

# La captación de recursos dinerarios de terceros como forma de financiamiento e informalidad financiera-perspectiva de la SMV y de la SBS

## The raising of funds from third parties as a form of financing and financial informality-the perspective of the SMV and the SBS

**FÁTIMA DE ROMAÑA**

Abogada por la Universidad de Lima.  
Maestría en Administración de Empresas por la  
Universidad de Piura.

**DIEGO MUNARES**

Bachiller en Derecho por la Universidad Nacional  
Mayor de San Marcos.



### SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. El sistema financiero.
- III. La relación simbiótica entre la inclusión e informalidad financiera.
- IV. A manera de conclusión.

## RESUMEN:

En el presente artículo se explora los principales aspectos de la regulación financiera y del mercado de valores, así como su incidencia en la informalidad financiera que tiene como contrapartida a la inclusión financiera. A través de la exposición de casos recientes, se evidencia como la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, y la Superintendencia del Mercado de Valores reprimen los esquemas financieros informales que captan recursos de terceros afectando el interés público y la confianza en el sistema financiero.

**Palabras clave:** Informalidad financiera, inclusión financiera, regulación financiera, intermediación financiera, oferta pública, valores mobiliarios.

## ABSTRACT:

This article explores the main aspects of financial and securities market regulation, as well as its impact on financial informality, which has a counterpart in financial inclusion. Through the exposition of recent cases, it is shown how the Superintendence of Banking, Insurance and AFP, and the Superintendence of the Securities Market repress informal financial schemes that capture resources from third parties, affecting the public interest and confidence in the financial system.

**Keywords:** Financial informality, financial inclusion, financial regulation, financial intermediation, public offering, securities.

*"Una economía sin finanzas es como un cuerpo sin sangre"*

### I. INTRODUCCIÓN

El mercado financiero es una institución esencial y compleja que facilita la coordinación entre agentes superavitarios y deficitarios de recursos financieros a través de un sistema de precios.

Por tal motivo, el financiamiento es un componente esencial para el óptimo funcionamiento de la economía y el desarrollo de un país, no obstante, no todos tienen la posibilidad de acceder a inversiones y/o créditos en el mercado debido a diferentes factores, siendo uno de ellos el alto costo regulatorio de entrada en el mercado financiero peruano.

Como consecuencia, han aparecido diferentes esquemas financieros que pretenden atender a este segmento del mercado a través de diferentes productos financieros que

lindan con la informalidad de sus actividades, conforme a la normativa a nivel legal y reglamentario.

La presente investigación académica tiene como objetivo analizar el alcance de las entidades reguladoras del mercado financiero peruano a fin de determinar cuándo estaríamos frente una actividad financiera informal.

### II. EL SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero es complejo, e incluye a muchos tipos distintos de instituciones financieras del sector privado, incluyendo los bancos, las compañías de seguros, los fondos mutuos, las compañías de finanzas y los bancos de inversión, que en conjunto están fuertemente reguladas por el Estado.<sup>1</sup>

Desde una perspectiva macroeconómica, el mercado se divide en dos:

- a. el mercado real y
- b. el mercado financiero.

1. Mishkin, Frederic. *Moneda, banca y mercados financieros*. Mexico: Pearson Education, 2008.

El primero es aquel fenómeno social espontáneo de intercambio de bienes y servicios, mientras que el segundo consiste en el intercambio de instrumentos financieros; ambos se relacionan a través de la tasa de interés establecida por el Banco Central de cada país.

Desde una perspectiva de política regulatoria, el mercado financiero se puede dividir con respecto al tipo de intermediación que realizan las entidades captadoras de recursos del público, dentro de ellas, tenemos a la intermediación financiera directa e indirecta.

La intermediación financiera indirecta es aquella en la cual la entidad financiera que realiza esta actividad asume el riesgo de crédito con respecto a la colocación de los recursos captados del público a los agentes deficitarios e.g. bancos, financieras, cajas municipales, entre otros.

Por otro lado, la intermediación financiera directa es aquella en la cual la entidad financiera no asume el riesgo de crédito con respecto a la captación de dinero de los agentes superavitarios y la posterior colocación con los agentes deficitarios, por ejemplo: emisores, fondos de inversión, fondos mutuos, etc.

El primer tipo de intermediación se realiza en el mercado de créditos, mientras que el segundo se realiza en el mercado de valores.

El mercado de créditos es donde una entidad financiera capta recursos del público mediante cualquier modalidad a fin de colocar dichos activos financieros como créditos en el mercado, beneficiándose de un *spread* obtenido por la diferencia entre la tasa de interés pasiva otorgada a los superavitarios y la tasa de interés activa obtenida de los agentes deficitarios.

Por otro lado, el mercado de valores es donde se ofrecen instrumentos financieros representados por valores mobiliarios, los cuales son instrumentos jurídicos libremente transferibles y emitidos en masa, los cuales se pueden negociar en mercados organizados o privados.

En ambos segmentos del mercado financiero existe captación de recursos financieros de terceros, actividad que genera efectos jurídicos teniendo como consecuencia inmediata la actuación de la entidad regulatoria competente.

## 1. La regulación financiera

La regulación financiera tiene como principal objetivo preservar la estabilidad del sistema financiero tanto desde una perspectiva institucional como sistémica, a través de diferentes preceptos legales prudenciales y protecciónistas.

