estaba dispuesto a asumir ese riesgo, “pero no esperaba ser estafado”.**”(el resaltado es nuestro)

Como se ejemplifica en los casos de fraude mencionados, aun cuando participan Inversionistas Institucionales y/o con un perfil sofisticado (a los cuales se les atribuye con contribuir a la mejora del mercado de valores), las Gestoras aun así se aprovecharon de la falta de un marco regulatorio y supervisión para actuar de forma riesgosa y oportunista con los recursos de sus inversionistas, yendo incluso más allá con la comisión de estafa y malversación del capital invertido Así, se puede observar como el problema de asimetría de información en la relación de principal-agente terminó perjudicando inclusive a inversionistas que no están sujetos al mismo nivel de protección que los inversionistas individuales, por el deseo de las Gestoras (y socios fundadores) de buscar sus propios beneficios y utilidades.

Tal falta de profesionalismo de las Gestoras es aún más grave, tomando en cuenta que, en la práctica, dichas entidades no administraban Fondos Privados Perú, sino que estaban dirigidas a un público meritorio de tutela, y, por lo tanto, debían obligatoriamente cumplir estándares de conducta y de divulgación de información. Si bien la oferta fue dirigida a un segmento reducido de personas, es decir, a menos de cien (100) personas, donde se presume que no es necesaria la tutela de los inversionistas, consideramos que Óptima Inversiones y Kronos Investment no realizaron una oferta privada, en tanto las características del perfil de la mayoría de personas que conformaron el segmento de inversionistas que atrajeron, correspondían más al perfil de un inversionista individual, al que se le aplica el estándar de inversionista razonable. En ese sentido, creemos que no era suficiente calificar la oferta meramente por criterios cuantitativos, es decir, que el segmento del público este conformado por menos de cien (100) personas, sino que era imperativo analizar los criterios cualitativos de la oferta, como las características del público al que iba dirigida, para

así corroborar que efectivamente dicho segmento no era meritorio de tutela (Resolución Tribunal Administrativo de CONASEV N°. 124-2003-EF, 2003, p. 9).

Como se puede corroborar de la información prevista en los reportajes, la mayoría de los inversionistas de las Gestoras no encajaban en la categoría de Inversionistas Institucionales, ni con un perfil sofisticado (a excepción de algunos inversionistas ya mencionados en el caso de Óptima Inversiones, pero que eran pocos a comparación de los inversionistas individuales que se captaron), dado que no tenían alguna experiencia en materia económica o financiera. Aunque contaban con un cierto nivel de educación y cierto nivel de diligencia, conforme al estándar del inversionista razonable, la decisión de invertir de los clientes de las Gestoras más bien se vio influenciada por la confianza³⁴ que los socios fundadores transmitían³⁵, así como por la recomendación o participación de otros inversionistas mucho más sofisticados. Por ende, nuestro punto de vista es que la ausencia de regulación y supervisión de las Gestoras permitieron que operaran en un mercado informal, atrayendo a inversionistas meritorios de tutela con engaños, para aprovecharse y lucrar en su beneficio. Los partícipes/inversionistas individuales nunca tuvieron garantías para entender las implicancias positivas y negativas de la propuesta de inversión que les ofrecían, y en consecuencia no solo invirtieron erróneamente y no obtuvieron ningún rendimiento prometido, sino también han perdido todo su capital.

b) Transparencia de las Sociedades Gestoras

Como la Sección II del presente trabajo, la transparencia es esencial para el desempeño del mercado de valores, por lo que los inversionistas no solo reciban información, sino que la información que se difunde debe ser clara, veraz y fidedigna sobre las empresas, valores, productos y/o instrumentos en los que decidirán invertir, en aras a que puedan tomar decisiones de inversión informadas y diligentes, sopesando todos los riesgos involucrados (Payet, 1996b; Martínez, 2003). En el contexto de los FI, se garantiza la transparencia cuando las Sociedades Administradoras o Sociedades Gestoras proporcionan a los inversionistas acceso a información completa y fiable, de forma oportuna, para que dispongan sus recursos al fondo o, también, para que puedan rescatar sus cuotas de participación, donde la información continua le permitirá evaluar el momento más oportuno para redimir su inversión, especialmente si es que, durante el plazo de duración del fondo,

³⁴ La confianza es un elemento clave para que las estafas piramidales funcionen (Frankel, 2012).

³⁵ Consideramos que también se presentó un problema de selección adversa, donde si bien puede que los inversionistas tuvieron en cuenta los antecedentes profesionales de los socios fundadores de las Sociedades Gestoras, no se pudo evaluar sus verdaderas intenciones en la captación de recursos de inversionistas.

surgen riesgos que puedan poner en peligro su capital (Salinas, 1996). La información relevante sobre el Fondo de Inversión se presenta a través de los Reglamentos de Participación, así como otros documentos complementarios, los cuales deben detallar la relación entre los inversionistas, el Fondo y la entidad administradora correspondiente (Sociedad Administradora o Gestora). Además, debe incluir los mecanismos de supervisión de las inversiones, la política de inversión, los derechos de los partícipes, la resolución de conflictos de interés, entre otros aspectos claves que respalden la toma de decisiones del inversionista.

La ausencia de regulación y supervisión de las Sociedades Gestoras ha comprometido la transparencia del mercado, en cuanto: (i) no se transmite información necesaria a los inversionistas a los que se les dirige la oferta privada, para así contribuir a la toma de decisiones de inversión que protejan su capital y maximicen sus utilidades; y de forma específica, (ii) no se ha garantizado la protección de los inversionistas individuales, en tanto no reciben información de acuerdo con su perfil, es decir, relacionada a los FI que deben encontrarse regulados y supervisados por la SMV, en aras de la tutela al interés público.

Adicionalmente, los casos de fraude evidencian que dicha falta de transparencia ha resultado en una asignación ineficiente de recursos. Los inversionistas, basándose en información errónea o incompleta, han destinado sus fondos a instrumentos que no han generado el valor esperado, ni han beneficiado a los actores más necesitados de capital, sino únicamente a las Gestoras. Esto incrementa la ineficiencia de asignación de recursos dentro del mercado, así como perjudica a los inversionistas y al propio funcionamiento del mercado de valores en su conjunto (Martínez, 2003).

c) Reducción del riesgo sistémico: Desconfianza en el mercado de valores

El riesgo sistémico puede manifestarse como una erosión progresiva de la confianza en el mercado, especialmente cuando eventos como los de fraudes a inversionistas se vuelven más comunes (Shleifer, 2005; IOSCO, 2017). Siguiendo el modelo del efecto “tsunami” de Kemp (2017), el mercado de fondos de inversión puede verse perjudicado si los inversionistas (especialmente los individuales o los de un perfil sofisticado) pierden confianza en las Sociedades Gestoras (y las Sociedades Administradoras, por asociación) debido a estos casos de fraude. La creciente desconfianza puede generar que inversionistas decidan redimir su capital de los fondos de inversión en los que participaban. A medida que el pánico y la desconfianza se propaga, incluso aquellos FI, las Sociedades Administradoras o Sociedades Gestoras, desvinculados de los casos de fraude, pero que operan de manera legítima, pueden sufrir los efectos negativos de la falta de

confianza generalizada en el mercado, viéndose incapaces de atraer nuevos inversionistas. Este fenómeno puede desencadenar una reacción en cadena, similar a un tsunami, que afecta a más instituciones hasta que el mercado de valores sufra un colapso parcial o total.

