
La importancia de la regulación para el desarrollo de los Fondos de Inversión en el Perú:

Algunos apuntes a raíz de las recientes modificaciones a la Ley de Fondos de Inversión^(*)

Juan José Cárdenas Mares

Abogado. LLM en Banking and Financial Law por The London School of Economics and Political Science.

Miembro de la Asociación Civil Ius et Veritas.

1 Introducción.

Mediante la Ley No. 27641, publicada el 19 de enero de 2002, se introdujeron determinadas modificaciones a la Ley de Fondos de Inversión, aprobada por Decreto Legislativo No. 862.

El propósito del presente artículo es -bajo el pretexto de comentar algunas de dichas modificaciones- exponer algunas ideas respecto del importante papel que pueden jugar los Fondos de Inversión (y especialmente los Fondos de Capital Riesgo) en el mercado de valores en el Perú y lo necesario que resulta contar para ello con un marco regulatorio que proteja a los inversionistas pero al mismo tiempo sea suficientemente flexible para posibilitar el desarrollo de una industria que en el Perú se encuentra aún en pañales.

En este contexto, primero nos referiremos brevemente al papel actual de los inversionistas institucionales en el mercado de valores. Luego comentaremos la situación de la industria de Fondos de Inversión en el Perú y la especial importancia que los Fondos de Capital Riesgo pueden alcanzar para resolver dos de los principales problemas que aquejan a nuestro mercado de valores: la escasez de alternativas de inversión y el acceso a financiamiento de las pequeñas y medianas empresas. Finalmente, en lo relativo al marco regulatorio de los Fondos de Inversión, analizaremos las principales novedades incorporadas por Ley No. 27641 a la Ley de Fondos de Inversión y comentaremos los problemas derivados del actual régimen tributario de los Fondos de Inversión.

2 El papel de los inversionistas institucionales.

En la actualidad, la importancia de los denominados “inversionistas institucionales” en el desarrollo de los mercados de valores domésticos está fuera de cualquier duda.

Los inversionistas institucionales son inversionistas especializados que captan recursos del público a gran escala con el propósito de destinarlos a inversiones adecuadas que generen una rentabilidad mayor a la que podría obtenerse en inversiones “tradicionales” como, por ejemplo, depósitos bancarios. Para tales efectos, los inversionistas institucionales requieren contar con una plana profesional altamente especializada que se dedique a obtener la información necesaria en el mercado con el fin de diversificar los riesgos y, consecuentemente, efectuar “buenas” inversiones.

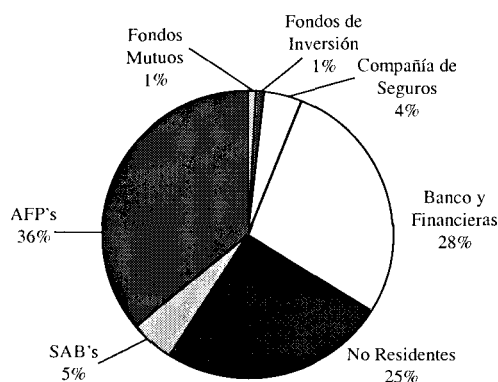
Los principales inversionistas institucionales son, en este sentido, los Fondos de Pensiones (privados o estatales), las compañías de seguros, los Fondos Mutuos, los Fondos de Inversión y los bancos.

Según datos de la OECD (Organization for Economic Cooperation and Development), los inversionistas institucionales administran activos que representan un significativo porcentaje del Producto Bruto Interno (PBI) de los países miembros de la OECD. En los Estados Unidos los inversionistas institucionales administran activos por aproximadamente US\$12,400 billones que representan el 170 por ciento del PBI mientras que en el Reino Unido, dichas cifras son de US\$1,761 billones y

162 por ciento del PBI. No solamente en los países anglosajones la importancia de los inversionistas institucionales en el mercado de valores ha alcanzado gran relevancia, sino también en el resto de países miembros de la OECD e, incluso, en países latinoamericanos. En Chile, por ejemplo, los Fondos de Pensiones administran activos que representan el 42.5 por ciento del PBI del país sureño⁽¹⁾.

En el Perú, la participación de los inversionistas institucionales en nuestro mercado de valores no es ajena a dicha tendencia. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurre en otros países, en el Perú la industria de Fondos de Inversión no ha alcanzado un desarrollo que permita que éstos constituyan una verdadera alternativa de inversión. En el Gráfico No. 1 se presentan, según datos de CONASEV, la participación de los inversionistas institucionales en el monto negociado al contado en nuestro mercado de valores durante el año 2000:

Gráfico No. 1
Participación de Inversionistas Institucionales en el monto negociado al contado (Año 2000)



Fuente: Conasev.

Como puede apreciarse del gráfico anterior, si bien los inversionistas institucionales se reparten gran parte del total de los montos transados en el mercado de valores, la participación de los Fondos de Inversión es poco significativa.

Cabe señalar que los Fondos Mutuos también tenían una participación poco significativa durante

el año 2000; sin embargo, los activos administrados por los Fondos Mutuos se han venido incrementado en forma constante durante los años 2001 y 2002 como consecuencia de la mayor rentabilidad alcanzada por los Fondos Mutuos frente a la tendencia decreciente de las tasas de interés pagados por los depósitos bancarios. Así, al 30 de abril del 2002, los activos administrados por los Fondos Mutuos ascienden aproximadamente a US\$ 1,435 millones (ver Gráfico No. 2)⁽²⁾.

Gráfico No. 2
Número de partícipes y patrimonio administrado por fondos mutuos

	Posición clientes	Número de Mils. US\$
Dic-95	941	5.4
Dic-96	4,721	139.7
Dic-97	17,650	634.9
Dic-98	15,615	365.3
Dic-99	13,043	494.7
Dic-00	16,949	440.9
Ene-01	17,225	461.5
Feb-01	18,057	499.8
Mar-01	20,340	574.2
Abr-01	21,702	591.8
May-01	23,268	617.9
Jun-01	25,350	681.0
Jul-01	27,562	801.7
Ago-01	30,726	852.3
Set-01	32,927	926.7
Oct-01	35,583	1,012.2
Nov-01	38,319	1,129.4
Dic-01	40,990	1,181.7
Ene-02	44,790	1,252.3
Feb-02	48,347	1,384.2
Mar-02	51,777	1,412.42
Abr-02	53,226	1,435.15

Fuente: CONASEV

3 Importancia y estado actual de la industria de Fondos de Inversión en el Perú.

A diferencia de otros inversionistas institucionales, los Fondos de Inversión no solamente captan recursos del público a gran escala. En muchos casos, los Fondos de Inversión canalizan los fondos del público que han sido previamente captados por otros inversionistas

(1) Para mayor información, ver el Documento de Trabajo *Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores: Resultado de la Consulta Ciudadana*, preparado por el Ministerio de Economía y Finanzas y publicado el 25 de mayo de 2001 en el Diario Oficial *El Peruano*.

