



Latin American Private Equity & Venture Capital Association

---

Cesar Ernaú  
Intendente de Supervisión de Inversiones  
Superintendencia de Banca y Seguros, Peru

January 5, 2015

Dear Mr Ernaú:

I am writing on behalf of LAVCA and our member firms in response to the pre-publication of the “Proyecto De Resolución Que Modifica El Marco Normativo Aplicable a las Inversiones De Los Fondos Administrados Por Las AFP”.

As you know from our many years of direct interaction on matters governed by the Peruvian SBS, including our most recent meeting in Lima on July 8, 2014, LAVCA takes a keen interest in the evolution of regulation that will affect the commitments of Peruvian institutional investors to private equity funds, both those based in Peru as well as international firms.

LAVCA’s overarching goal in these interactions is to promote the adoption of practices and regulation already in place in mature private equity markets. We also aim to ensure that regulation reflects the distinct, long-term nature of private equity as an asset class, as differentiated from liquid strategies pursued by mutual funds or hedge funds.

Upon careful review of the current SBS project in collaboration with LAVCA member firms, industry experts, and members of the association’s Public Policy and Global Standards Council, we have concluded that several of the articles in the proposed regulation are not consistent with rules and best practices in place in other markets, and are not supported by guidelines published by the Institutional Limited Partners Association (ILPA).

If approved as currently drafted, the rules and requirements included in the modifications proposed by the SBS represent an important impediment to future commitments by Peruvian institutional investors to private equity funds.

To that end, LAVCA will carefully review the final regulation approved by the SBS in advance of the publication of the 2015 LAVCA Scorecard to consider changes to the score allocated to Peru on the indicator specific to “Restrictions on local institutional investors investing in PE/VC”.

I am submitting this letter alongside a set of specific recommendations for changes to the draft project; it is LAVCA’s estimation that the proposed changes would remove impractical requirements while still allowing for transparency and careful due diligence by Peruvian institutional investors as they make new commitments to private equity funds.

Kind regards,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'C. Ambrose', with a long horizontal flourish extending to the right.

Cate Ambrose  
President and Executive Director  
Latin American Private Equity & Venture Capital Association

**Comentarios al proyecto de reforma regulatoria “CAPITULO XIX CALIFICACIÓN Y CLASIFICACIÓN DE RIESGO DE LAS INVERSIONES DE LOS FONDOS DE PENSIONES”**

**“Cuotas de participación de fondos mutuos alternativos**

**Artículo 9º.-** Los fondos mutuos alternativos son aquellos cuyas políticas de inversión y normativa que regula su funcionamiento, sustenten que su estrategia de inversión corresponde a Venture Capital Fund, Private Equity Fund, Real Estate Fund, Hedge Fund y Commodity Fund.

Artículo	Descripción	Propuesta de corrección o cambio	Por qué?
<b>Preámbulo</b>	La AFP puede invertir en este tipo de fondos siempre que estos cumplan con los siguientes requisitos:	La AFP puede invertir en este tipo de fondos siempre que haga esfuerzos comercialmente razonables para cumplir los requisitos adjuntos. Reconocemos que la decisión de inversión en un fondo mutuo alternativo requiere un análisis de la oportunidad y ponderación de riesgos, y que existen otros esquemas de compromiso o mitigantes que permiten a la AFP verificar la existencia permanente de un alineamiento de intereses entre los partícipes.	
<b>9.III.b)</b>	<b>Sub-Fondos</b> Las inversiones realizadas a través de sub-fondos, constituidos por la sociedad administradora o a partir de políticas de inversión diferenciadas como resultado de negociaciones o contratos privados así como de las realizadas a través de estructuras que contemplen vehículos intermedios, deben cumplir, de manera individual, con los límites y normativa correspondiente a un fondo de inversión.	<b>Sub-Fondos</b> Las inversiones realizadas a través de sub-fondos (feeder funds y AIVs), constituidos por la sociedad administradora o a partir de políticas de inversión diferenciadas como resultado de negociaciones o contratos privados así como de las realizadas a través de estructuras que contemplen vehículos intermedios, deben cumplir, de manera individual, con los límites y normativa correspondiente a un fondo de inversión.	Por favor agregar una definición de sub-fondos.