Sin duda alguna, lo anterior trata de ilustrar cómo el incremento de los casos de fraude puede perjudicar el atractivo de los fondos de inversión y, en general, el mercado de valores peruano. Si las Gestoras hubieran estado adecuadamente reguladas y supervisadas por la SMV: (i) no habrían captado inversionistas individuales para participar en Fondos Privados Perú; (ii) se habría establecido una comunicación más clara y transparente con los inversionistas captados por oferta privada, informándoles sobre el estado de sus inversiones y las estrategias a seguir en caso de pérdidas; y (iii) habrían contado con los recursos necesarios para cubrir las pérdidas, al estar sujetas a requerimientos prudenciales de capital mínimo y constitución de garantías.

Por lo tanto, consideramos que el riesgo sistémico es uno de los efectos perjudiciales finales que se manifiestan ante la ausencia de regulación y supervisión que no garantiza la protección al inversionista, ni la transparencia del mercado. Es crucial regular y supervisar adecuadamente a las Sociedades Gestoras para asegurar que se cumplan estos objetivos, evitando que el mercado de valores sufra un colapso generalizado.

II.2. La aparición de un sector informal en el mercado de valores

Como se indicó en la Sección II, la habilitación de las Sociedades Gestoras para organizarse y operar fuera del marco normativo de FI tuvo como objetivo promover el mercado de valores, haciéndolo más competitivo y atractivo para que el público pudiera participar. Sin embargo, a pesar de las justificaciones para esta flexibilización normativa, consideramos que las Sociedades Gestoras que operan Fondos Privados Perú han contribuido a la creación de un sector informal dentro del mercado de valores peruano (Rojas, 2023).

Conforme a Andrews, Caldera y Johansson (2011), no existe una única forma de definición de la economía informal; sin embargo, esta se refiere a actividades o transacciones económicas que están suficientemente ocultas que no pueden ser medidas o tributadas, y se presumen que los agentes económicos que ejecutan tales actividades están en un cierto nivel conscientes de que revelar dichas actividades a las autoridades implicaría consecuencias legales o tributarias.

En el caso de la informalidad de las Sociedades Gestoras, nos encontramos ante un negocio que, operando fuera de la supervisión de la SMV, se han desviado de la normativa que ha habilitado su existencia, en tanto los Fondos Privados Perú que administran no cumplen con las características

de una oferta privada para estar exceptuadas de la regulación del mercado de valores. De igual forma, considerando los antecedentes que dieron mérito a las Sociedades Gestoras, donde el legislador consideraba que Inversionistas Institucionales eran los que actuaban como administradoras de Fondos Privados Perú, podría asumirse que, desde la autonomía privada, las Sociedades Gestoras podrían autorregularse, siguiendo los estándares de conducta y manejo de operaciones que siguen las Sociedades Administradoras que administran Fondo Público Perú. No obstante, como se ha observado, el mercado de FI peruano no ha establecido por sí mismo reglas comunes de operación, por lo que las disposiciones que regulan la adecuada gestión de los Fondos Privados Perú quedan sujetos a la discrecionalidad de las Sociedades Gestoras, y aunque tengan experiencia previa en el mundo financiero, como en el caso de Óptima Inversiones, las Sociedades Gestoras no proporcionan el mismo estándar de calidad y seguridad a los partícipes, en el manejo de FI, a comparación de una Sociedad Administradora.

Adicionalmente, en la actualidad, ni la SMV ni el público en general pueden proporcionar datos concretos sobre la cantidad de Sociedades Gestoras que existen, los Fondos Privados Perú que operan, ni el nivel de recursos que se dirigen al mercado de valores a partir del dinero colocado en dichos fondos. Esto resulta problemático, en tanto no se puede cuantificar de manera clara el impacto positivo (o negativo) que estos cambios regulatorios han tenido en el desarrollo del mercado de valores peruano, y en general, en la obtención de financiamiento en la economía.

Además, como ocurre con cualquier participante en un mercado informal, esta situación genera un nivel de competencia desigual con las Sociedades Administradoras, que son entidades debidamente supervisadas por la SMV (Rojas, 2021). Para administrar Fondo Público Perú y garantizar la credibilidad de sus operaciones, las Sociedades Administradoras enfrentan mayores costos administrativos y operativos, al inicio de sus operaciones y durante su existencia, debido al cumplimiento de las obligaciones impuestas (Rojas, 2021).

En ese sentido, consideramos importante que las Sociedades Gestoras como mínimo se encuentren bajo la supervisión de la SMV, que contribuiría a cuantificar su efecto en el crecimiento del mercado de valores peruano, a la vez que se podrá verificar adecuadamente si cumplen con los requisitos necesarios para excluirlos de la regulación del mercado de valores. Así, se debe resaltar que, el hecho de que las Sociedades Gestoras no se encuentren reguladas, no significa que se debe dejar de lado la verificación de que dichas entidades administren lo que efectivamente dicen administrar, que son los Fondos Privados Perú. Darle visibilidad a las Sociedades Gestoras contribuirá a la

obtención de los Objetivos, especialmente el relacionado a la protección del inversionista, para que personas inescrupulosas no se aprovechen de este sector informal, para captar a individuos sujetos a tutela.

II.3. Intervención de la SMV en las Sociedades Gestoras

Previo a entrar a discutir las posibles respuestas sobre si es necesario que las Sociedades Gestoras se encuentren reguladas y supervisadas por la SMV, y en qué medida, es importante que resaltemos la labor de la SMV en verificar que, efectivamente, los Fondos Privados Perú capten a Inversionistas Institucionales.

Conforme al artículo 18° de la Ley FI y el artículo 159° de su Reglamento, la SMV puede investigar, imponer medidas preventivas, temporales y correctivas, así como sancionar a las Sociedades Administradoras, cuando encuentre indicios de que se ha realizado una oferta pública de un Fondo Privado Perú, dicho fondo contravenga con la normativa de carácter general del mercado de valores o afecte el interés público. La intervención de la SMV en estos casos resulta fácil, dado que tienen visibilidad del sujeto a supervisar, ya que las Sociedades Administradoras, como entidades, debe cumplir con enviar su información financiera a la SMV de forma continua; además, se encuentran obligadas de proporcionar información de los Fondos Privados Perú que administra para verificar que efectivamente todavía se encuentran ante una oferta privada.

Esta labor de inspección no aplica a las Sociedades Gestoras, las cuales parecen estar fuera del radar de la SMV hasta que aparecen casos mediáticos como los de fraude que hemos revisado. No obstante, en el año 2024, en última instancia administrativa, la SMV multó a Zest Capital S.A.C., una Sociedad Gestora, por efectuar en la práctica una oferta pública a través de un Fondo Privado Perú, a inversionistas meritorios de tutela (Resolución de Superintendente N°. 057-2024-SMV/02, 2024). Dicha competencia de la SMV emerge de las funciones que tiene, conforme a su Ley Orgánica, aprobada mediante Decreto Ley N°. 26126, en donde está facultada a supervisar el cumplimiento de la legislación vigente relacionada con el mercado de valores, el mercado de productos y los sistemas de fondos colectivos (Decreto Ley N°. 26126, 1992).