(2) Diario *Gestión*, edición del 10 de mayo del 2002.

institucionales, como los Fondos de Pensiones o las compañías de seguro.

En efecto, el grado de especialización que alcanzan los Fondos de Inversión es mayor al de otros inversionistas institucionales lo que, en consecuencia, determina que dichos Fondos sean también un vehículo de inversión indirecta para ciertos inversionistas institucionales que destinan parte de la cartera de activos que administran a Fondos de Inversión con el propósito de obtener una mayor diversificación de sus riesgos y, evidentemente, una mayor rentabilidad.

Los Fondos de Inversión constituyen, pues, no solamente un inversionista institucional sino que, al mismo tiempo, son una alternativa de inversión para ciertos inversionistas institucionales. Esta función cobra mayor importancia debido a la escasa oferta de alternativas de inversión que ofrece el mercado doméstico para los inversionistas institucionales.

En el Perú, los principales inversionistas institucionales son los Fondos de Pensiones: tanto los privados administrados por las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (AFP's) como los públicos administrados por la Oficina de Normalización Previsional (ONP) y ESSALUD. Al cierre del 2000, el portafolio de inversiones administrado por las AFP's ascendía aproximadamente a US\$ 2,500 millones; según

datos de la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), al primer trimestre del 2002 el portafolio de inversiones de las AFP's se había incrementado a aproximadamente US\$ 3,800 millones⁽³⁾.

Por su parte, la ONP y ESSALUD también destinan un porcentaje significativo de sus recursos a colocaciones en entidades del sistema financiero: al 31 de marzo del 2002, la ONP mantenía colocaciones en entidades del sistema financiero por aproximadamente US\$370 millones, principalmente en depósitos bancarios⁽⁴⁾.

Los fondos administrados por principales inversionistas institucionales en nuestro mercado han venido -y, es de esperar, continuarán- incrementándose año tras año, sobre todo en el caso de las AFP's según las proyecciones que éstas manejan. Sin embargo, la creciente demanda de alternativas de inversión por parte de los inversionistas institucionales no tiene un adecuado reflejo en la oferta de valores que presenta nuestro mercado de valores.

Durante los meses de enero a abril del 2002, el monto total de valores colocados mediante oferta primaria ascendió aproximadamente a US\$ 300 millones, siendo íntegramente valores representativos de instrumentos de deuda como puede apreciarse en el Gráfico No. 3⁽⁵⁾.

Gráfico No. 3
Inscripciones y colocaciones de oferta pública primaria

	Emisiones inscritas			Emisiones colocadas		
	2001 Mill. US \$	Ene-Abr 2000 Mill US\$	%	2001 Mill. US\$	Ene-Abr 2002 Mill US\$	%
Acciones	27.9	0.0	0.0	15.0	0.0	0.0
Bonos de Arrendamiento Financiero	105.0	5.0	1.3	104.9	13.8	4.5
Bonos Subordinados	42.0	0.0	0.0	34.0	0.0	0.0
Bonos Corporativos	523.7	108.9	28.1	379.5	125.9	41.4
Bonos Hipotecarios	30.0	0.0	0.0	25.0	0.0	0.0
Bonos de Titulización	94.0	14.4	3.7	92.5	10.7	3.5
Obligaciones de Corto Plazo	460.05	128.4	33.2	402.5	112.0	36.8
Certificados de Depósito Negociables	84.2	130.4	33.7	65.9	42.0	13.8
Total	1,367.2	367.2	100.0	1,119.2	304.3	100.0
Proporción 2002/2001		28.3%			27.2%	
Programas de Emisión	1,649.1	39.5				

Información preliminar al 30 de abril de 2002.

Fuente: CONASEV

(3) Ver: www.sbs.gob.pe.

(4) Ver: www.onp.gob.pe.

(5) Diario *Gestión*, edición del 10 de mayo de 2002.

Ello trae como consecuencia que los inversionistas institucionales destinen una parte significativa de sus carteras a depósitos en entidades del sistema financiero que, evidentemente, no permiten obtener porcentajes de retorno lo suficientemente atractivos para los inversionistas institucionales y, en buena cuenta, para el público que ha confiado sus fondos en aquéllos.

Ante esta situación, en declaraciones públicas los principales ejecutivos de las AFP's han venido resaltando la escasa oferta de instrumentos de inversión en el mercado doméstico y, entre otras soluciones, vienen solicitando la ampliación de los límites de inversión en valores emitidos en el exterior y la extensión de dichas posibilidades de inversión a mercados distintos al norteamericano.

Debe tomarse en cuenta que las AFP's, como también los demás inversionistas institucionales que administran recursos del público, se encuentran sujetos a límites y restricciones para la inversión de la cartera que administran que son establecidos por los respectivos organismos reguladores. En este sentido, la mayor parte -sino la totalidad- del portafolio de inversiones de los inversionistas institucionales debe estar destinado a valores emitidos por oferta pública y, por consiguiente, inscritos y sujetos a la supervisión del ente regulador del mercado de valores (CONASEV).

En el Gráfico No. 4 se muestra la distribución de la cartera administrada por las AFP's al 30 de abril de 2002⁽⁶⁾. Como puede apreciarse, las inversiones de las AFP's se concentran mayormente en depósitos e instrumentos de deuda de empresas del sistema financiero así como en instrumentos de deuda de empresas no financieras, mientras que la participación

Gráfico No. 4
Cartera administrada por el sistema de AFP
(al 3 de mayo de 2002)

Tipo de Emisor	Monto (en Mils. de S/.)	Participación %
Gobierno	2,249.1	16.3
Empresas Financieras	5,407.6	39.3
Empresas no Financieras	4,940.3	35.9
Fondos de Inversión	56.6	0.4
Sociedades Titulizadoras	283.2	2.1
Del Exterior	833.5	6.0
Total Cartera Administrada	13,772.2	100

Fuente: SBS

de las AFP's en Fondos de Inversión es mínima: solamente 0.4 por ciento de la cartera administrada por las AFP's está invertida en cuotas de participación de Fondos de Inversión.

En este contexto, el desarrollo de la industria de Fondos de Inversión en nuestro mercado podría abrir el abanico de alternativas de inversión disponible, sobre todo para las AFP's y los fondos previsionales administrados por el Estado.

En el Gráfico No. 5, según datos de CONASEV, se detallan los cuatro Fondos de Inversión operativos constituidos por oferta pública que administran activos por un monto aproximado de solamente US\$ 47 millones. De estos cuatro fondos, dos son fondos inmobiliarios, el tercero es un fondo de inversión directa (fondo deportivo) y el restante es un fondo de inversión en instrumentos de corto plazo.