Es de esta forma que la regulación en este sistema apareció de manera reactiva a crisis financieras a nivel global con la finalidad de mitigar el riesgo moral, la asimetría de información y los conflictos de intereses entre las entidades financieras y sus usuarios.

Desde la política financiera, existen diferentes modelos regulatorios que han sido implementados en diferentes latitudes, los cuales desarrollaremos a continuación:

### i. El modelo integrado

El modelo integrado tiene como principal característica que la regulación financiera y la supervisión de las entidades las realiza una sola institución típicamente el Banco Central de Reserva o su equivalente funcional. A inicios del siglo XXI, este modelo fue implementado en Reino Unido a través de la descontinuada *Financial Service Authority*.

La principal ventaja del modelo integrado es que todos los recursos necesarios para la supervisión del mercado financiero se encuentran en una misma institución y, por lo tanto, no se requiere crear comités de coordinación para la toma de decisiones, asimismo, permite uniformidad en pronunciamientos por parte del ente regulador lo cual genera predictibilidad en el mercado financiero, además, se evita problemas competenciales entre las entidades reguladoras los cuales son usuales en otro tipo de modelo regulatorio.

Como desventaja, al entregar poderes tan amplios a una entidad reguladora —la política monetaria y macro prudencial— se corre el riesgo de concentración de poder en la toma de decisiones y, por tanto, sin que haya visiones alternativas que enriquezcan un debate constructivo que limitarían el abuso de instrumentos macro prudenciales.

Este modelo es el menos común del mundo y se encuentra en países como Irlanda, República Checa y Singapur.

### ii. El modelo multi agencia

El modelo multi agencia se caracteriza por englobar la participación de diversas entidades administrativas en la regulación y supervisión del sistema financiero; usualmente se incluye al Banco Central en temas afines a la política monetaria y sistema de pagos, así como a una o más comisiones y/o superintendencias especializadas en cada segmento del mercado financiero.

En consecuencia, un factor determinante es la coordinación que deben desempeñar las entidades administrativas reguladoras del sistema financiero, la cual se puede realizar a través de comités y/u otros métodos organizacionales.

En este tipo de modelo se presentan una serie de desafíos en comparación con otros. El principal problema se da con la identificación de riesgos sistémicos debido a la separación de competencias administrativas, legalmente puede que no quede claro el mandato sobre cada competencia. De igual forma, se presenta el problema de duplicidad de criterios en cuanto a la evaluación de riesgos financieros, lo cual generaría poca predictibilidad y seguridad jurídica en el mercado, lo cual puede desincentivar la inversión privada.

Asimismo, en un modelo multi agencia las entidades administrativamente no necesariamente cuentan con toda la información necesaria para la evaluación de determinados asuntos, lo que implica que no se puede tener el flujo de información de forma oportuna, lo

cual dificulta el actuar de cada una de las entidades administrativas.

Por el lado positivo, este modelo regulatorio desconcentra las potestades regulatorias y de policía en varias entidades, lo cual genera que, frente a un mercado financiero oligopólico o de alto grado de concentración, se pueda evitar conflictos de intereses entre el supervisor y el supervisado, lo que en el argot regulatorio se conoce como la captura del regulador.

Este modelo institucional está presente en varios países, tales como Canadá, Corea del Sur, Israel, Líbano y Suiza y, en América Latina, en Chile, Colombia, México, entre otros.

### iii. El modelo *twin peaks*

El modelo *twin peaks* se caracteriza porque la regulación prudencial se encuentra a cargo del Banco Central, mientras que la supervisión del mercado y su rol de protección al consumidor financiero están a cargo de otra entidad administrativa.

Este modelo presenta como una ventaja lograr la concentración, en una institución, de la información y la potestad supervisora para identificar riesgos en el mercado financiero; por ende, no requiere ningún tipo de organización con otras entidades administrativas.

En aquellos países en los que el mercado de valores o las empresas de seguros tienen una dimensión importante y pueden representar una amenaza para la estabilidad del sistema financiero en su conjunto, aún hay necesidad de coordinación para identificar los riesgos en la totalidad del sistema y para tomar decisiones macro prudenciales.

El modelo *twin peaks* prevalece en países como Bélgica, Francia, los Países Bajos y el Reino Unido.

## 2. La regulación del mercado de valores

La regulación es esencial para el desarrollo social de un Estado; algunos lo conciben como sinónimo de la intervención del gobierno en la actividad de los privados.

Es de esta forma que la regulación aparece como factor determinante en la progresiva participación del Estado en la vida económica de los privados, la cual tuvo un papel protagónico que, en su tiempo, ocupaba el Derecho mercantil y civil cuando el sector financiero no era objeto de interés del Estado.

La regulación encierra muy distintos significados, de ahí que ciertos autores vinculados al mundo jurídico y económico han desistido de definirla de manera uniforme debido a que esto dependerá del grado de incidencia que tiene el Estado en el mercado financiero.

En nuestra tradición jurídica, la regulación tiene como fuente formal al Derecho administrativo, mediante la cual el Estado realiza una priorización de intereses con la finalidad de evitar resultados indeseables que se generarían por el fenómeno espontáneo que es el mercado financiero.

En cuanto al mercado de valores, podemos indicar que éste tiene como principal objetivo la protección de los inversionistas y garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes.