En el marco de sus funciones, se puede interpretar que la SMV se encuentra facultado para intervenir e investigar a las Sociedades Gestoras, en aras de supervisar el cumplimiento de las disposiciones relacionadas a la normativa de los FI, dado que son participantes de este mercado (a pesar de que, en la práctica, no se encuentren visibles). Asimismo, dicha supervisión no solo vela por el cumplimiento del marco normativo relacionado a los Fondos Privados Perú, sino que

también tiene como fin la protección del inversionista individual, el cual muchas veces se encuentra expuesto a prácticas fraudulentas de las Sociedades Gestoras.

A pesar de la conclusión propuesta, consideramos que este caso solo ha podido ser sancionado acorde por la SMV, en vista de la denuncia por parte de la Asociación de Administradoras de Fondos Mutuos del Perú, la cual identificó que Zest Capital S.A.C. podría estar incurriendo en una oferta pública, al cruzarse con publicidad relacionada a invitar al público a invertir en uno de sus Fondos Privados Perú (Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N°. 031-2021-SMV/10, 2021). A pesar de las facultades que posee la SMV para investigar a las Sociedades Gestoras con el fin de proteger a los inversionistas y asegurar el cumplimiento de la normativa del mercado de valores, esto no se consigue debido a la falta de visibilidad sobre estas Sociedades y sus Fondos Privados Perú. Tal como ocurrió en casos de fraude con las Gestoras, la SMV se enteró demasiado tarde del daño a los inversionistas individuales, impidiendo tomar medidas a tiempo antes de que se perdiera toda la inversión.

II.4. Conclusión

Como mencionamos, la ausencia de regulación y supervisión a las Sociedades Gestoras compromete al mercado de valores, por los problemas de asimetría de información inherentes en la relación de principal-agente entre las Sociedades Gestoras y sus inversionistas, no se ven mitigados, y no contribuyen a garantizar la protección al inversionista, ni la transparencia del mercado y, por lo tanto, eventualmente esto puede producir un riesgo sistémico en el mercado de valores, con el incremento de la desconfianza de los inversionistas.

Asimismo, consideramos que las Sociedades Gestoras no tienen incentivos suficientes para actuar con la diligencia necesaria, a pesar de que las ofertas que realizan deben estar dirigidas a Inversionistas Institucionales y/o inversionistas con un perfil sofisticado, lo cual termina distorsionando el marco regulatorio que habilito su exclusión de la normativa peruana.

En ese sentido, no es irracional afirmar que uno de los incentivos para una correcta administración es que la Sociedades Gestoras se incorporen al ámbito de supervisión de la SMV, no en un mismo grado que las Sociedades Administradoras, pero a un nivel que permita identificar que las Sociedades Gestoras efectivamente están administrando Fondos Privados Perú destinados exclusivamente a Inversionistas Institucionales y/o inversionistas con un perfil sofisticado. Esta vigilancia permitirá mitigar los problemas de asimetría de información, como la selección adversa y riesgo moral, inherentes en la relación de principal-agente entre, otorgando una mayor seguridad

a cualquier tipo de inversionista que participa en el mercado que las Sociedades Gestoras están cumpliendo con la regulación para gestionar FI, y que son entidades supervisadas por la SMV.

III. PROPUESTAS DE REGULACIÓN A LAS SOCIEDADES GESTORAS

En la presente sección, responderemos a nuestra pregunta de investigación planteada en nuestra introducción. Para encontrar una respuesta, se ha realizado a lo largo de este trabajo una investigación relacionada a los FI y, especialmente, las entidades que los administran o gestionan, tanto a nivel internacional, como nacional, así como el impacto que la falta de regulación y supervisión de las Sociedades Gestoras ha ocasionado o puede ocasionar en el mercado de valores peruano. De este modo, nuestra respuesta toma en cuenta, lo siguiente:

- La ausencia de regulación y supervisión de las Sociedades Gestoras afecta el cumplimiento de los Objetivos, especialmente el objetivo relacionado a la protección del inversionista.
- La ausencia de regulación y supervisión de las Sociedades Gestoras y los Fondos Privados Perú que administran incentiva los conflictos en la relación principal-agente de la Sociedad Gestora con sus inversionistas.
- La ausencia de supervisión de las Sociedades Gestoras y los Fondos Privados Perú genera incentivos para que las Sociedades Gestoras coloquen su oferta a inversionistas individuales y les generen perjuicios.
- La flexibilización regulatoria de las Sociedades Gestoras tuvo como propósito promover el mercado de fondos de inversión, pero considerando que las Sociedades Gestoras eran Inversionistas Institucionales; no obstante, no existe visibilidad de las Sociedades Gestoras y los Fondos Privados Perú que administran, generando un sector informal en el mercado de FI.

III.1. Modelo Internacional: la IOSCO y la Alianza del Pacífico

En la Sección II, nos dedicamos a establecer los principios aprobados por la IOSCO para la regulación de las IIC y sus Operadores, en donde una de las conclusiones principales es que las recomendaciones regulatorias pueden variar por jurisdicción, pero siempre teniendo a la mira la protección al inversionista, dado que los Operadores se dirigen al público general para captar recursos que sean invertidos en las IIC (IOSCO, 2017). Asimismo, aunque exista un nivel diferente de regulación para las IIC y sus Operadores, en razón a que pueden estar dirigidos a inversionistas institucionales y/o inversionistas con un perfil sofisticado, la IOSCO mantiene que es importante asegurar que la entidad regulatoria tenga facultades de detección, supervisión y sanción tanto en entidades reguladas como no reguladas, para asegurar el debido cumplimiento de la regulación del mercado de valores y corregir cualquier vulneración (IOSCO, 2017).

Desde esa óptica, se ha identificado que la normativa de fondos de inversión de Chile contempla excepciones a la regulación de los Operadores que administran IIC dirigidos a inversionistas institucionales, pero sin excluirlos del ámbito de supervisión de la entidad regulatoria correspondiente a dicho país.

a) Alianza del Pacífico: Caso Chileno

En la presente sección, nos referimos a la normativa de Chile, país que, junto con el Perú, así como México y Colombia, conforman la Alianza del Pacífico³⁶. Esta cooperación se originó como una iniciativa de los países participantes en el 2012, con el propósito de establecer un espacio de integración sólida, fomentar la competitividad de las economías de los respectivos países, así como facilitar el comercio entre las naciones involucradas (Alianza del Pacífico, 2012). Asimismo, dicha alianza también busca contribuir al desarrollo de sus respectivos mercados financieros, generando sinergias en el sector, para ofrecer a los inversionistas una amplitud de oportunidades inversión y aumento de capital (Alianza del Pacífico, 2017).

Regulación de FI en Chile

La normativa chilena que regula los fondos de inversión y sus sociedades administradoras, la Ley N°. 20.712, Ley que regula la administración de fondos de terceros y carteras individuales (“Ley de Chile”), establece una distinción en el nivel de regulación y supervisión en la gestión de fondos de oferta pública y privada, de manera similar a la normativa en Perú.