Gráfico No. 5
Fondos de inversión operativos al 30 de abril de 2001

Fondo de Inversión	No. Cuotas	Partícipes	Valor cuota US\$	Patrimonio US\$
Fondo de Inversión Multirenta Inmobiliaria	233,690	28	127.7900	29,863,245.10
GME Fondo de Inversión Inmobiliario	12,936,519	14	0,9483	12,267,707.12
Progreso Instrumentos de Corto Plazo	33,807	59	106.3160	3,594,291.86
Fondo Íntimo Deportivo	5,365	35	97.7135	524,233.,75
Total		136		46,249,477.83

Fuente: CONASEV

(6) Diario *Gestión*, edición del 10 de mayo de 2002.

Adicionalmente, existen inscritos en CONASEV dos Fondos de Inversión que aún no inician operaciones: un Fondo de Inversión para Concesiones en Infraestructura en el Perú y un Fondo de Inversión en Valores Mobiliarios. En trámite de inscripción ante CONASEV existirían, además, dos Fondos de Capital Riesgo⁽⁷⁾.

Los datos estadísticos demuestran, pues, que los principales inversionistas institucionales tienen una demanda de alternativas de inversión que no es satisfecha por la oferta de valores doméstica. Los Fondos de Inversión son, sin duda, uno de los vehículos de inversión que podrían ser utilizados por los inversionistas institucionales para canalizar sus recursos, maximizar su rentabilidad y diversificar sus riesgos.

Ahora bien, tratándose de inversionistas institucionales que administran fondos del público, usualmente es necesario que los Fondos de Inversión en los que inviertan sus recursos se encuentren supervisados por CONASEV. Ese es el caso, por ejemplo, de las AFP's que solamente pueden invertir los recursos de la cartera que administran en cuotas de participación de Fondos de Inversión colocadas por oferta pública⁽⁸⁾.

4 Los Fondos de Capital Riesgo.

Los Fondos de Inversión pueden clasificarse de múltiples maneras en función de sus objetivos de inversión. No es nuestro propósito entrar a un mayor detalle respecto de las clases de Fondos de Inversión, bastando mencionar a modo de ejemplo que podemos referirnos, entre otros, a Fondos de Inversión Inmobiliarios, Fondos de Inversión en Valores Mobiliarios listados en bolsa, Fondos de Inversión en Concesiones, Fondos de Inversión en Empresas Reestructuradas, Fondos de Inversión Mixtos, Fondos de Capital Riesgo, entre otros.

La relevancia de los Fondos de Capital Riesgo en el Perú merece una mención especial. Este tipo de fondos tienen como objetivo la adquisición, a través de diversas modalidades, de una participación en el capital de empresas, generalmente no listadas en bolsa, con el propósito de impulsar su crecimiento y aumentar su valorización para posteriormente -en un mediano plazo-

vender su participación a terceros o inclusive a los propios socios y obtener así una ganancia de capital.

En el Perú, los Fondos de Capital Riesgo constituyen un vehículo que permitiría canalizar los recursos con los que cuentan los inversionistas institucionales a favor de las empresas que requieren fondos pero que no pueden acceder al mercado de valores doméstico a través de las vías tradicionales (ofertas públicas de acciones y bonos).

En efecto, a pesar del crecimiento del mercado de valores en el Perú en los últimos años, su relevancia como fuente de financiamiento es bastante menor al alcanzado en otros países de la región. Como consecuencia de ello, las empresas enfrentan grandes restricciones para acceder a recursos provenientes del mercado de valores debido, entre otras razones, a una justificada aversión al riesgo de los inversionistas institucionales así como de la escasez de vehículos de inversión que permitan minimizar o atenuar los riesgos derivados de la inversión en tales empresas.

Nunca tanto como en los últimos años ha quedado en evidencia que las empresas requieren de una adecuada combinación de capital y deuda para desarrollar sus actividades y que, por lo tanto, no es conveniente que registren un "apalancamiento" o endeudamiento excesivo, como sucede actualmente. A diferencia de lo que ocurre con el endeudamiento, el aporte de capital fortalece patrimonialmente a las empresas, pues son los accionistas quienes asumen los riesgos del negocio obteniendo beneficios solamente si éste tiene éxito ya sea a través de la distribución de dividendos o la ganancia de capital obtenida por la venta de sus acciones.

No obstante, gran parte del sector empresarial peruano se caracteriza por sufrir de una profunda deficiencia de capital en su estructura financiera. En gran medida, esto se debe a las dificultades existentes para expandir el accionariado de las empresas a través de la Bolsa de Valores.

Hasta la fecha, el mercado de instrumentos de renta variable (acciones) en la Bolsa de Valores de Lima ha mostrado un desarrollo claramente insuficiente, a diferencia de lo que sucede con el mercado de instrumentos de renta fija (bonos y papeles comerciales) que sí ha logrado alguna importancia aunque ciertamente limitada casi exclusivamente a las empresas más grandes. Prueba de ello es que entre los años 1991

(7) Los Fondos de Capital Riesgo constituyen un tipo de Fondos de Inversión a los que nos referimos con cierto detalle más adelante.

(8) Artículo 20 de la Resolución No. 052-98-EF/SAFP que aprueba el Título VI del Compendio de Normas de Superintendencia Reglamentarias del Sistema Privado de Administración de Fondos de Pensiones referido a Inversiones.

y 2000 en nuestro mercado de valores se efectuaron apenas tres Ofertas Públicas Iniciales (OPI) de acciones por un monto agregado de solamente US\$ 39.7 millones.

Los Fondos de Capital Riesgo constituyen una opción novedosa para expandir el capital de las empresas. Estos fondos están dedicados a encontrar empresas e iniciativas rentables, que al recibir una inyección de capital no solamente mejoran su estructura financiera haciéndolas viables, sino que además se benefician de contar con un socio estratégico que les puede agregar valor al negocio. A su vez dichas empresas en el transcurso del tiempo deberán convertirse en oportunidades de inversión atractivas para terceros, de modo tal que oportunamente el Fondo pueda vender su participación con la consecuente ganancia de capital para sus inversionistas (partícipes).

Además de los beneficios indicados, los Fondos de Capital Riesgo constituyen una oportunidad de inversión atractiva en el mediano y largo plazo para inversionistas institucionales que, como hemos indicado en el acápite precedente, actualmente carecen de un variado abanico de alternativas de inversión y, menos aun, de alternativas de inversión de mediano y largo plazo que ofrezcan una rentabilidad mayor a la de los instrumentos de renta fija.