Dichos principios se encuentran relacionados entre sí, los cuales ayudan a garantizar la participación de los agentes económicos interesados en mercados justos, eficientes y transparentes.

La protección de los inversionistas tiene como principal vocación cautelarlos frente a prácticas engañosas, fraudulentas y abusivas relacionadas a actos de inversión de recursos financieros.

Por lo tanto, la regulación del mercado de valores utiliza como principal práctica la difusión de la información relevante, oportuna y suficiente a fin de que cada inversionista pueda realizar una correcta toma de decisiones, a

diferencia de la regulación bancaria, que tiene vocación de protección del ahorro por el inadecuado manejo de las instituciones financieras, mientras que la regulación del mercado de valores vela porque los inversionistas adopten decisiones informadas de inversión.

Ello se fundamenta en la hipótesis de los mercados eficientes, desarrollada por Eugene Fama<sup>2</sup>, la cual se basa en el precepto de que los mercados son eficientes, de manera directamente proporcional a la calidad y cantidad de información que exista en estos, lo cual facilita que los agentes económicos, bajo el estándar de razonabilidad exigido, determinen el valor de cada uno de los activos financieros.

Por otro lado, la garantía del funcionamiento transparente, eficiente y justo del mercado de valores se encuentra relacionada con la prevención de prácticas de negociación indebida; en ese sentido, la regulación debe proscribir la utilización de información privilegiada, la manipulación del mercado y otras prácticas de negociación.

La regulación deberá otorgar la confianza a los inversionistas que están accediendo a un mercado justo y transparente con la información suficiente para una correcta formación de precios, entendiéndose a la transparencia como el grado de información sobre la negociación que se pone a disposición del público en tiempo real, ya sea *ex ante* o *ex post* al momento de transacciones con valores mobiliarios.

Finalmente, la regulación del mercado de valores debe prestar atención a los riesgos sistémicos que se pueden materializar por la insolvencia y posterior quiebra de ciertos participantes del mercado de gran alcance que puedan generar toda la afectación del sistema; es por ello que los reguladores deben promover la correcta gestión de los riesgos y asegurar que los requisitos prudenciales —como el establecimiento de capital mínimo

2. Fama, Eugene F. *Efficient capital markets*. Journal of finance, 1970, vol. 25, no 2, p. 383-417.

para ciertos participantes del mercado— puedan absorber las pérdidas generadas y de esta forma limitar la toma excesiva de riesgos.

### 3. Situación nacional

El Perú tiene un modelo regulatorio multi agencia, el cual está conformado esencialmente por cuatro instituciones que se encargan de la política monetaria, regulación de empresas del sistema financiero, el correcto funcionamiento del mercado de valores y la protección del inversionista y del ahorrista.

En primer lugar, encontramos al Banco Central de Reserva del Perú, institución encargada de la política monetaria del país, la regulación y supervisión del sistema de pagos y el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica.

Fue fundado un 9 de marzo de 1922, bajo la denominación de Banco de Reserva del Perú, creado como entidad regulatoria del sistema crediticio, el cual tenía un capital autorizado de dos millones de libras peruanas, dividido en acciones suscritas por los bancos y el público.

Posteriormente, en el año 1931, cambiaría de denominación a lo que conocemos actualmente como el Banco Central de Reserva del Perú, ello como resultado de una serie de recomendaciones establecidas por la misión Kemmerer, la cual había determinado las siguientes falencias de la regulación financiera: exceso de poder de un grupo restringido de intereses económicos, es decir de los bancos; limitación a estos de las operaciones de préstamo y descuentos; impotencia para fijar un cambio estable para la moneda nacional o aportar un fondo de créditos para casos de emergencia; limitaciones de capital; reducida capacidad para resistir las presiones políticas; restricción de las operaciones circunscritas a Lima y sus alrededores, entre otros —Basadre 2006—.

En segundo lugar, se encuentra la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP —en adelante, "SBS"— cuyo objeto es la regulación de entidades del sistema financiero que realizan intermediación indirecta con recursos del público,

entidades que realizan actividades financieras con recursos propios, las compañías de seguros y sus relacionados, y la regulación del sistema previsional privado.

En tercer lugar, la Superintendencia del Mercado de Valores —en adelante, "SMV"— es el organismo técnico adscrito al Ministerio de Economía y Finanzas, el cual tiene como objetivo velar por la eficiencia, integridad y transparencia del mercado a través de distintas técnicas regulatorias que permiten la difusión necesaria de información para la correcta formación de precios.

Finalmente, nos encontramos al Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Propiedad Intelectual —en adelante, "INDECOPI"— que tiene una competencia más acotada como ente fiscalizador y sancionador por infracciones a la regulación financiera que tengan impacto en el consumidor financiero, incluyendo dentro de este concepto tanto al ahorrista como al inversionista.

En vista al tenor de la problemática a resolver en el presente artículo, nos enfocaremos principalmente en la SBS y la SMV.

### III. LA RELACIÓN SIMBIÓTICA ENTRE LA INCLUSIÓN E INFORMALIDAD FINANCIERA

La inclusión financiera tiene tres dimensiones: acceso, uso y calidad. El acceso significa la posibilidad de usar los servicios y los productos de las instituciones del sistema financiero formal o la facilidad con la cual los individuos pueden acceder a los servicios y productos financieros disponibles en las instituciones formales. El uso se refiere a la utilización efectiva de los productos financieros, en cuanto a regularidad y frecuencia, así como también al objetivo con el que se usa el sistema financiero. Finalmente, la calidad se especifica en términos de las características del acceso y el uso —calidad y efectividad—. Esto incluye una variedad de temas, como la adaptabilidad del producto a las necesidades del cliente, la variedad de los servicios financieros, la regulación y la supervisión de los productos, y la regulación y la protección del

consumidor, entre otros.<sup>3</sup> —Cipoletta Tomassian y Matos 2018—.