La Ley de Chile, publicada en el 2014, tuvo como objetivo la modernización, consolidación y simplificación de la administración de fondos en Chile (Historia de la Ley N°. 20.712, 2013). A partir de la revisión de las discusiones del proyecto normativo, se puede identificar los motivos para diferenciar el nivel normativo. En la Cámara de Diputados, durante el año 2011, Julio Dittborn, exdiputado chileno, comenta sobre la consolidación normativa, que la evolución del marco normativo ha originado una regulación insuficiente, como en la situación de los Fondos Privados Chile, donde el Servicio de Impuestos Internos en Chile presenta dificultades en acceder a información actualizada sobre dichos fondos de inversión (Historia de la Ley N°. 20.712, 2013). Por otro lado, en el Senado, Fernando Coloma, entonces Superintendente de la Superintendencia de Valores y Seguros (ahora la CMF), mencionó que existen numerosas administradoras que, sin

³⁶ En el presente apartado solo analizaremos la regulación de fondos de inversión en Chile, en tanto su regulación, como observaremos, se asemeja a la normativa peruana. Se ha descartado la revisión de la regulación de fondos de inversión en México y Colombia, debido a que la administración de fondos de inversión se encuentra a cargo de una sociedad autorizada y regulada por las entidades reguladoras correspondientes, sin excepción de las clasificaciones de los fondos de inversión regulados (Decreto N°. 2555 de 2010, 2010; DOF 24-01-2024; 2024).

estar registradas ni sujetas a su fiscalización, gestionan fondos de inversión. En estos casos, dependiendo del volumen de recursos administrados o del número de personas involucradas, podría verse comprometida la confianza pública, lo que hace imprescindible evaluar la necesidad de regulación (Historia de la Ley N°. 20.712, 2013). Asimismo, el entonces Superintendente destacó la complejidad de definir hasta qué punto es conveniente regular o dejar de hacerlo (Historia de la Ley N°. 20.712, 2013). No obstante, subrayó que la intervención del regulador es esencial cuando se trata de inversiones con un alto grado de masividad o cuando existe el riesgo de que los inversionistas asuman erróneamente que dichas entidades están supervisadas cuando, en realidad, no lo están (Ley N°. 20.712, 2013). En cuanto a los inversionistas calificados, explicó que la función de la autoridad reguladora no es representar a estos inversionistas, sino intervenir en aquellos casos en los que la participación de grupos masivos hace que los costos de transacción sean elevados y la información sobre las condiciones de inversión sea limitado (Historia de la Ley N°. 20.712, 2013).

Asimismo, como antecedente normativo de la Ley de Chile, se revisó la Ley N°. 19.705, que fue la primera norma en Chile que introdujo la diferenciación regulatoria para la gestión de fondos de inversión. En las discusiones del Senado sobre la norma, Carlos Ominami, exsenador chileno, estableció que con tal iniciativa se introduce nuevos instrumentos, como los Fondos Privados Chile, los cuales jugarían un rol clave en la dinamización económica de Chile, y en particular impulsar a las pequeñas y medianas empresas chilenas (Historia de la Ley N°. 19.705, 2000).

Al igual que en Perú, los legisladores chilenos distinguen la administración de los diferentes tipos de fondos de inversión, motivados por su deseo de modernizar el mercado de capitales, y considerando que estos fondos, dirigidos a determinados inversionistas, no requieren la supervisión de la entidad reguladora correspondiente. A continuación, presentamos características clave de la administración de Fondos Privados Perú, bajo la Ley de Chile (Ley N°. 20.712, 2013; Norma de Carácter General N°. 475, 2022):

- Se consideran como Fondos Privados Perú los que estén conformados por menos de 50 partícipes (personas y/o entidades), que no formen parte de una misma familia (“Fondos Privados Chile”) (Ley N°. 20.712, 2013). Dichos fondos no se encuentran regulados por la Normativa Chilena, ni supervisados por la Comisión de Mercado Financiero (la “CMF”) (Ley N°. 20.712, 2013).

- Los Fondos Privados Chile no pueden realizar oferta pública de sus cuotas. Bajo la normativa chilena, se encuentran exceptuados de ser considerados una oferta pública, entre otros, lo siguiente (Ley N°. 18.045, 1981; Norma de Carácter General N°. 216, 2008; Norma de Carácter General N°. 336, 2012):
 - o Ofertas de valores que sólo serán adquiridos por Inversionistas Calificados, conforme esté término se encuentra regulado en la Normativa de Carácter General N°. 216.
 - o Ofertas que no se realicen a través de medios masivos de difusión y que cumplan con al menos una (1) de las siguientes condiciones: (i) ofertas dirigidas a Inversionistas Calificados, señalados en el numeral 1 al 6 de la Normativa de Carácter General N°. 216³⁷; (ii) ofertas dirigidas a no más de 250 Inversionistas Calificados, señalados en los numerales 7 y 8 de la Normativa de Carácter General N°. 216³⁸; y (iii) ofertas dirigidas a cincuenta (50) inversionistas como máximo sin tener las características de un Inversionista Calificado, según la normativa chilena.
 - o Ofertas de valores sobre instrumentos con valor unitario de al menos al monto equivalente a 3,000 Unidades de Fomento (CLP\$ 115,153,230.00)³⁹.
- La gestión de los Fondos Privados Chile puede realizarse por: (i) una Administradora General de Fondos, que podrán iniciar sus funciones una vez que se encuentren autorizadas por la CMF, conforme cumplan con los requerimientos indicados en la Ley de Chile; y (ii) sociedades anónimas cerradas, facultadas a administrar únicamente Fondos Privados Chile, prohibidas de usar la denominación de “Administradora General de Fondos”, y registradas en el Registro de Entidades Informantes (la “Administradoras Privadas Chile”).
- Para solicitar su inscripción, las Administradoras Privadas Chile deben cumplir con presentar a la CMF una solicitud con lo siguiente: (a) identificación de la entidad administradora; (b) domicilio legal, teléfono y dirección de correo electrónico; (c) identidad del representante legal; (d) identidad del controlador de la entidad; e (e) indicar la legislación que, por ser aplicable a la entidad correspondiente, es una entidad sometida a la fiscalización, control, o vigilancia de la CMF (en este caso, la Ley de Chile). Adicionalmente, la Administradora

³⁷ Incluye, entre otros, a inversionistas institucionales, como los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizadas por la Ley de Chile, así como a los corredores de bolsa y agentes de valores, entre otros, que se encuentran establecidos en la Normativa de Carácter General N°. 216.

³⁸ Para más detalle del tipo de inversionista, remitirse a la Normativa de Carácter General N°. 216

³⁹ A la fecha de presentación del presente trabajo, 31 de enero de 2025, las Unidades de Fomento tienen un valor de CLP\$ 38,384.41. Información disponible en: https://www.sii.cl/valores_y_fechas/uf/uf2025.htm.

Privada Chile deberá remitir una declaración jurada sobre la autenticidad de la información en la solicitud de registro.

- Una vez registradas, las Administradoras Privadas Chile deberán cumplir obligaciones de información continua, consistentes en lo siguiente:
 - Informar a la CMF cualquier cambio en la información consignada al momento de la inscripción, dentro de los cinco (5) días hábiles de acontecida la modificación.
 - Por cada Fondo Privado Chile, la Administradora debe enviar a la CMF, de forma trimestral, lo siguiente: (i) denominación del fondo de inversión y su número de Rol Único tributario - RUT (equivalente al Registro Único de Contribuyentes en Perú); (ii) listado de los partícipes, estipulando para cada uno de ellos, su identificación (pasaporte, RUT u otros), nombre completo, su monto total de participación en el fondo y el número total de cuotas adquiridas; y (iii) valor de los activos y pasivos del Fondo Privado Chile.
 - En caso la Administradora no administre Fondos Privados Chile, debe declarar dicho hecho de forma expresa.