La importancia de los Fondos de Capital Riesgo como un mecanismo de acceso al financiamiento a través del mercado de valores se ha hecho explícita en el Documento de Trabajo “Acceso al Financiamiento a través del Mercado de Valores” preparado y publicado por el Ministerio de Economía y Finanzas conjuntamente con CONASEV, COFIDE y otras entidades estatales durante el Gobierno de Transición encabezado por Valentín Paniagua y que fuera sometido a un exitoso y ejemplar proceso de consulta ciudadana a fin de recibir los comentarios de los diversos actores del mercado.

En dicho documento de trabajo se propusieron, además, una serie de medidas destinadas a promover la conformación de Fondos de Capital Riesgo. Entre ellas destaca la creación de un Grupo de Trabajo integrado por el Ministerio de Economía y Finanzas, CONASEV y COFIDE, a efectos de evaluar la constitución de un Fondo de Capital Riesgo que invierta en pequeñas y medianas empresas con el aporte inicial de COFIDE y de organismos internacionales y que sirva como incentivo al sector privado para participar en Fondos de Capital Riesgo⁽⁹⁾.

a diferencia de lo que ocurre en otros países, en el Perú la industria de Fondos de Inversión no ha alcanzado un desarrollo que permita que éstos constituyan una verdadera alternativa de inversión

5 Régimen legal y tributario de los Fondos de Inversión.

Es evidente que la escasez de la oferta de instrumentos de inversión en el mercado local tiene varias causas siendo, quizás, la principal la situación económica que atraviesa nuestro país y, en general, la economía mundial. En la medida que la economía se recupere, es de esperar que el mercado de valores doméstico se desarrolle y, por consiguiente, que la oferta de instrumentos de inversión se incremente.

Sin embargo, también es cierto que el desarrollo del mercado de valores doméstico y, en particular, de la industria de Fondos de Inversión requiere un marco regulatorio adecuado para alcanzar tal desarrollo. Este marco regulatorio, si bien debe proteger los recursos del público que son administrados por Fondos de Inversión, requiere ser al mismo tiempo lo suficientemente flexible para permitir el desarrollo de esta industria en sus diversas modalidades.

Especial relevancia tiene en este aspecto la regulación tributaria de los Fondos de Inversión. Resulta indispensable que, por lo menos, dicha regulación no desaliente la utilización por parte de los inversionistas institucionales de los diferentes vehículos de inversión existentes en el mercado para canalizar sus recursos. Como veremos más adelante, lamentablemente el tratamiento tributario que, respecto del Impuesto a la Renta, se otorga a los Fondos de Inversión constituye un obstáculo para que los principales inversionistas institucionales, las AFP's, inviertan en Fondos de Inversión.

(9) Documento de Trabajo *Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores: Resultado de la Consulta Ciudadana*, pp. 36-38.

5.1 Modificaciones al marco regulatorio de los Fondos de Inversión.

La Ley de Fondos de Inversión (LFI) fue aprobada por el Decreto Legislativo No. 862, del 22 de octubre de 1996. Anteriormente, no existía una norma que regulara los Fondos de Inversión; ello no significa que la actividad de inversión no existiera antes de la LFI sino que -como también ocurre hoy en día- aquella era desarrollada a través de sociedades de inversión constituidas como sociedades anónimas.

Posteriormente, mediante Resolución No. 002-97-EF/94.10 del 9 de enero de 1997 se aprobó el Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (RFI).

Fuera de pequeñas modificaciones, la LFI y el RFI no sufrieron mayores cambios sino hasta la publicación de la Ley No. 27641, que modificó 25 artículos de la LFI y agregó 3 artículos nuevos. Teniendo la LFI solamente 40 artículos, resulta claro que las modificaciones introducidas por la Ley No. 27641 son significativas, al menos numéricamente⁽¹⁰⁾.

No obstante, el 22 de diciembre de 2001 CONASEV aprobó, mediante Resolución No. 074-2001-EF/94.10, un nuevo Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras (NRFI), el cual en su artículo 3 señaló que entraría en vigencia el 1 de junio de 2002.

Sin embargo, mediante Resolución No. 026-2002-EF/94.10 del 4 de mayo de 2002 CONASEV derogó el NRFI, incluso antes que éste entrara en vigencia. En el cuarto considerando de la citada resolución se indica que tal derogación tiene como propósito adecuar la reglamentación a las modificaciones incorporadas a la LFI por la Ley No. 27641 por lo que procede “a la brevedad posible emitir un nuevo Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras y así proveer a las Sociedades Administradoras de un marco regulatorio que permita su desarrollo y promueva el crecimiento de los Fondos de Inversión con una adecuada protección del interés de los inversionistas”.

Seguidamente exponemos nuestro punto de vista sobre las principales modificaciones y novedades incorporadas a la LFI a través de la Ley No. 27641⁽¹¹⁾.

5.1.1 Naturaleza jurídica de los Fondos de Inversión.

El artículo 1 de la LFI ha sido modificado a efectos de precisar que los Fondos de Inversión son “patrimonios autónomos” integrados por aportes de personas naturales o jurídicas para su inversión bajo la gestión de una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión (SAFI).

Si bien antes de la referida modificación se entendía que los Fondos de Inversión constituían patrimonios autónomos y, por lo tanto, distintos al patrimonio de los partícipes del Fondo y de la SAFI, resulta adecuado que se haya hecho explícito en la LFI la naturaleza jurídica de los Fondos de Inversión por los efectos que en el terreno civil y procesal puede tener este carácter autónomo.

5.1.2 Posibilidad de emitir más de una clase de cuotas.

El texto original del artículo 2 de la LFI permitía que, respecto de un mismo Fondo, se emitieran más de una clase de cuotas con diferentes derechos, como sucede con las acciones de una sociedad anónima.

El proyecto modificatorio de la LFI eliminaba la posibilidad de emitir clases de cuotas con contenido de derechos distinto en un mismo Fondo de Inversión. La Exposición de Motivos de dicho proyecto indicaba que dicha eliminación se hacía en concordancia con la legislación comparada y la práctica internacional según la cual las cuotas representativas de las inversiones colectivas constituidas bajo la forma de patrimonios comunes y autónomos son de características iguales.

En efecto, dada la naturaleza y el carácter cerrado de los Fondos de Inversión, resulta cuestionable la conveniencia de permitir la emisión de distintas clases de cuotas de participación que otorguen a sus titulares distintos derechos aunque ciertamente podrían presentarse algunos casos que justifiquen la existencia de distintas clases de cuotas.

La Ley No. 27641 ha mantenido la posibilidad de emitir varias clases de cuotas de participación de un mismo Fondo con distintos derechos para cada clase, introduciendo la necesidad de que CONASEV autorice previamente dicha emisión.