En el año 2012 se colocó como punto más alto en la agenda internacional de los países que conforman el G20, donde se encuentra incluido el Perú, la implementación de políticas económicas para el desarrollo de la inclusión financiera.

En consecuencia, en el año 2014, se promulgó el Decreto Supremo 029 – 2014 – EF, mediante el cual se creó la Comisión Multinacional de Inclusión Financiera, la cual tiene como finalidad la implementación de la Política Nacional de Inclusión Financiera.

Ahora bien, en el Reporte de Política Nacional de Inclusión Financiera del Perú del primer semestre de 2023, se indica que el acceso al sistema financiero se ha visto fortalecido a través del crecimiento de los canales de atención del sistema financiero, particularmente, por los de bajo costo y la mayor oferta de canales digitales por parte de los proveedores de servicios financieros.

En contrapartida, la falta de inclusión financiera genera un efecto económico en mercados caracterizados por altos costos de entrada, los cuales se materializan en la aparición de un mercado informal que suple la necesidad del sector de la demanda desatendida, a lo cual denominamos informalidad financiera, que aparece en los mercados financieros caracterizados por los siguientes factores:

1. La fuerza monopólica del prestamista sobre el prestatario.
  2. La ausencia de control gubernamental.
  3. Libertad de ingreso y retiro de prestamistas y prestatarios.
  4. La falta de educación financiera.
  5. La segmentación del mercado.
- 
3. Cipoletta Tomassian, Georgina, y Adriana Matos. *Hechos estilizados sobre la inclusión financiera. En La inclusión financiera para la inserción productiva y el papel de la banca de desarrollo*, de Esteban Pérez y Daniel Titelman, 37-57. Santiago de Chile: Naciones Unidas, 2018.

En el Perú nos encontramos ante un mercado de créditos altamente concentrado con orientación oligopólica, lo cual genera que las entidades financieras tengan un alto grado de dominio de mercado y se distorsione el sistema de precios a través de la imposición de altos costos de financiamiento a ciertos prestatarios, los cuales usualmente optan por una alternativa con menores costos, pero no necesariamente con la formalidad y seguridad necesaria.

Por otro lado, nos encontramos con la ausencia de la administración pública en la ejecución de sus facultades de supervisión y fiscalización administrativa, la cual ha sido evidenciado por hallazgos que realizan otras instituciones como el Ministerio Público en casos de estafas y fraudes financieros.

Asimismo, la libertad de ingreso al mercado financiero en el Perú se encuentra limitada por la regulación financiera, generando un alto grado de costo de entrada compuesto por requisitos de capital mínimo, implementación de sistemas de gestión integral de riesgos, infraestructura física, tecnológica, entre otros.

Todo ello conlleva a que, obviando estas barreras legales de acceso al sistema financiero, aparezcan nuevos actores en el mercado financiero de manera informal, ofreciendo mejores rendimientos económicos a costa de la seguridad que podrían generar los mandatos regulatorios del mercado formal.

Con mayor razón, ahora con la tendencia de la innovación financiera a través del cambio del paradigma del mercado mediante herramientas tecnológicas, las denominadas Fintech pretenden satisfacer un sector del mercado desatendido por las empresas tradicionales, pero no necesariamente cumpliendo con los mismos requerimientos regulatorios, lo cual

nos conlleva a parafrasear a Merton H. Miller<sup>4</sup> quien indicaba con mucho acierto que los límites de la innovación financiera se encontraban tanto en la política regulatoria y fiscal del país donde se pretende desarrollar.

Por otro lado, la educación financiera es el desarrollo de la capacidad de administrar idóneamente los recursos financieros mediante la adopción de decisiones informadas y responsables.

Gran parte de los peruanos tiene poco conocimiento y confianza en los mercados financieros y, en consecuencia, suelen utilizar los productos y servicios financieros de manera sub-óptima y/o suelen demandar productos del sector informal, los cuales constituyen, en muchos casos, mecanismos caros y poco fiables para manejar sus finanzas personales.<sup>5</sup>

La educación financiera se constituye en la primera línea de defensa del consumidor financiero, pudiendo servir para disuadir al consumidor de asumir deudas inmanejables, reduciendo la probabilidad de desestabilizar el sector a través del aumento de morosidad originada por la contratación de préstamos por consumidores irresponsables.<sup>6</sup>

Finalmente, la segmentación del mercado, lo cual hace que las empresas que conforman el mercado financiero informal concentren a su público objetivo en los segmentos que no son de interés de las empresas tradicionales del sistema financiero; estos se caracterizan por ser créditos para compra de inventario, personales, para el pago de deudas vencidas en el sistema financiero formal, con garantías mobiliarias sobre objetos de uso personal, de muy corto plazo, entre otros.