Así, se observa que la normativa chilena, siguiendo estándares de la IOSCO, mantiene bajo su supervisión a las Administradoras Privadas Chile, obligándolas a registrarse en el Registro de Entidades Informantes para verificar que sus operaciones y gestión de los Fondos Privados Chile, se encuentran conforme a la Ley de Chile.

En la actualidad, se encuentran ciento ochenta y cinco (185) Administradoras Privadas Chile registrados en el Registro de Entidades Informantes, lo que otorga una importante visibilidad al mercado de Fondos Privados Chile⁴⁰. Asimismo, durante el año 2024, como parte de sus actividades de supervisión, la CMF ha sancionado a aproximado cincuenta y seis (56) Administradoras Privadas Chile, sancionando con multas de hasta 390 Unidades de Fomento (CLP\$ 11,515, 323.00), por no cumplir con su obligación continua de información, en aras de supervisar que efectivamente los Fondos Privados Chile administrados se mantienen fuera de la regulación y supervisión de la CMF (Resolución Exenta N°. 718, 2025). Es interesante observar que uno de los fundamentos de la CMF por el daño o riesgo causado por las Administradoras, sea que éstas pusieron en riesgo la estabilidad y buen desempeño del mercado de valores, en tanto no transparentaron en tiempo y forma oportuna la información sobre los Fondos Privados Chile que

⁴⁰Información obtenida de la Comisión de Mercado de Valores de Chile. (30 de enero de 2025). Disponible en: <https://www.cmfchile.cl/institucional/mercados/consulta.php?consulta=RAFIP&Estado=NV&entidadT=RAFIP&mercado=V&entidad=RAFIP>

administraban y sus partícipes (Resolución Exenta N°. 12559, 2024). Por otro lado, la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión (ACAFI), en una exposición ante la Cámara de Diputados de Chile en 2021, señaló que, hasta diciembre de ese año, los Fondos Privados en Chile alcanzaban un total de 637 fondos, con activos valuados en US\$ 7.025 millones y un patrimonio de US\$ 4.710 millones (ACAFI, 2021).

III.2. Propuesta normativa: Ley FI y su Reglamento

La propuesta normativa que presentamos tiene en cuenta las prácticas internacionales, según las cuales las entidades encargadas de administrar FI deben ser entidades supervisadas, pero no necesariamente reguladas. Además, consideramos fundamental que, con el fin de garantizar una adecuada visibilidad de su gestión, las Sociedades Gestoras sean objeto de supervisión, aunque no estén sometidas a una regulación estricta. La presente propuesta no tiene como objetivo fiscalizar los Fondos Privados Perú, sino incluir a las entidades que los gestionan mediante la remisión de información. De esta manera, la labor de la SMV se llevará a cabo de forma más eficiente, permitiendo un monitoreo adecuado de los Fondos Privados Perú que existan y verificando que estos cumplan con la normativa regulatoria de los FI, y el mercado de valores peruano.

En ese sentido, nuestra propuesta de cambios normativos comprende lo siguiente:

- De forma similar a la inscripción de ofertas públicas dirigidos a Inversionistas Institucionales, el registro de las Sociedades Gestoras en el Registro tendrá fines declarativos, donde la SMV únicamente verificará la documentación o requerimientos en la solicitud de registro para proceder con su registro (Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales, 2013).
- El registro de las Sociedades Gestoras permitirá que el inversionista individual verifique las características de los FI que administra, y así tomar conocimiento de que son Fondos Privados Perú, no regulados por la SMV, y, por lo tanto, no sujetos a la misma transparencia de información que los Fondos Públicos Perú.
- Asimismo, al encontrarse en el Registro, las Sociedades Gestoras deberán suministrar la información requerida por la SMV y mantenerla actualizada, asumiendo la responsabilidad de asegurar la veracidad de la información proporcionada y transparentada al público, conforme a lo dispuesto en el artículo 13° de la Ley MV.
- Para su registro, y al igual que las emisiones de valores mobiliarios dirigidos exclusivamente a los Inversionistas Institucionales, las Sociedades Gestoras pueden presentar una solicitud de registro que contenga la siguiente información: (i) datos de identificación de la Sociedad

Gestora, como su denominación o razón social, el número de RUC, domicilio legal y/o fiscal, y su número de partida registral; (ii) datos de sus representantes legales, que incluya sus nombres completos, documentos de identidad, nacionalidad, ocupación, cargo en la Sociedad Gestora y datos de inscripción de sus poderes de representación; y (iii) datos sobre los Fondos Privados Perú que administran.

- En relación a los Fondos Privados Perú que administran, la información que presentará la Sociedad Gestora será similar a la que las Sociedades Administradoras presenten a la SMV: (i) el monto del patrimonio de los Fondos Privados Perú; (ii) el número de partícipes en cada fondo; y (iii) el número de RUC.
- Para verificar que la oferta fue dirigida a Inversionistas Institucionales (Resolución SMV N°. 021-2013-SMV-01, 2013), la Sociedad Gestora debe presentar las declaraciones juradas de tales inversionistas, que manifiesten: (i) conocimiento de la definición y alcance sobre el término “Inversionistas Institucionales”; y (ii) entender, conocer que tienen condición de Inversionistas Institucionales.
- Para verificar que la oferta de las cuotas de participación del Fondo de Inversión fue dirigida a inversionistas con un perfil sofisticado, consideramos que la Sociedad Gestora de igual forma debe presentar declaraciones juradas suscritas por tales inversionistas, en los que manifiesten: (i) saber y estar informados que el Fondo de Inversión en el que están participando es un Fondo Privado Perú, no supervisado por la SMV; (ii) ser conscientes de las características relacionadas al perfil de un inversionista sofisticado, confirmar que cuentan con esas características y las razones por las que cumplen con tal condición. Este último es importante, en tanto permitirá que la evaluación que realice la Sociedad Gestora sobre dichos inversionistas tenga un nivel de minuciosidad, pero no sea tan exhaustivo, en tanto la declaración jurada, ante contingencias que pueda haber frente a la SMV, permitirá que se encuentren respaldados.
- Las Sociedades Gestoras deberán quedar sujetas a la remisión de información y documentación de forma periódica a la SMV, con el fin de identificar que los Fondos Privados Perú que administran cumple con la normativa regulatoria. Consideramos que la periodicidad puede ser trimestral o semestral, dado que no se pretende encarecer las actividades de la Sociedades Gestoras, en tanto fueron habilitadas para incentivar la participación de inversionistas en el mercado de FI peruano.

- Por último, y consideramos es el aspecto más importante, las Sociedades Gestoras deben estar obligadas a presentar información que la SMV les requiera, y otorgar a la entidad las facilidades necesarias para que desempeñe adecuadamente sus labores de fiscalización. Dicha labor tendrá como objetivo principal, determinar si las Sociedades Gestoras están ocultando una oferta pública, bajo la apariencia de una oferta privada y, por lo tanto, aplica las medidas correctivas o sanciones correspondientes.