(10) Las modificaciones a la LFI fueron planteadas inicialmente en un Proyecto de Ley contenido en el antes mencionado Documento de Trabajo *Acceso al Financiamiento a través del Mercado de Valores* publicado por el Ministerio de Economía y Finanzas y que fuera presentado al Congreso por el Presidente de la Comisión de Economía del Congreso. La Ley No. 27641, aprobada dos legislaturas después, recoge casi en su totalidad las modificaciones a la LFI sugeridas en dicho Proyecto de Ley.

(11) A pesar de haber sido derogado, en nuestros comentarios haremos referencia a las disposiciones que, sobre los temas a exponer, contenía el NRFI.

En todo caso, aun cuando no creemos que esta posibilidad sea utilizada en forma recurrente, debe reconocerse que en este aspecto la LFI ha optado por una posición flexible, sin prohibir la emisión de distintas clases de cuotas pero sujetando tal emisión a la autorización previa de CONASEV, con el fin de evitar que este mecanismo pueda ser utilizado para beneficiar a algunos inversionistas en detrimento de otros.

5.1.3 Derecho de separación.

Como hemos señalado, los Fondos de Inversión son -a diferencia de lo que ocurre con los Fondos Mutuos- de carácter cerrado. En otras palabras, los partícipes de un Fondo de Inversión no tienen el derecho de rescatar las cuotas antes de la liquidación del Fondo.

El artículo 3 de la LFI ha introducido una excepción a esta regla: el ejercicio del derecho de separación por parte de los partícipes del Fondo en los casos previstos por las normas generales que dicte CONASEV.

Recogiendo el derecho de separación previsto para los accionistas de una sociedad anónima, la LFI ha considerado que -así como los accionistas de una sociedad anónima- los partícipes de un Fondo de Inversión deben contar con el derecho de exigir, si así lo desean, el reembolso de su inversión ante determinadas circunstancias tales como, por ejemplo, las modificaciones sustanciales al Reglamento de Participación del Fondo⁽¹²⁾.

A modo de referencia, cabe mencionar que el NRFI⁽¹³⁾ regula los supuestos que origina para los partícipes el derecho de separación del Fondo, entre los que destacan:

a) La modificación, por parte de la Asamblea General, del Reglamento de Participación en aspectos referidos a la política de inversiones, el incremento de las comisiones o gastos del Fondo, el aumento en el límite de endeudamiento del Fondo, la modificación del plazo de duración del Fondo, la política de distribución de utilidades así como cualquier otro aspecto fundamental a criterio de CONASEV⁽¹⁴⁾; y,

b) El acuerdo de la Asamblea General de efectuar inversiones en activos de propiedad de entidades vinculadas a la gestión del Fondo.

La regulación del derecho de separación en los Fondos de Inversión debe tomar en cuenta las diferencias existentes entre un Fondo de Inversión y una sociedad anónima y, por consiguiente, no puede ser una simple copia de las normas previstas a este respecto por las normas societarias.

Un aspecto importante que debe ser tomado en cuenta al regular el derecho de separación en los Fondos de Inversión es el relativo al pago de las cuotas que sean redimidas por los partícipes de un Fondo en ejercicio del derecho de separación.

A diferencia de las sociedades anónimas, los Fondos de Inversión -o, por lo menos, algunos Fondos de Inversión como los Fondos de Capital Riesgo- no disponen usualmente de recursos líquidos para atender el reembolso de las cuotas redimidas y, adicionalmente, al haber efectuado inversiones a mediano o largo plazo, no tienen tampoco la posibilidad de volver líquidas dichas inversiones sin generar un perjuicio para los propios partícipes como consecuencia de haber obtenido un menor retorno al esperado en la venta de la inversión⁽¹⁵⁾.

A este respecto, el NRFI establece que los pagos a los partícipes que hacen uso del derecho de separación deben efectuarse, en primer término, con cargo a los recursos líquidos del Fondo y, si el Fondo no dispone de recursos líquidos, deberán ser asumidos temporalmente por la SAFI con cargo a sus propios recursos para posteriormente efectuar los cobros correspondientes al Fondo.

En nuestra opinión, obligar a la SAFI a efectuar -aun cuando sea en forma temporal- el pago de las cuotas redimidas por los partícipes que ejerzan el derecho de separación es una carga demasiado gravosa para las sociedades administradoras, más aun si se toma en cuenta que los hechos que originan el derecho de separación no son atribuibles en la mayoría de casos a la SAFI, y podría perjudicar a los propios partícipes del Fondo.

(12) El Reglamento de Participación es, en buena cuenta, el "Estatuto" que establece las reglas para el funcionamiento de un Fondo de Inversión.

(13) Como hemos señalado, el NRFI entraría en vigencia, en principio, el 1 de junio, pero tenemos entendido que CONASEV se encuentra preparando un nuevo Reglamento que reemplazaría al NRFI incluso antes que éste entre en vigencia.

(14) Entendemos que, de acuerdo a lo establecido en la LFI, CONASEV tendría que establecer previamente y mediante norma de carácter general cuáles son estos "otros aspectos fundamentales" que, a su criterio, originan el derecho de separación de los partícipes de un Fondo.

(15) Piénsese, por ejemplo, en un Fondo de Capital Riesgo que invierta en acciones de pequeñas y medianas empresas con el objetivo de, a mediano o largo plazo, darles un mayor valor y vender su paquete accionario obteniendo así un atractivo retorno. De verse obligado el Fondo a vender su paquete accionario antes de lo previsto, es muy probable que no solamente no se obtenga el retorno esperado sino que ni siquiera se pueda recuperar la inversión inicial.

Así, podrían presentarse situaciones en las cuales, los montos que deba pagar una SAFI por la redención de las cuotas sean tan altos que dicho pago ponga en peligro la estabilidad económica y financiera de la SAFI.

Adicionalmente, la SAFI tendría perversos incentivos para liquidar las inversiones del Fondo antes de lo previsto a efectos de hacerse cobro de las sumas que asumió para el pago de las cuotas redimidas, aun cuando ello signifique que el retorno de la inversión sea menor al que se hubiera obtenido de haberse esperado el plazo inicialmente considerado para liquidar la inversión. Ello, evidentemente, iría en detrimento de los partícipes del Fondo que no ejercieron su derecho de separación.

Una alternativa a evaluar para resolver esta situación sería permitir que, si el Fondo no cuenta con recursos líquidos, el pago de las cuotas redimidas sea efectuado con las inversiones del Fondo, en forma proporcional a la participación de los titulares de cuotas que hayan ejercido su derecho de separación.

De esta manera, ni la SAFI ni los partícipes que no ejerzan el derecho de separación se verían perjudicados y los partícipes que ejercieron dicho derecho recibirían parte de los activos en los cuales el Fondo hubiera invertido sus recursos⁽¹⁶⁾.