<p><b>9.IV.b)</b></p>	<p><b>Fondos Sucesores</b>  La sociedad administradora no puede iniciar y administrar un nuevo fondo con objetivos de inversión similares al fondo actualmente administrado, mientras no se haya invertido más del 75% del capital comprometido.</p>	<p><b>Fondos Sucesores</b>  La sociedad administradora no podrá iniciar y administrar un fondo con los mismos objetivos de inversión al fondo actualmente administrado, mientras (i) no se haya invertido, comprometido para inversiones, reservado para inversiones subsiguientes del portafolio, o destinado para cubrir gastos del fondo más del 75% del tamaño del fondo, o (ii) antes de acabarse el periodo de inversiones, lo que suceda primero.</p> <p>En el caso el fondo estuviese diseñado como un programa anual, la sociedad administradora no podrá iniciar y administrar un fondo con los mismos objetivos de inversión al fondo actualmente administrado, mientras (i) no se haya invertido, comprometido para inversiones, reservado para inversiones subsiguientes del portafolio, o destinado para cubrir gastos del fondo más del 50% del tamaño del fondo, o (ii) antes de acabarse el periodo de inversiones, lo que suceda primero.</p>	<p>Un Gestor puede estar listo para administrar un fondo sucesor significativamente antes de que el fondo predecesor esté invertido en su totalidad. En muchas circunstancias, el fondo realiza compromisos contractuales con años de antelación, por ejemplo, para inversiones escalonadas en partes o para futuras comisiones y gastos. Además, en algunas ocasiones el gestor reserva capital a su discreción para adquisiciones subsiguientes, reducción de la deuda u otras inversiones relevantes. Luego de incluir estos compromisos y reservas, el fondo predecesor será incapaz de realizar nuevas inversiones. Una firma bien organizada y con un buen equipo de inversiones, no tendrá ningún problema en realizar nuevas inversiones a través de un fondo sucesor sin generar preocupaciones al fondo predecesor.</p> <p>Esta limitación sobre fondos sucesores, no debe interpretarse o aplicarse para limitar al gestor de iniciar otros fondos o cuentas segregadas con objetivos de inversión similares dentro de un límite adecuadamente definido para una estrategia de inversión específica. Una organización dotada de un buen personal con amplia experiencia en la industria de capital privado es capaz de invertir simultáneamente con éxito múltiples fondos/clientes en una estrategia sujeta a un límite, que generalmente es significativamente mayor al tamaño de un solo fondo.</p> <p>En el caso de los programas de fondos</p>
-----------------------	--	---	--

			<p>anuales, un mínimo inferior de 50% del capital invertido, comprometido o reservado es prudente, ya que estos productos tienen un plazo de inversión mucho más corto por diseño. Un requerimiento más alto desafiaría las metas de diversificación y rentabilidad de los fondos en el programa de la serie anual.</p>
9.IV.d)	<p><b>Gastos</b> Respecto a los gastos, se debe establecer límites a los gastos organizacionales, operativos y extraordinarios, así como indicar qué contraparte asume cada tipo de gastos (sociedad administradora o gestora y partícipes).</p>	<p><b>Gastos</b> Los gastos organizacionales deben tener límite, usualmente definido en dinero o como porcentaje del capital comprometido al Fondo. Adicionalmente se debe definir qué contraparte los asume. Los gastos operativos del fondo, de acuerdo a su definición en los documentos oficiales, deben ser pagados por el fondo.</p>	<p>Establecer un límite a los gastos operativos y extraordinarios no es una práctica aplicada en la industria de fondos de capital privado a nivel mundial, ya que son impredecibles y pueden estar fuera del control de gestor (ejemplo: demandas y procesos judiciales). La compensación al gestor a través de una comisión de éxito (Carried Interest) alinea los incentivos, ya que el gestor debe retornar al inversionista todo el capital invertido al igual que los gastos y comisiones (fees), antes de ser elegible para la comisión de éxito. Además la alineación de intereses también se observa en la estructura de la organización. Es importante conocer si el gestor es una firma independiente enfocada únicamente en la administración de capital privado, si la firma tiene o no una casa matriz o entidad afiliada y si desempeña otras actividades diferentes a la administración del capital privado, situaciones que pudieran dar lugar a un potencial conflicto de interés.</p>

<p><b>9.IV.l)</b></p>	<p><b>Compromiso del Gestor</b>  La sociedad administradora debe mantener un monto mínimo de al menos 1% compromiso de inversión en efectivo u otros esquemas de compromiso que permitan a la AFP verificar la existencia permanente de un alineamiento de intereses con los partícipes para una determinada estrategia de inversión. En ningún caso, el compromiso de inversión puede ser realizado a través de una reducción de comisiones o con cargo a futuras distribuciones.</p>	<p><b>Compromiso del Gestor</b>  La sociedad administradora debe mantener un monto mínimo de al menos 1% del compromiso de inversión en efectivo u otros esquemas de compromiso que permitan a la AFP verificar la existencia permanente de un alineamiento de intereses con los partícipes para una determinada estrategia de inversión.</p>	<p>Como lo estipula el proyecto normativo, creemos que existen varios esquemas de compromiso que permiten a la AFP verificar la existencia permanente de un alineamiento de intereses con los partícipes.</p> <p>El compromiso del gestor con cargo a futuras distribuciones, no pone en riesgo la alineación de intereses entre el Gestor y los inversionistas. Este esquema le permite al gestor y sus empleados facilitar el manejo de caja, aspecto crítico para el caso de firmas que manejan varios programas de inversión y con una cantidad representativa de activos bajo administración. El compromiso puede ser y generalmente está acompañado por una garantía personal de los empleados, quienes se comprometen a aportar su porción de compromiso, si hubiese la necesidad de invocar dichas garantías.</p>
<p><b>9.IV.k)</b></p>	<p><b>Ventas en Corto</b>  No pueden realizar ventas en corto.</p>	<p><b>Ventas en Corto</b>  Las ventas en corto están prohibidas cuando son empleadas por motivos especulativos.</p>	<p>Ocasionalmente se utilizan ventas en corto con fines de cobertura, en las transacciones secundarias.</p> <p>Por ejemplo, en la compra de un portafolio secundario, el gestor puede obtener exposición a un pequeño número de acciones en empresas públicas. Una forma de proteger a los inversionistas de las fluctuaciones de las valoraciones en los mercados públicos, es participar en una venta corta hasta que se liquide la posición pública.</p>