Adicionalmente, esta propuesta normativa de supervisión de las Sociedades Gestoras puede estar acompañado, por un lado, de mejores programas de educación financiera ofrecidos por la SMV, especialmente dirigidos al público en general, con un enfoque en los FI y sus entidades administradoras⁴¹. Por otro lado, desde la perspectiva de las Sociedades Gestoras, es importante que se revisen y corrijan las conductas que faltan al deber fiduciario, en tanto promueve malas prácticas en el mercado de FI, dado que la regulación del Reglamento de Participación de un Fondo Privado Perú queda a discrecionalidad de las Sociedades Gestoras. El registro de las Sociedades Gestoras resulta beneficioso para promover la adopción de prácticas responsables en la gestión y administración de los Fondos Privados Perú, ya que mantendrá a la Sociedad Gestora en un estado de vigilancia para cumplir con sus obligaciones de enviar información a la SMV sobre los fondos que administra. Además, la inclusión de estándares de conducta para la correcta administración de los FI Privado y la toma de decisiones de inversión debe ser impulsada por el mismo sector privado, especialmente por las entidades reguladas como las Sociedades Administradoras, así como los Inversionistas Institucionales partícipes de los Fondos Privados Perú.

En caso de que aparezcan irregularidades en la administración de los Fondos Privados Perú, la SMV podrá iniciar investigaciones de oficio a las Sociedades Gestoras, con el fin de corregir estas malas conductas del mercado que afectan el interés público, en tanto buscan perjudicar a inversionistas individuales. Así la SMV no dependería de denuncias de terceros para iniciar un procedimiento sancionatorio a las Sociedades Gestoras

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La falta de regulación y supervisión sobre las Sociedades Gestoras en el Perú representa una seria amenaza para la estabilidad del mercado de valores y la protección de los inversionistas. La ausencia de requisitos mínimos para su operación, la carencia de mecanismos de control y la

⁴¹ En la revisión del presente trabajo, llamó la atención una nota de prensa en la que se discutía los casos de fraude y la posible regulación de la SMV de las Sociedades Gestoras; sin embargo, citaban como estadísticas la cantidad de Fondo Público Perú que existían, cuando la nota de prensa quería informar sobre los fondos privados.

limitada transparencia generan un entorno propicio para prácticas indebidas, que pueden derivar en fraudes y pérdidas significativas no solo a Inversionistas Institucionales y/o con un perfil sofisticado, sino también a inversionistas individuales.

El análisis realizado evidencia que la falta de regulación contribuye a la asimetría de información y a la vulnerabilidad de los inversionistas individuales, que carecen de los medios necesarios para evaluar los riesgos relacionados con la comercialización de los fondos de inversión por Sociedades Gestoras. En contraste, los estándares regulatorios internacionales, como los propuestos por la IOSCO, establecen condiciones mínimas claras para la supervisión de estas entidades.

Para mitigar los riesgos identificados, se proponen las principales recomendaciones la implementación del marco normativo para supervisar de forma continua a las Sociedades Gestoras, y que cumplan con el envío de información periódica a la SMV. Esto garantizará que el regulador confirme que la normativa de FI viene cumpliéndose y, por lo tanto, no existe una afectación a la protección de inversionistas individuales y el mercado de valores.

En conclusión, la regulación de las Sociedades Gestoras es una necesidad imperante para fomentar la seguridad en el mercado de valores y prevenir riesgos sistémicos. La implementación de un marco normativo alineado con los estándares internacionales permitirá garantizar la estabilidad del sistema financiero, proteger a los inversionistas y fomentar un entorno más seguro y transparente para el desarrollo del sector financiero en el país.

IV. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Acuerdo Marco de la Alianza del Pacífico. (06 de junio de 2012). Alianza del Pacífico. Chile. <https://alianzapacifico.net/en/download/acuerdo-marco-de-la-alianza-del-pacifico/>
- Andrews, D. & Caldera, A. & Johansson, A. (2011), *Towards a Better Understanding of the Informal Economy*. OECD Economics Department Working Papers, N°. 873, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/5kgb1mf88x28-en>
- Arce, J. (19 de julio de 2023). *Nueva estafa piramidal en Lima al “estilo CLAE”: mafia amasó US\$ 10 millones y hay más de 250 víctimas*. Infobae. Recuperado el 28 de enero de 2025 de <https://www.infobae.com/peru/2023/07/20/nueva-estafa-piramidal-en-lima-al-estilo-clae-mafia-amaso-us-10-millones-y-hay-mas-de-250-victimas/>
- Asociación Chilena de Administradora de Fondos de Inversión - ACAFI. (2021). *Industria de FI en Chile*. <https://www.acafi.cl/wp-content/uploads/2021/12/Presentaci%C3%B3n-Industria-ACAFI-Nov21-1.pdf>
- Bebczuk, R. (2003). An introduction to asymmetric information problems in financial markets. En *Asymmetric information in financial markets: introduction and applications* (pp. 3-15). Cambridge: Cambridge University Press
- Björe, D, Naeve, F. (2021). *Exploring the fund manager-fund investor relationship through the lens of the principal-agent model – Agency conflicts and mitigators in the Swedish mutual fund industry* [Tesis para la Maestría del Programa de Contabilidad y Administración Financiera, Universidad Uppsala]. <https://www.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2:1579020>
- Braun, D., & Guston, D. H. (2003). Principal-agent theory and research policy: An introduction. (Vol. 5). Science and Public Policy. <https://doi.org/10.3152/147154303781780290>
- Ministerio Público. Cuarta Fiscalía Supraprovincial Corporativa Especializada contra la Criminalidad Organizada – Equipo 2. (2023). *Formalización y continuación de la investigación preparatoria*. https://www.linkedin.com/posts/oscar-nieves-765b6359-caso-kronos-capital-estafa-piramidal-activity-7087943670233980928-eSA_/?originalSubdomain=es
- Cabeza, Y. (24 de julio de 2023). *El ‘Clae de los Pitucos’: así funcionaba la banda criminal que estafó a 300 personas y se apoderó de US\$ 10 millones*. Infobae. Recuperado

el 28 de enero de 2025 de <https://www.infobae.com/peru/2023/07/23/el-clae-de-los-pitucos-asi-operaba-la-banda-criminal-que-estafo-a-300-peruanos-y-se-apodero-de-us-10-millones/>