## 1. Perspectiva de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

El alcance de la SBS tiene un carácter omnicomprehensivo y extenso en cuanto a las formas de captar recursos financieros, debido a que, a diferencia de la SMV, esta no se encuentra sujeta al principio de legalidad de los valores mobiliarios. Así, el artículo 11 de la Ley 26702 —“LGSF”— señala lo siguiente:

*“Artículo 11º.- Actividades que requieren Autorización de la Superintendencia*

*Toda persona que opere bajo el marco de la presente ley requiere de autorización previa de la Superintendencia de acuerdo con las normas establecidas en la presente ley. En consecuencia, aquélla que carezca de esta autorización, se encuentra prohibida de:*

*1. Dedicarse al giro propio de las empresas del sistema financiero, y en especial, a captar o recibir en forma habitual dinero de terceros, en depósito, mutuo o cualquier otra forma, y colocar habitualmente tales recursos en forma de créditos, inversión o de habilitación de fondos, bajo cualquier modalidad contractual.*

*(...)*

*Se presume que una persona natural o jurídica incurre en las infracciones reseñadas cuando, no teniendo autorización de la Superintendencia, cuenta con un local en el que, de cualquier manera:*

*a) Se invite al público a entregar dinero bajo cualquier título, o a conceder créditos o financiamientos dinerarios; o (...)".*

Según Zunzunegui<sup>7</sup>, se puede prescindir de la forma, pues la finalidad de la norma no es otra que incluir todas las operaciones de recepción

- 
4. Miller, Merton H. *Financial innovation: The last twenty years and the next. Journal of financial and quantitative analysis*, 1986, vol. 21, no 4, p. 459-471.
  5. Banco de la Nación. *Plan nacional de educación financiera*. Lima, Perú. Recuperado de: <http://www.bn.com.pe/inclusion-financiera/archivos/ENIF/plan-nacionaleducacion-financiera-junio2017.pdf>, 2017.
  6. *ibidem*
  7. Zunzunegui, Fernando. *Derecho del mercado financiero*. Vol. 3. Marcial Pons, 2000.

de fondos en cualquier forma que se realicen, siendo las más comunes en el mercado: el depósito, mutuo, préstamo, cesión temporal de activos financieros y otras análogas.

Dentro de la actividad financiera se distinguen tres elementos esenciales: la recepción de fondos reembolsables del público —operaciones pasivas—, la concesión de crédito —operaciones activas— y la vinculación con las mismas.

En ese sentido, conforme al Informe 01 – 1997 - Legal, relacionado con la empresa de inversiones Pignus, la cual se dedicaba a la colocación de créditos pignoraticios y que se financiaba a través de contratos de mutuo, la SBS indica que, conforme a la LGSF, la intermediación financiera es definida como *"la actividad habitual consistente en la captación de fondos, bajo cualquier modalidad, y su colocación en forma de créditos o inversiones"*.

Asimismo, un factor importante que determina la habitualidad de este tipo de operaciones es la estructura del activo de la empresa, en el sentido que, si la mayor parte del activo proviene de préstamos realizados por terceros y, a la par, éstos calzan con las colocaciones realizadas como créditos, se podría determinar que la captación del dinero se realiza como parte del objeto social propio de la empresa.

Otro criterio importante expuesto por la SBS es el contenido en el Informe 00160-2023-DAC en el cual se analiza el caso de la empresa denominada Emprende Margarithe que promovía y difundía la captación de fondos, a través de la suscripción de supuestos contratos de mutuo, ofreciendo el pago de una rentabilidad que variaba entre el 6% y 10% mensual en función del monto invertido.

En el dicho caso, la SBS emitió un pronunciamiento teniendo en cuenta que la captación de dinero de terceros quedaría probada con las transferencias bancarias efectuadas a la empresa, las publicaciones a través de medios de comunicación social y el establecimiento de un espacio físico donde promocionaban esta captación de recursos.

En cuanto a la habitualidad de la actividad financiera informal, la SBS consideró que ésta quedaba corroborada con la verificación de tres (03) contratos de financiamiento.

Siguiendo la misma línea argumentativa, la SBS indicó que, si bien no se había corroborado la colocación de los activos financieros, era por la naturaleza de esquema piramidal —donde no se tiene una actividad económica— que se permitían asegurar el pago de los intereses ofrecidos, pues se dedicaban a captar dinero del público y les pagaban el interés del propio dinero que captaban o de los fondos que captaban de otros clientes.

Finalmente, la SBS detectó una práctica engañosa pues si bien Margarithe se encontraba inscrita en el "Registro de Empresas y Personas que efectúan operaciones financieras o cambio de moneda" dicha autorización administrativa no los facultaba a captar dinero, sea bajo la modalidad de mutuo o de financiamiento. En tal sentido, Margarithe, al publicitarse como una empresa autorizada por la SBS, lo realizaba con la finalidad de inducir a error al público y hacerle creer que su esquema de captación ilegal de dinero se encontraba autorizado y supervisado, lo cual podría conllevar a potenciales procesos penales por estafa.

#### **b. Perspectiva de la Superintendencia del Mercado de Valores.**

El alcance de la SMV se encuentra orientado por dos conceptos esenciales: valor mobiliario y oferta pública. En ese sentido, la SMV solo podrá supervisar esquemas de financiamiento que incluya cualquiera de ambos conceptos.