<p><b>9.IV.o)</b></p>	<p><b>Comité de Vigilancia</b>  Los partícipes del fondo de inversión deben disponer la conformación de un comité de vigilancia que represente sus intereses, el cual debe: i) ser independiente de la sociedad administradora y de sus vinculadas, ii) pronunciarse respecto de los gastos y comisiones, política de valorización de inversiones, y cumplimiento de la políticas de inversión; iii) no percibir remuneraciones por el ejercicio de sus funciones. El fondo solo debe cubrir los gastos relacionados a la celebración de las asambleas del mismo.</p>	<p><b>Comité de Vigilancia</b>  Los partícipes del fondo de inversión deben disponer la conformación de un comité de vigilancia que represente sus intereses, el cual debe: i) ser en su mayoría independiente de la sociedad administradora y de sus vinculadas, ii) aprobar los lineamientos de valorización de inversiones; iii) no percibir remuneraciones por el ejercicio de sus funciones. El fondo solo debe cubrir los gastos relacionados a la celebración de las asambleas del mismo.</p>	<p>El propósito principal del Comité de Vigilancia es típicamente el aconsejar al gestor sobre la política de valorización de inversiones, así como los potenciales conflictos de interés. En relación a los controles operacionales sobre la empresa, la mejor práctica es pedir que el auditor del fondo revise las comisiones, gastos e inversiones del fondo, para confirmar que las valorizaciones son justas y que el fondo cumple con lo establecido en los documentos oficiales.</p> <p>Además como lo recomiendan las mejores prácticas, el comité de vigilancia contempla en la agenda una sesión exclusiva donde los inversionistas (el LP-in Camera session), sin presencia del gestor, podrán discutir cualquier tema relevante y posteriormente si lo quisieran, puede dar retroalimentación al gestor.</p>
<p><b>9.IV.p)</b></p>	<p><b>Periodo de Inversiones</b>  El periodo de inversión y desinversión deberán encontrarse claramente definidos. Durante el periodo de desinversión no podrán realizarse nuevas inversiones. El periodo de inversión deberá ser como máximo de 6 años.</p>	<p><b>Periodo de Inversiones</b>  El periodo de inversión deberá ser como máximo de 6 años.  Para evitar cualquier duda, una vez transcurrido el período de inversión, el gestor todavía puede hacer inversiones subsiguientes en compañías existentes en el portafolio.</p>	<p>En algunas ocasiones, el gestor debe realizar una inversión subsiguiente en una compañía del portafolio después del fin del periodo de inversión, para maximizar el valor para los inversionistas. Algunas de las razones para realizar un incremento de capital después del periodo de inversión, incluyen pero no se limitan a: la financiación de la empresa hasta que sea vendida, la reestructuración de su deuda, y adquisiciones estratégicas.</p>

<p><b>Anexo III – A Pag. 113</b></p>	<p><b>e.14. AIVs</b> Indicar la política de creación de vehículos de inversión alternativos (AIVs): ... (Indicar las condiciones para su creación, tipo de documentación a ser remitida a las AFP, plazo otorgado a las AFP para su autorización previa, identificación de riesgos, u otros)</p>	<p><b>e.14. AIVs</b> Indicar la política de creación de vehículos de inversión alternativos (AIVs) y la sección relevante en los Documentos Oficiales.</p>	<p>Los gestores de fondos de capital privado comúnmente incluyen en los documentos oficiales (LPA) cláusulas que permiten la creación de AIVs con el fin de estructurar las transacciones de una forma eficiente, proteger a los inversionistas, y optimizar el retorno del fondo.</p> <p>Algunas transacciones requieren un tiempo de respuesta corto, con lo cual, se deben tener mecanismos que le den flexibilidad y agilidad al Gestor. Dadas estas condiciones de mercado, no es posible solicitar autorización previa a que la inversión sea realizada. En muchas ocasiones el tiempo entre la creación de un AIV y la inversión es de menos de 10 días.</p>
--	--	--	---