- Cayetano, S. (04 de setiembre de 2023). *¿Se pudo evitar la estafa de los S/70 millones?* Perú21. Recuperado el 28 de enero de 2025 de https://peru21.pe/politica/se-pudo-evitar-la-estafa-de-los-s70-millones-noticia/#google_vignette
- Dalmácio, F., & Nossa, V. (2004). *The Agency Theory Applied to the Investment Funds*. Brazilian Business Review, 1(1), 31–44. <https://doi.org/10.15728/bbr.2004.1.1.3>
- Decreto Ley N°. 26126, Que aprueba el Texto Único Concordante de la Ley Orgánica de la Comisión Supervisora de Empresas y Valores – CONASEV. (24 de diciembre de 1992). <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/#/detallenorma/H757446>
- Decreto Legislativo N°. 862, Que aprueba la Ley de fondos de inversión y sus sociedades administradoras. (21 de octubre 1996). <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/#/detallenorma/H772546>
- Decreto Legislativo N°. 1046, Decreto Legislativo que aprueba modificaciones a la Ley de FI y sus Sociedades Administradoras, Decreto Legislativo N°. 862. (25 de junio de 2008). <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/#/detallenorma/H967539>
- Decreto Legislativo N°. 1046, Exposición de motivos del Decreto Legislativo que aprueba modificaciones a la Ley de FI y sus Sociedades Administradoras, Decreto Legislativo N°. 862. (25 de junio de 2008). Disponible en: [https://spij.minjus.gob.pe/Textos-PDF/Exposicion de Motivos/DL-2008/DL-1046.pdf](https://spij.minjus.gob.pe/Textos-PDF/Exposicion%20de%20Motivos/DL-2008/DL-1046.pdf)
- Decreto N°. 2555 de 2010. Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. (2010). <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=40032>
- Decreto N°. 129, Reglamento sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales. (28 de enero de 2014). <https://bcn.cl/3iy2o>
- Declaración de Intenciones sobre el establecimiento del Pasaporte de Vehículos de Inversión Colectiva de la Alianza del Pacífico. (06 de octubre de 2017). Alianza del Pacífico. <https://alianzapacifico.net/wp-content/uploads/2.1.1.-Declaracio%CC%81n-de-Intenciones-sobre-el-establecimiento-del-Pasaporte-de-Vehi%CC%81culos-de-Inversio%CC%81n-Colectiva.pdf>

- Decreto Supremo N°. 020-2023-EF, Decreto Supremo que aprueba el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores. (09 de febrero de 2023). <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/#/detallenorma/H1340226>
- DOF 24-01-2024. Ley de FI. (2024). <https://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LFI.pdf>
- Frankel, T. (2012). *The Ponzi Scheme Puzzle : A History and Analysis of Con Artists and Victims*. Oxford University Press. <https://research-ebSCO-com.up.idm.oclc.org/linkprocessor/plink?id=388ff67a-8298-3f2c-a711-9b9f331f7730>
- Gailmard, S. (2014). Accountability and Principal–Agent Theory. En Bovens, M; Goodin, R; y Schillemans, T. (Eds.), *The Oxford Handbook of Public Accountability* (pp. 90–105), <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199641253.013.0016>
- Hidalgo, M. (08 de agosto de 2023). *Juez rechazó versión de estafadores de haber sido “víctimas” de otros timadores*. La República. Recuperado el 28 de enero de 2025 de https://larepublica.pe/politica/judiciales/2023/08/08/kronos-capital-juez-rechazo-version-de-estafadores-de-haber-sido-victimas-de-otros-timadores-franco-vecco-alonso-montes-de-oca-divieod-estafa-kronos-409096#google_vignette
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (1994). *Principles for the regulation of collective investment schemes and Explanatory Memorandum*. Disponible en: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD40.pdf>
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (1997). *Principles for the supervision of operators of collective investment schemes*. Disponible en: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2017). *Methodology for assessing implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*. Disponible en: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>
- Kemp, M. H. D. (2017). *Systemic Risk A Practitioner’s Guide to Measurement, Management and Analysis*. (ed.) Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1057/978-1-137-56587-7_2
- Ley N°. 18.045, Ley de Mercado de Valores. (21 de octubre de 1981). <https://bcn.cl/pu8hdj>
- Ley N°. 19.705. Historia de la Ley N°. 19.705. Segundo Trámite Constitucional: Senado. (20 de diciembre de 2000). <https://www.bcn.cl/historiadelaley/nc/historia-de-la-ley/6477/>

- Ley N°. 20.712, Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales. (24 de diciembre de 2013). <https://bcn.cl/3lcjm>
- Ley N°. 20.712, Historia de la Ley N°. 20.702. Segundo Trámite Constitucional: Senado. Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales. (24 de diciembre de 2013). <https://bcn.cl/1zouc>
- Ley N°. 20.712, Historia de la Ley N°. 20.702. Primer Trámite Constitucional: Cámara de Diputados. Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales. (24 de diciembre de 2013). <https://bcn.cl/1zouc>
- Ley N°. 30708, Ley que promueve el desarrollo del mercado de capitales. (22 de diciembre de 2017). <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/#/detallenorma/H1196750>
- Ley N°. 30708. Dictamen recaído en el Proyecto de ley que promueve el desarrollo del mercado de capitales. (22 de diciembre de 2017). https://www2.congreso.gob.pe/Sicr/TraDocEstProc/Expvirt_2011.nsf/B8A7D82F30BFAF7305256F260056634D/B1C7A4A5110F61D80525815B0083D2C3?OpenDocument
- Martínez, J. (2003). Los objetivos de la regulación del mercado de valores en la legislación nacional. Análisis crítico. *THEMIS Revista De Derecho*, (47), 235-242. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9866>
- Mella, R. (29 de agosto de 2023). *El hombre que estafó a la élite financiera limeña*. IDL-Reporteros. Recuperado el 28 de enero de 2025 de <https://www.idl-reporteros.pe/el-hombre-que-estafo-a-la-elite-financiera-limena/>
- Mella, R. (03 de setiembre de 2023). *Caso Óptima: Cómo se produjo la estafa*. IDL-Reporteros. Recuperado el 28 de enero de 2025 de <https://www.idl-reporteros.pe/caso-optima-como-se-produjo-la-estafa/>
- Mella, R. (10 de setiembre de 2023). *La carrera a los botes salvavidas*. IDL-Reporteros. Recuperado el 28 de enero de 2025 de <https://www.idl-reporteros.pe/la-carrera-a-los-botes-salvavidas/>
- Norma de Carácter General N°. 216, define a inversionistas calificados para efectos que señala. (12 de junio de 2008). https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_216_2008.pdf
- Norma de Carácter General N°. 336, establece ofertas de valores que no constituyen ofertas públicas, en virtud de lo establecido en el inciso segundo del artículo 4° de la Ley N°. 18.045. (27 de junio de 2012). https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_336_2012.pdf

- Modificado por la Norma de Carácter General N°. 452. (22 de febrero de 2021). https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_452_2021.pdf
- Norma de Carácter General N°. 475. Regula inscripción en el Registro Especial de Entidades Informantes. (14 de abril de 2022). https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_475_2022.pdf Modificado por la Norma de Carácter General N°. 486. (31 de agosto de 2022). https://www.cmfchile.cl/normativa/ncg_486_2022.pdf
 - Payet, J. (1996). El mercado de valores y la protección de los inversionistas. *IUS ET VERITAS*, 7(12), 69-79. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/15536>
 - Payet, J. (1996). Razones para regular el mercado de valores. *THEMIS Revista De Derecho*, (33), 93-104. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/11865>
 - Páez, A., & Aguirre, D. (23 de julio de 2023). *PNP: banda de falsos gestores de inversión estafa a 300 con US\$10 millones*. La República. Recuperado el 28 de enero de 2025 de <https://larepublica.pe/sociedad/2023/07/23/pnp-banda-de-falsos-gestores-de-inversion-estafa-a-300-con-us10-millones-divieod-estafa-piramidal-prestamos-391851>
 - Páez, A., & Aguirre, D. (24 de julio de 2023). *Atraparon a estafadores de Kronos Group cuando destruían las pruebas*. La República. Recuperado el 28 de enero de 2025 de <https://larepublica.pe/sociedad/2023/07/24/atraparon-a-estafadores-de-kronos-group-cuando-destruian-las-pruebas-kronos-group-fxwinning-franco-vecco-scavino-alonso-montes-de-oca-1780392>
 - Resolución CONASEV N°. 141-98-EF, aprueban el Reglamento de Oferta Pública Primaria y Venta de Valores Mobiliarios. (16 de octubre de 1998). <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/#/detallenorma/H781542>
 - Resolución Tribunal Administrativo de CONASEV N°. 032-2002-EF/94.12. (18 de junio de 2002). Tribunal Administrativo de CONASEV. Lima. <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/#/detallenorma/H104015>
 - Resolución Tribunal Administrativo de CONASEV N°. 124-2003-EF. (11 de diciembre de 2003). Tribunal Administrativo de CONASEV. Lima. <https://www.gob.pe/institucion/smv/normas-legales/3951288-124-2003>