En todo caso, sería conveniente que se dejara al Reglamento de Participación de cada Fondo la determinación de los mecanismos para el pago de las cuotas redimidas en ejercicio del derecho de separación de acuerdo con la naturaleza y características del Fondo, siempre dentro de un marco flexible que establezca la CONASEV con el propósito de evitar que se perjudique a ciertos inversionistas.

5.1.4 Suscripción de cuotas.

5.1.4.1 *Aportes no dinerarios.*

El nuevo texto del inciso a) del artículo 5 de la LFI precisa que el aporte de los inversionistas al Fondo puede efectuarse en efectivo o mediante aportes no dinerarios.

Resulta conveniente que se haya aclarado que la suscripción de cuotas de participación de un Fondo pueda hacerse tanto mediante aportes dinerarios como a través de aportes no dinerarios. Piénsese, por ejemplo, en inversionistas que no cuenten con efectivo pero sí, por ejemplo, con acciones u otros bienes que podrían aportar al Fondo en calidad de pago por la suscripción de cuotas de participación.

La LFI establece que el aporte de bienes no dinerarios se regirá por las disposiciones generales que dicte CONASEV. En efecto, es necesario que se establezcan los mecanismos de valorización de tales aportes como ocurre con los aportes no dinerarios al capital de una sociedad anónima.

Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que el Reglamento de Participación de cada Fondo de Inversión debería decidir si, respecto de dicho Fondo, cabe la posibilidad de suscripción de cuotas mediante aportes no dinerarios.

5.1.4.2 *Pago de las cuotas suscritas.*

Un aspecto que no ha sido contemplado específicamente por la LFI pero sí ha sido regulado, en nuestra opinión en forma equivocada, por el NRFI es el relativo al pago de las cuotas suscritas.

Como se sabe, en el caso de las sociedades anónimas, el pago de los dividendos pasivos (la porción suscrita y no pagada de cada acción, que no puede exceder del 75 por ciento) debe ser efectuado por los accionistas en los plazos y condiciones establecidos en el acuerdo de constitución de la sociedad o en el acuerdo de aumento de capital, según sea el caso.

Sin embargo, la LFI guarda silencio respecto de la forma y condiciones para el pago de las cuotas de participación de un Fondo que han sido suscritas por los inversionistas.

Sobre el particular, el artículo 26 del RFI permite, si bien es cierto solamente para los Fondos de Inversión Directa⁽¹⁷⁾, que la SAFI celebre “compromisos de suscripción” con los partícipes de un Fondo a efectos que las cuotas sean pagadas en plazos mayores al de colocación⁽¹⁸⁾ dentro del plazo

(16) Ciertamente esta alternativa no solucionaría todas las situaciones dado que existen Fondos en los que no sería posible “dividir” las inversiones a efectos de pagar las cuotas redimidas.

(17) El RFI clasifica los Fondos de Inversión, de manera demasiado rígida, en tres modalidades: Fondos de Inversión Mobiliaria, Fondos de Inversión en Desarrollo de Empresas y Fondos de Inversión Directa, estableciendo límites de inversión distintos para cada modalidad. El NRFI supera esta clasificación y divide los Fondos de Inversión en Fondos Diversificados y Fondos No Diversificados. Ver al respecto, en 5.1.7 nuestros comentarios sobre los criterios de diversificación establecidos por la LFI y el NRFI.

(18) El plazo de colocación de las cuotas de participación de los Fondos de Inversión es de nueve (9) meses prorrogables por otros nueve (9) meses a petición de parte.

máximo que establezca el Reglamento de Participación del Fondo⁽¹⁹⁾.

Sin embargo, el NRFI limita la posibilidad que el Reglamento de Participación de cada Fondo determine la forma de pago de las cuotas suscritas por los inversionistas de acuerdo con las características y necesidades de cada Fondo.

El artículo 52 del NRFI establece que el Reglamento de Participación determinará todas las características de las cuotas del Fondo, entre ellas las condiciones de pago de las cuotas.

Aparentemente, esta disposición permitiría que los Fondos de Inversión puedan utilizar el mecanismo de “compromisos de suscripción” (*capital commitments*) que son típicamente usados, por ejemplo, por los Fondos de Capital Riesgo, entre otras modalidades de Fondos de Inversión⁽²⁰⁾.

En efecto, por su naturaleza, los Fondos de Capital Riesgo no invierten en forma inmediata los recursos del Fondo, aportados por los partícipes, sino que llevan a cabo las inversiones en un plazo de dos a tres años, tiempo durante el cual se identifican y evalúan las oportunidades de inversión y las estrategias de desinversión.

En consecuencia, este tipo de Fondos no requieren contar, al momento de la suscripción de las cuotas, con los recursos producto del aporte de los partícipes. Dichos recursos serán “necesarios” solamente en la medida que se identifiquen las inversiones a realizar y el Comité de Inversiones decida efectuar la inversión⁽²¹⁾.

Por ello, los Fondos de Capital Riesgo no requieren que los partícipes desembolsen el valor íntegro de las cuotas que suscriben sino que se comprometan a efectuar tal desembolso en la forma y oportunidades que les sean solicitados por la Sociedad Administradora a indicación del Asesor de Inversión del Fondo⁽²²⁾.

Más aun, obligar a estos Fondos a recibir el íntegro de las cuotas suscritas cuando todavía no se han identificado las oportunidades de inversión, supondría necesariamente una gestión de tesorería e inversiones

de corto plazo que no correspondería ser llevada a cabo por un Comité de Inversiones de un Fondo de Capital Riesgo que se encuentra especializado en identificar inversiones de largo plazo atractivas y rentables.

No obstante lo antes expuesto, contradictoriamente el artículo 57 del NRFI establece que el pago de las cuotas debe efectuarse dentro del plazo máximo establecido para la colocación del total de la emisión (es decir, 9 meses prorrogables por otros 9 meses) y, adicionalmente, que la totalidad de las cuotas suscritas deben estar pagadas por lo menos en una cuarta parte.

El plazo máximo de 18 meses fijado por el artículo 57 no se adecúa, por las razones señaladas, a las características de los Fondos de Capital Riesgo y de otro tipo de Fondos de Inversión. Por ello, consideramos que sería conveniente que el Reglamento de Participación de cada Fondo determine, en función de sus características y necesidades, los términos y condiciones para el pago de las cuotas suscritas por los inversionistas.

Por las mismas consideraciones debería eliminarse la exigencia de pago mínimo de la cuarta parte de la totalidad de las cuotas suscritas.

5.1.5 Garantías.

A diferencia de lo que ocurría con las normas que regulan los Fondos Mutuos, antes de la dación de la Ley No. 27641 ni la LFI ni tampoco el RFI exigían a las SAFI's la constitución de garantía en relación con los Fondos de Inversión que administraban.