El concepto de valor mobiliario está definido legalmente en dos cuerpos normativos de carácter legal y uno reglamentario; es de esta forma que, conforme al artículo 3 de la Ley de Mercado de Valores, se indica lo siguiente:

*"Artículo 3º Valores Mobiliarios*

*Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios,*

*dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor.*

*Para los efectos de esta ley, las negociaciones de derechos e índices referidos a valores mobiliarios se equiparan a tales valores.*

*Cualquier limitación a la libre transmisibilidad de los valores mobiliarios contenida en el estatuto o en el contrato de emisión respectivo, carece de efectos jurídicos".*

Por otro lado, el artículo 255 de la Ley de Títulos Valores define a valor mobiliario de la siguiente forma:

#### *"Artículo 255.- Valores Mobiliarios*

*Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva, con características homogéneas o no en cuanto a los derechos y obligaciones que representan. Las emisiones podrán estar agrupadas en clases y series. Los valores pertenecientes a una misma emisión o clase que no sean fungibles entre sí, deben estar agrupados en series. Los valores pertenecientes a una misma serie deben ser fungibles. Los valores sobre los cuales se hayan constituido derechos reales u otra clase de cargos o gravámenes dejan de ser fungibles, no pudiendo ser transados en los mecanismos centralizados de negociación, salvo que se trate de su venta forzosa".*

A nivel reglamentario el artículo 5 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y Venta de Valores Mobiliarios, precisa las características de valor mobiliario de la siguiente forma:

#### *"Artículo 5.- Alcance del término "Valores Mobiliarios"*

*Para efectos de la aplicación de la regla general contenida en el artículo anterior, el texto del artículo 3º de la Ley, referido a los valores mobiliarios, tiene el alcance que se señala a continuación:*

*a) Valores.- Se consideran valores a aquellos*

*derechos transferibles de contenido patrimonial, como los que se incluyen en el referido artículo 3º de la Ley, que se encuentren incorporados en títulos, registrados mediante anotación en cuenta, o sujetos a un régimen de transmisión, que determine CONASEV, destinado a facilitar su enajenación a terceros; y,*

*b) Emisión masiva.- Se considera emisión masiva a aquella que se efectúa en forma simultánea, o sucesiva en un período determinado y como parte de una misma operación financiera o de índole similar, de un número de valores, homogéneos o no entre sí, tal que haga posible su posterior distribución entre el público o entre un segmento de éste.*

*La emisión de un número igual o inferior a diez (10) valores en forma simultánea, o sucesiva en un período de un (1) año, no constituye emisión masiva.*

*La emisión de un número de valores superior al señalado en el párrafo anterior acaerea la presunción, salvo prueba en contrario respecto de lo señalado en el primer párrafo del presente inciso, de haber sido objeto de emisión masiva. Dicha presunción no alcanza a la emisión individual de valores que otorguen un derecho de crédito por empresas del Sistema Financiero facultadas a captar ahorros del público.*

*En el caso de un valor susceptible de división y transferencia independiente en el momento de su oferta, cada unidad divisible podrá ser considerada como un valor independiente".*

A nivel de casuística administrativa, el primer precedente vinculante de la SMV, establecido mediante la Resolución de Superintendente N 040 – 2020 – SMV/02, señala lo siguiente:

*"Para el profesor Fernando Vidal Ramírez ("La Bolsa de Valores, un ensayo de Derecho Bursátil", Cultural Cuzco, Lima 1988, pág. 143) la "relación existente entre los*

*títulos-valores y los valores mobiliarios es la de género a la especie. Todo valor mobiliario es un título-valor, pero no todo título-valor es necesariamente un valor mobiliario y, por ello, entre ambos conceptos o entidades jurídicas pueden surgir diferencias"; concepción con la que coincidimos y que además lo reconoce la doctrina más generalizada que lo vincula con dos características típicas: su emisión en masa o serie y su homogeneidad o fungibilidad, características que pueden ya apreciarse en el D.S. N.º 576-84-EFC, Resolución CONASEV N.º 260-84-EFC/94.10 y D.S. N.º 089-87-EF, refiriéndose a los que el autor antes citado señala que "(...) la concepción de los valores mobiliarios, puede inferirse, como fundamental, que se trata de títulos-valores emitidos en serie. Esta característica radica en el hecho de que la emisión de valores mobiliarios debe hacerse no individual ni aisladamente, por esto se les llama también títulos seriales"*

Como podemos observar, la SMV adopta una posición conservadora y legalista sobre la definición de valor mobiliario ciñéndose a la relación género-especie que tiene con los títulos valores, los cuales imbuidos del principio de legalidad limitan el espectro de supervisión de la SMV a únicamente valores mobiliarios típicos, salvo que exista una normativa especial que señale lo contrario.

Es en ese sentido que, los agentes económicos privados encuentran la excusa perfecta estableciendo instrumentos de inversión fuera del marco de lo legalmente típico y, por ende, sobre lo que tendría competencia la SMV, con la finalidad de poder establecer negocios informales

de inversión con rentabilidades por encima del mercado, sin incurrir en los costos regulatorios asumidos en el mercado formal.

Igualmente, la SMV, respecto de los nuevos esquemas de inversión que llevan la emisión de activos digitales, criptoactivos, tokens, entre otros, teniendo en cuenta su posición conservadora, únicamente ha señalado que las inversiones relacionadas a estos activos no se encuentran bajo su competencia, dejando a la deriva el interés público concretizado en la necesidad de tutela de aquellas personas que son llamadas a invertir en estos esquemas de inversión donde los protagonistas son estos tipos de activos financieros.<sup>8</sup>

La oferta pública es el otro concepto central en el cual se fundamenta la supervisión y regulación del mercado de valores.