- Resolución SMV N°. 021-2013-SMV-01, aprueban el Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales. (23 de setiembre de 2013). <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/#/detallenorma/H1086902>
- Resolución SMV N°. 029-2014-SMV-01, Reglamento de FI y sus Sociedades Administradoras. (17 de diciembre de 2014). <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/#/detallenorma/H1117744>
- Resolución SMV N°. 039-2016-SMV-01, aprueban Normas comunes a las entidades que requieren autorización de organización y funcionamiento de la SMV. (15 de diciembre de 2016). <https://spij.minjus.gob.pe/spij-ext-web/#/detallenorma/H1169920>
- Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N°. 031-2021-SMV/10. (06 de julio de 2021). Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial. Lima. <https://www.gob.pe/institucion/smv/normas-legales/5661016-031-2021-smv-10>
- Resolución de Superintendente N°. 057-2024-SMV/02. (15 de mayo de 2024). Superintendente del Mercado de Valores. Lima. <https://www.gob.pe/institucion/smv/normas-legales/5578316-057-2024-smv-02>
- Resolución Exenta N°. 12559. (26 de diciembre de 2024). Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero. Santiago de Chile. https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=1a7034078d3cac2da659ca2cff3d4563VFdwQmVVNUVSWGxOUkdOM1QxUIZOVTFCUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1738130685
- Resolución Exenta N°. 718. (16 de enero de 2025). Consejo de la Comisión para el Mercado Financiero. Santiago de Chile. https://www.cmfchile.cl/sitio/aplic/serdoc/ver_sgd.php?s567=9cf51008131e0c10bf2a5cee9d9a7635VFdwQmVVNVVRWGHOUkVGNVQwUiplazFCUFQwPQ==&secuencia=-1&t=1738130685
- Rocca, L. (2017). *El mercado de valores en fácil*. Pontificia Universidad Católica del Perú. Fondo Editorial <https://doi.org/10.18800/9786123172411>
- Rosillo, M. (2008). *La autorregulación en el Mercado de Valores*. Revista de Derecho Privado, (39), 3-34. <http://hdl.handle.net/1992/47441>
- Rojas, C. (2021). Reformas frente a la informalidad en el mercado de fondos de inversión. En Revista Capitales. <https://www.capia.pe/es/publicaciones/gestion-de-activos/otros.html>

- Rojas, C. (2023). La informalidad llega a todos lados. En Revista G de Gestión. <https://www.capia.pe/es/publicaciones/gestion-de-activos/revista-g-de-gestion.html>
- Salinas, S. (1996). Fondos mutuos, información asimétrica y regulación de mercados: un enfoque de costos de transacción. *THEMIS Revista De Derecho*, (33), 105-124. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/11866>
- Shah, S. (2014). *The Principal-Agent Problem in Finance*. CFA Institute Research Foundation. <https://ssrn.com/abstract=2574742>
- Shleifer, A. (2005). *Understanding Regulation*. European Financial Management. European Financial Management Association, vol. 11(4), pp. 439-451. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2005.00291.x>
- Tong, J. (2010). Finanzas empresariales: la decisión de inversión. (ed.) Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Torres, N. (2007). Regulando por estándares: el estándar del inversionista razonable en el mercado de valores. *THEMIS Revista De Derecho*, (54), 261-272. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/8883>
- Varón, J. (2019). Entidades administradoras de vehículos de inversión colectiva. En Varón, J. & Abella, G. (Coords.). *Régimen del mercado de valores. Tomo IV: régimen del mercado de valores: otras instituciones de los mercados de valores*. (ed.). Universidad de los Andes. <https://elibro.net/es/lc/bibliotecaup/titulos/118351>.

ANEXO 1: PRINCIPIOS OPERADORES

Para la regulación de los Operadores, tomando como base los principios de Elegibilidad y Supervisión de los Principios IIC, expuestos con detalle en la sección anterior, se aprobaron los siguientes Principios Operadores (IOSCO, 1997):

1. **Conducta en el negocio:** La supervisión de un Operador debe garantizar que se cumplan con altos estándares de idoneidad, integridad y trato justo en los negocios de una IIC y que las transacciones de inversión realizadas en nombre de una IIC que presenten un conflicto de intereses para el Operador estén limitadas, debidamente divulgadas y no sean inconsistentes con la protección al inversionista.
2. **Transacciones con partes conectadas:** La supervisión de un Operador debe procurar garantizar que las transacciones realizadas en nombre de una IIC con una parte al vinculada al Operador no entren en conflicto con las obligaciones del Operador de actuar en el mejor interés de la IIC.
3. **Valoración de los activos de la IIC:** La supervisión al Operador debe asegurar que los activos de la IIC sean valorados de forma justa y exacta, y que el valor neto de los activos de la IIC se calcule de manera correcta.
4. **Custodia y segregación de inversiones:** La supervisión al Operador debe velar por asegurar que los activos de una IIC estén correctamente custodiados y separados de los activos de la gestión y de otras entidades.
5. **Inversión:** La supervisión al Operador de una IIC debe procurar garantizar que se haya seguido la política de inversión establecida de la IIC y que se hayan cumplido las restricciones sobre el tipo o nivel de inversión.
6. **Honorarios y gastos:** La supervisión al Operador debe velar por asegurar que no se hayan aplicado gastos sin permiso a una IIC.
7. **Controles internos y de cumplimiento:** La supervisión debe garantizar que un Operador cuente con mecanismos de control interno y de cumplimiento para asegurar que pueda llevar a cabo su negocio de manera diligente, efectiva, honesta y justa.
8. **Divulgación:** La supervisión debe procurar garantizar que toda la documentación emitida por un Operador (ya sea literatura de productos o datos financieros) sea precisa, clara, comprensible, coherente y no engañosa.

9. **Cuentas y conservación de registros:** La supervisión al Operador debe procurar garantizar que se mantengan libros y registros adecuados de la IIC durante un tiempo apropiado y en caso de liquidación.
10. **Elegibilidad continua:** La supervisión debe garantizar que ni los cambios en la gestión o en la organización administrativa de un Operador, ni la delegación de funciones a un tercero, conduzcan a un menor grado de protección al inversionista del que se presumía en el momento de la autorización.