Sobre la base del Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras, aprobado por Resolución CONASEV No. 026-2000-EF/94.10, la LFI ha incorporado un régimen de garantías a ser otorgadas por la SAFI a favor de CONASEV en respaldo de los compromisos contraídos con los partícipes de cada Fondo que administre.

La LFI establece que CONASEV deberá fijar el porcentaje mínimo de la garantía⁽²³⁾, la misma que podría adoptar las siguientes modalidades: (i) depósito

(19) Así, por ejemplo, el Fondo de Inversión para Concesiones en Infraestructura en el Perú, estructurado por el Banco Wiese Sudameris, utiliza el mecanismo de compromisos de suscripción.

(20) Aun cuando para fines expositivos nos vamos a referir a los Fondos de Capital Riesgo, el razonamiento que sustenta la necesidad de permitir los pagos parciales de las cuotas suscritas es de aplicación también a otras clases de Fondos de Inversión.

(21) Los Fondos de Inversión deben contar con un Comité de Inversiones. Este Comité es un órgano colegiado responsable por todas las decisiones de inversión y desinversión del Fondo.

(22) Los Fondos de Capital Riesgo, así como otras clases de Fondos de Inversión, cuentan en muchos casos con un Asesor de Inversión distinto a la SAFI. Así, mientras el Asesor de Inversión se especializa en la identificación y evaluación de las oportunidades de inversión y desinversión sobre las cuales el Comité de Inversiones adopta la decisiones de inversión, la SAFI desarrolla las labores operativas y administrativas del Fondo.

(23) El NRFI establece que la garantía no puede ser inferior a tres cuartos por ciento (3/4 por ciento) del patrimonio de cada Fondo que administre una SAFI.

bancario, (ii) carta fianza bancaria y, (iii) pólizas de caución de compañías aseguradoras.

Las principales causales de ejecución de la indicada garantía, según la LFI, son: (i) el incumplimiento por parte de la SAFI de las obligaciones con los partícipes, (ii) perjuicio al Fondo como consecuencia del dolo o negligencia de la SAFI en el desarrollo de sus actividades, (iii) el pago de los liquidadores si la SAFI o el Fondo ingresan en un proceso de liquidación y la SAFI no tiene recursos para tal fin y, (iv) otras que establezca CONASEV.

5.1.6 Participación máxima.

La Ley No. 27641 ha flexibilizado los límites que establece la LFI respecto de la participación máxima por partícipe en un Fondo de Inversión.

El texto anterior de la LFI señalaba que ninguna persona natural o jurídica podía ser partícipe de más del 25 por ciento del patrimonio de un Fondo; en otras palabras, se requería un mínimo de cuatro partícipes en cada Fondo⁽²⁴⁾. Ahora, dicho límite máximo ha sido incrementado a un tercio del patrimonio del Fondo de manera que resultan suficientes tres partícipes para poder constituir un Fondo.

Asimismo, en el caso de los partícipes fundadores⁽²⁵⁾, la norma actual permite que se exceda el límite antes indicado durante los primeros tres años de operaciones del Fondo, debiendo disminuirse en forma progresiva las participaciones hasta adecuarse al límite general de acuerdo a un plan de venta que se ajuste a las disposiciones del Reglamento de Participación del Fondo y las normas general dictadas por CONASEV. Dicho plazo, en la norma modificada, era de solamente seis meses.

5.1.7 Criterios de diversificación.

El texto original del artículo 29 de la LFI establecía, de forma por cierto rígida, que los Fondos de Inversión debían necesariamente sujetarse a dos criterios de diversificación:

- a) La inversión en valores emitidos o garantizados por una misma persona jurídica no podía exceder del 25 por ciento del activo total del Fondo; y,
- b) La inversión, directa o indirecta, en un bien o en derechos sobre el mismo no podían exceder del 50 por ciento del activo total del Fondo.



El propio artículo 29, sin embargo, estableció que por Decreto Supremo refrendado por el Ministerio de Economía y Finanzas podían modificarse dichos criterios y porcentajes de diversificación y, asimismo, establecer criterios distintos en función de las características de cada Fondo.

Mediante Decreto Supremo No. 129-2000-EF se flexibilizan dichos criterios con el fin de que los Fondos de Inversión “puedan aprovechar mayores alternativas de inversión”. Así, los límites máximos porcentuales antes indicados fueron incrementados de 25 por ciento a 33 por ciento, en el caso de valores emitidos o garantizados por una misma persona, y de 50 por ciento a 75 por ciento en el caso de inversión en un bien o en derechos sobre el mismo.

A pesar del incremento de los límites, resultaba claro que los criterios de diversificación establecidos por la LFI impedían la flexibilidad requerida para la estructuración de Fondos de Inversión. Así, por ejemplo, no podía constituirse un Fondo de Inversión destinado a invertir el íntegro de sus recursos en un proyecto de infraestructura de gran envergadura.

(24) Así, por ejemplo, un Fondo de Inversión dirigido a las AFP's, como los principales inversionistas institucionales, habría requerido que las cuatro AFP's que operan en el mercado opten por participar del Fondo.

(25) Como en el caso de los accionistas fundadores en una sociedad anónima, los partícipes fundadores son aquellos que suscriben cuotas de participación del Fondo en la oferta primaria.

Los criterios de diversificación de las inversiones de un Fondo deben ser establecidos, con amplia libertad, pero de manera clara y precisa en el Reglamento de Participación. De esta forma, se revela a los potenciales inversionistas la política de inversiones del Fondo y serán aquellos quienes, luego de evaluar la política propuesta, decidirán participar o no el Fondo. El establecimiento de límites por parte de la regulación estatal -que, evidentemente, no puede fijar reglas para cada tipo de Fondo- crea rigideces innecesarias que entorpece el desarrollo de los Fondos de Inversión, más aun cuando dichos límites están fijados en una norma con rango de ley.

En esta línea, el nuevo texto del artículo 29 de la LFI ha establecido, de manera adecuada, que será el Reglamento de Participación de cada Fondo el que determine los criterios de diversificación de inversiones, en función de las características y necesidades de cada Fondo. No obstante, se ha dejado abierta la posibilidad para que CONASEV establezca, mediante normas de carácter general, criterios de diversificación en función de las características particulares de cada Fondo.

El NRFI, en su artículo 43, dispone a este respecto que, atendiendo al grado de diversificación de sus inversiones, los Fondos de Inversión pueden ser diversificados o no diversificados, debiendo el Reglamento de Participación de cada Fondo señalar esta condición.

Si el Fondo es diversificado, el NRFI establece que serán de aplicación dos criterios de diversificación, que son los mismos que contenía el derogado Decreto Supremo No. 129-2000-EF. Por el contrario, si el Fondo es no diversificado, las inversiones se sujetarán exclusivamente a lo señalado en el Reglamento de Participación respectivo, siendo posible incluso que inviertan la totalidad de su patrimonio en un solo activo.