Desde nuestra perspectiva, ésta se define como el hecho jurídico mediante el cual se efectúa la invitación al público en general o a un segmento de este, a través de medios adecuadamente difundidos, para realizar cualquier tipo de negocio jurídico relacionados a valores mobiliarios.

Dicho concepto se encuentra definido a nivel legal y precisado a nivel reglamentario considerando los siguientes elementos esenciales:

## 1. Invitación.

Esta es una declaración donde el ofertante exterioriza su voluntad -al público en general o a un segmento de éste, según corresponda- de efectuar o recibir propuestas vinculadas con la colocación o disposición de valores mobiliarios

- 
8. A nivel internacional podemos encontrar el escándalo financiero de FTX una de las empresas mas grandes plataformas de negociación de criptoactivos, véase <https://www.investopedia.com/what-went-wrong-with-ftx-6828447>.
- A nivel nacional podemos encontrar la presunta estafa de Kronos Capital empresa que invertía en criptoactivos recursos captados de terceros a través de Fondos de Inversión de oferta privada, véase <https://elcomercio.pe/opinion/colaboradores/cada-minuto-nace-un-tonto-por-enrique-castellanos-columna-kronos-capital-fraude-estafa-noticia/>

## 2. Adecuadamente difundida.

El Tribunal Administrativo de CONASEV en su Resolución 124 – 2003 – EF/94.12 indica que la invitación es adecuadamente difundida cuando se dirige a sus destinatarios, de manera individual o conjunta, simultánea o sucesiva, a través de cualquier medio como diarios, revistas, radio, televisión, correo, reuniones, sistemas informáticos u otro que permita la tecnología, que resulta idóneo para dar a conocer el contenido de la invitación al destinatario que corresponda.

## 3. Público en general o segmento del público.

El “público en general” se encuentra comprendido por el conjunto de personas indeterminadas, nacionales o extranjeras, que sean potenciales inversionistas en el territorio nacional, sin importar si las mismas se encuentren o no domiciliadas en el país.

Por otro lado, “segmento del público” se refiere al conjunto de personas determinadas o no que, de acuerdo con las circunstancias, requieran de tutela, siempre que su número sea tal que involucre el interés público.

Asimismo, el segundo párrafo del inciso b) del artículo 6 del ROPP señala que, para efectos de su calificación como segmento del público, se considera que un conjunto de destinatarios conformado por un número igual o mayor a cien (100) personas involucra el interés público, y se presume, salvo prueba en contrario, que dichas personas requieren de la tutela antes mencionada.

Es importante señalar que, si bien el ROPP ha establecido un parámetro cuantitativo para determinar si el número de destinatarios a los que se dirige una oferta involucra el interés público, dicho parámetro sólo tiene la naturaleza de una presunción *“iuris tantum”*, por cuanto admite prueba en contrario.

En consecuencia, un factor determinante de la necesidad de tutela es que el inversionista

debe tener pleno acceso a la información relacionada a la inversión y que dicha información sea posible de ser entendida por parte del inversionista para tomar una decisión con la menor asimetría de información posible.

## 4. Acto jurídico referido a la colocación o disposición de valores mobiliarios.

La invitación dirigida por el ofertante al público en general o a un segmento de éste debe estar relacionada con la realización de un acto jurídico referido a la colocación o disposición de valores. Dicho acto jurídico puede implicar la creación de derechos patrimoniales sobre valores —por ejemplo, en el caso de una oferta pública primaria— o la enajenación de dichos derechos —por ejemplo, en el caso de una oferta pública secundaria, tal como una oferta pública de venta—.

Ahora bien, en el mercado se ha venido observando situaciones grises en el marco de supervisión de la SMV, principalmente por no poder determinar el umbral de lo público y lo privado.

En ese sentido, conforme a la Resolución de Superintendencia Adjunta SMV 031 – 2021-SMV/10, se sancionó a la empresa Zest Capital Perú S.A.C. —en adelante, “Zest Capital”— con una multa de 240 UIT por la realización de oferta pública encubierta a través de la colocación de certificados de participación de fondos de inversión de oferta privada administrados por una sociedad gestora de fondos de inversión.

Asimismo, el 12 de febrero de 2024, mediante Resolución de Intendencia General de Supervisión de Entidades N.º 017 – 2024 – SMV/02, la SMV denegó la autorización de organización a los organizadores de Zest Capital Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.C —en adelante, “Zest Capital SAFI”— debido a que los organizadores, los mismos que habrían sido controladores de Zest Capital no habrían declarado de manera jurada que no estarían incurso en el impedimento q) del Anexo B de la Resolución SMV N° 039-2016-

SMV-01<sup>9</sup> concerniente a no haber realizado actividades exclusivas de personas autorizadas por la SMV o SBS sin contar con la referida autorización ya sea de manera directa o indirecta como accionistas, directores y gerentes.

Por otro lado, con fecha 13 de mayo de 2024, mediante Resolución de Superintendente N.<sup>o</sup> 057 – 2024 – SMV/02, la SMV, en el marco del recurso impugnatorio interpuesto por los organizadores de Zest Capital SAFI, determinaron declarar fundado en parte el recurso de apelación interpuesto reduciendo la multa a 102 UIT y dejando sin efectos las medidas correctivas interpuestas por la primera instancia.