En términos generales, consideramos que la Ley No. 27641 constituye un avance en la regulación de los Fondos de Inversión en el Perú, habiéndose flexibilizado ciertas disposiciones de la LFI que, por ser demasiado rígidas, podían obstaculizar el desarrollo de esta industria en nuestro país.

Sin embargo, existen aún algunos temas regulatorios pendientes -como, por ejemplo, el ejercicio del derecho de separación y el tratamiento de los compromisos de suscripción⁽²⁶⁾- que deben ser estudiados a profundidad a efectos de establecer las

soluciones legales más adecuadas en las normas reglamentarias que viene preparando CONASEV.

5.2 El problema del régimen fiscal del Impuesto a la Renta en los Fondos de Inversión.

El actual tratamiento tributario de los Fondos de Inversión desalienta la participación de los Fondos de Pensiones y otros sujetos exentos del Impuesto a la Renta en estos vehículos de inversión. Seguidamente pasamos a explicar esta situación.

De acuerdo al Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta (LIR), aprobado por Decreto Supremo No. 054-99-EF, los Fondos de Inversión son considerados personas jurídicas y, por consiguiente, contribuyentes del Impuesto a la Renta.

En consecuencia, los Fondos de Inversión se encuentran sujetos a las obligaciones formales y sustanciales que se imponen a los contribuyentes del Impuesto a la Renta y, al final del ejercicio, deben determinar la renta neta imponible y calcular y pagar el impuesto respectivo aplicando la tasa correspondiente.

Ahora bien, los beneficios que el Fondo distribuya entre los partícipes, deducido el Impuesto a la Renta pagado por el Fondo, reciben el mismo tratamiento que los dividendos y, por consiguiente, no están sujetos al pago del impuesto en cabeza de los partícipes por no considerárseles renta gravable.

Aparentemente, la solución legislativa por la que ha optado la LIR sería adecuada. El Fondo es el contribuyente del Impuesto a la Renta mientras que los beneficios que se distribuyan entre los partícipes no se encuentran gravados con dicho tributo. No se produciría, pues, un supuesto de doble imposición sobre una misma renta.

Sin embargo, ¿qué sucede, por ejemplo, con los Fondos de Pensiones administrados por las AFP's que, como hemos mencionado anteriormente, son los inversionistas institucionales más importantes en el mercado de valores doméstico?

Los Fondos de Pensiones se encuentran, conforme a la ley de la materia, exonerados de todo tributo creado o por crearse y, en consecuencia, no se encuentran sujetos al pago del Impuesto a la Renta por las ganancias y demás beneficios que se deriven de sus inversiones.

No obstante, si un Fondo de Pensiones invierte en un Fondo de Inversión, el Impuesto a la Renta que debe

(26) Asimismo, la regulación reglamentaria debe tener en cuenta que, por ejemplo, los Fondos de Capital Riesgo tienen características particulares que difieren de otros Fondos de Inversión por lo que, si la regulación no es lo suficientemente flexible como para considerar estas diferencias, podría constituirse en una traba al desarrollo de esta industria en nuestro país.

pagar este último afecta indirectamente al Fondo de Pensiones disminuyendo la rentabilidad de la inversión. Ante este escenario, probablemente el Fondo de Pensiones preferirá invertir directamente sus recursos antes que canalizarlos a través de Fondos de Inversión dado que, en el primer caso, no estará gravado por el Impuesto a la Renta mientras que, en el segundo, en forma indirecta se verá afectado por el impuesto a ser pagado por el Fondo de Inversión.

Así como sucede con los Fondos de Pensiones, otras entidades exoneradas o inafectas del Impuesto a la Renta⁽²⁷⁾ también encontrarán más rentable efectuar inversiones directas antes que adquirir cuotas de participación en Fondos de Inversión.

El régimen del Impuesto a la Renta no es, pues, neutral puesto que fomenta las inversiones directas de los Fondos de Pensiones y otras entidades exentas mientras que desalienta la utilización de vehículos de inversión que, como los Fondos de Inversión, podrían generar importantes beneficios para el mercado de valores y la economía del país en su conjunto.

Esta situación, evidentemente, origina un costo tributario que desfavorece el desarrollo de los Fondos de Inversión en el Perú. Por ello, como ya ha sido señalado por el propio Ministerio de Economía y Finanzas⁽²⁸⁾, resulta indispensable modificar el régimen fiscal de los Fondos de Inversión de manera que sean los partícipes, y no el Fondo de Inversión, quienes -en función de su situación particular⁽²⁹⁾- calculen y paguen el Impuesto a la Renta derivado de los beneficios y ganancias que les correspondan. En otras palabras, los contribuyentes del Impuesto a la Renta deben ser los partícipes y no el Fondo de Inversión.

De esta manera, las entidades exoneradas como los Fondos de Pensiones podrán optar por efectuar inversiones directas o a través de Fondos de Inversión

en función de estrictos criterios de rentabilidad y diversificación y sin que en el proceso de decisión interfieran elementos externos de distorsión como son los que introduce el régimen fiscal vigente.

6 Conclusión.

El desarrollo de los Fondos de Inversión puede contribuir, sin duda, a generar nuevas alternativas de inversión principalmente para los inversionistas institucionales que, como sucede con los Fondos de Pensiones, incrementen día a día sus recursos disponibles y, por ende, su demanda de inversión pero, en contrapartida, no cuentan actualmente con una oferta de instrumentos que satisfaga tal demanda.

Adicionalmente, algunos tipos de Fondos de Inversión como los Fondos Capital Riesgo pueden constituirse en vehículos que canalicen los recursos de los inversionistas institucionales hacia sectores que a la fecha no cuentan con un adecuado acceso a fuentes de financiamiento y, menos aun, a capital, como es el caso de la pequeña y mediana empresa.

En este contexto, la regulación de los Fondos de Inversión tiene la difícil tarea de ser lo suficientemente flexible como para permitir la estructuración de Fondos que respondan a características y necesidades particulares, sin que ello signifique olvidar la función de protección al inversionista y al mercado que subyace el propio concepto de regulación.

Las modificaciones introducidas a la LFI por la Ley No. 27641 son, sin duda, un avance en esta tarea que debe ser complementado por las normas reglamentarias que dicte CONASEV y, sobre todo, por la modificación del régimen fiscal vigente que desalienta la participación de los Fondos de Pensiones en Fondos de Inversión. ☞

(27) Piénsese, por ejemplo, en fundaciones exoneradas del Impuesto a la Renta.

(28) Documento de Trabajo *Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores: Resultado de la Consulta Ciudadana*. p. 24.

(29) Es decir, dependiendo de si los partícipes se encuentran afectos, inafectos o exonerados del Impuesto a la Renta.