El 11 de noviembre de 2024, mediante Resolución SASP N.<sup>o</sup> 056 – 2024 – SMV/10, en el marco del recurso de apelación del acto administrativo que denegó la autorización de organización de Zest Capital SAFI, la SMV, en segunda instancia, consideró que los organizadores no se encontraban incurso en impedimento q) del Anexo B de la Resolución SMV N.<sup>o</sup> 039-2016-SMV-01 anteriormente mencionado. Debe a que no existía una resolución firme en la vía administrativa que establezca que los organizadores han incurrido en dicha causal de impedimento.

Finalmente, en el año 2025, mediante Resolución de Superintendente N.<sup>o</sup> 112 – 2025 – SMV/02, la SMV otorgó la autorización de funcionamiento a Zest Capital SAFI al haberse demostrado que cuenta con toda la infraestructura física y tecnológica para operar como una sociedad administradora de fondos de inversión.

Para efectos de la presente investigación, nos

centraremos en los principales hallazgos y posiciones interpretativas de la SMV en cuanto a la determinación de una oferta pública no autorizada:

- La SMV ha señalado que la práctica denominada solicitud inversa, consistente en la creación de una landing page a través de la cual un potencial inversionista o cliente solicita información sobre las oportunidades de inversión ofrecidas por una empresa, puede calificar como una invitación a ofertar adecuadamente difundida, siempre que la respuesta emitida ante dicha solicitud contenga elementos vinculados con la colocación de un valor mobiliario
- La intención del emisor de realizar una oferta privada carece de relevancia cuando, conforme a la normativa aplicable y a la naturaleza de la operación financiera, se configura una oferta pública, en aplicación del principio de primacía de la realidad.
- Si bien no existe un formato establecido para las declaraciones juradas de inversionistas institucionales, la SMV considera que no basta con su mera obtención por parte de los invitados o inversionistas, sino que también debe evaluarse su contenido, del cual debe desprenderse de manera indubitable que el declarante ostenta efectivamente la condición de inversionista institucional.
- Las declaraciones juradas de inversionistas institucionales deben ser consideradas desde el momento de la invitación, y no únicamente en la etapa de colocación. Ello, a pesar de que el Anexo I de la

## 9. Resolución SMV N<sup>o</sup> 039-2016-SMV-01

### ANEXO B

#### IMPEDIMENTOS GENERALES

No pueden ser organizadores quienes se encuentren en alguna de las siguientes situaciones:

(...)

q) Los que hayan realizado o realicen actividades exclusivas de personas autorizadas por la SMV o SBS sin contar con la referida autorización, así como sus controladores, directos o indirectos, accionistas, directores y gerentes.

(...)

Resolución de Superintendencia N.º 021-2013-SMV/01<sup>10</sup> establece que, en caso de colocación, el emisor debe asegurarse de contar con dichas declaraciones; disposición normativa aplicable exclusivamente a las ofertas públicas.

#### IV. A MANERA DE CONCLUSIÓN

- i. La informalidad financiera es el fenómeno social que surge en contrapartida a la falta de inclusión financiera, en un mercado caracterizado principalmente por la alta concentración en la competencia de entidades financieras y la falta de supervisión del Estado.
- ii. Desde la perspectiva de la SBS, se hace frente a la informalidad financiera con la interpretación del artículo 11 de la LGSF, mediante el cual la habitualidad en la captación de recursos de terceros puede quedar comprobada con la realización de tres negocios jurídicos.
- iii. Desde la perspectiva de la SMV, se hace frente a la informalidad financiera con la interpretación de los artículos 3, 4 y 5 de la
- iv. LMV, utilizando como instituciones esenciales los conceptos de valor mobiliario y oferta pública, mediante los cuales se puede interpretar que las solicitudes inversas se encuentran adecuadamente difundidas si en su respuesta hay información sobre la colocación de valores mobiliarios.
- v. La educación financiera se constituye en la primera línea de defensa del consumidor financiero, pudiendo servir para disuadir al consumidor de asumir deudas inmanejables, reduciendo la probabilidad de desestabilizar el sector a través del aumento de morosidad originada por la contratación de préstamos por consumidores irresponsables.
- v. El 46% de la población peruana cuenta con un nivel medio de educación financiera y un 13% tiene un nivel adecuado; pero aún hay un 41% que carece de capacidades financieras, según revela la tercera Encuesta Nacional de Capacidades Financieras, desarrollada por la SBS y la CAF - Banco de Desarrollo de América Latina, presentada en la inauguración de la Semana Mundial del Ahorro 2023<sup>11</sup>.

---

10. Resolución de Superintendencia N.º 00021-2013 SMV/01

ANEXO 1

INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

(...)

Los agentes de intermediación que actúen como agente colocador deben implementar y aplicar diligentemente procedimientos, a fin de que los inversionistas que participen en este mercado sean exclusivamente inversionistas institucionales. En caso de que los emisores realicen la colocación de valores, éstos deben asegurarse de contar con las declaraciones juradas referidas en el párrafo precedente. Para tal efecto, según corresponda, deben llevar un registro interno de los inversionistas institucionales que participan en la colocación de dichos valores.

11. <https://www.sbs.gob.pe/noticia/detallenoticia/idnoticia/2658>