

NÚMERO

10

REVISTA DE ACTUALIDAD MERCANTIL

Derecho Bancario y Tecnología Financiera



EQUIPO DE DERECHO MERCANTIL

2026



EQUIPO DE DERECHO MERCANTIL



EQUIPO DE DERECHO MERCANTIL

REVISTA DE ACTUALIDAD MERCANTIL

Año 2026 – N.º 10 – Abril 2025

Editado por la Comisión de Publicaciones del Equipo de Derecho Mercantil – Asociación Civil Taller de Derecho. Av. Universitaria 1801, San Miguel, Lima. Segundo piso de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

Dirección: Valia Gutierrez Cadillo (2025-2, 2026-1), Javier Martínez García (2026-1) y José Rojas Heredia (2025-2).

Coordinador General: Carlos Rivera

Comisión de Publicaciones: Valia Gutierrez Cadillo, Javier Martínez García, Pedro Angulo Retamozo, Maria Mogollón Mendoza, Daniel Salvatierra Sotomayor, Alvaro Ruiz Parco, Jimena Julca Guzmán, Carla Sabrera Cabezas, Sheila Peralta Guijón, Camila Lavado Gonzales, Lucero Matos Isidro.

Correo electrónico: revistaqmercantil@gmail.com

Diagramación: Mario Popuche Llontop

Diseño de Portada: Daniel Salvatierra Sotomayor

HECHO EL DEPÓSITO LEGAL EN LA BIBLIOTECA NACIONAL DEL PERÚ N.º 2026-04705

CONSEJO DIRECTIVO

Coordinación: Niurka López Ríos

Recursos Humanos: Valeria Nieto Segundo; Karla Villanueva Zúñiga

Gestión Institucional: Brayan Andres Quiroz

Eventos Académicos: Sarahi León Peña; Araceli Clemente Monago

Imagen Institucional: Rosmery Pinares Martínez

Investigación Académica: Fiorella Aguilar Sulca; Mehael Retamozo Farfán

Publicaciones: Valia Gutierrez Cadillo; Javier Martínez García

Dimensión Mercantil: Valeria Cipion Murga; Natali Espinoza Acosta

Sintonía Mercantil: Angie Casavilca Loarte; Fania Elguera Ochoa

Publicaciones

Valia Marcela Gutierrez Cadillo
Javier Aramys Martinez Garcia
Pedro Adriel Angulo Remuzgo
María Fernanda Mogollón Mendoza
Jimena Eliana Julca Guzmán
Sheila Kaori Peralta Girón

Carla Valeria Sabrera Cabezas
Daniel Sageld Salvatierra Sotomayor
Alvaro Mathías Ruiz Parco
Lucero del Cielo Matos Isidro
Camila Ariana Lavado Gonzales

Recursos Humanos

Valeria Estrella Nieto Segundo
Daniel Enrique Esquivel Esquivel
Ana Raquel Alarcón Del Villar
T'ika Qorich'aska Vicencio Huaman
Matías Raúl Gonzales Sosa

Karla Isabel Villanueva Zúñiga
Daniel Alejandro Abensur Reyna
Alvaro Jesús Tasayco Yáñez
Caroline Antuanette Hinostroza Ortecho
Fabricio Alejandro Torres Velasco

Gestión Institucional

Brayan Kevin Andres Quiroz
Oriana Jetzubely Catacora Catari
Samira Alisson Goycochea Vilca

Luis Alonso Llaque Pilco
Alexandra Flores Mori
Gabriela Aracely Espinoza Córdova

Investigación Académica

Mehael Raúl Retamozo Farfán
Angelica Vera Albarracin
Mariano José Ignacio Durán Sánchez
Jeremy Renato Mayo Villacampa
Valeria Lisbeth Rodríguez Ríos

Fiorella Nicolle Aguilar Sulca
Sebastián Enrique Wong Huamán
Juan Rodolfo Enmanuel Zamora Ahumada
Sofia Elizabeth Romero Cornejo
Shandé Carlo Junior Alcántara Sovero

Eventos

Sarahi Kruzkaya León Peña
Alanis Corayma Orozco Pomar
Yessica Stefany Davila Guamuro
Jimena Andrea Luyo Laines
Maria Fernanda Fuentes Castillo

Yesenia Araceli Clementi Monago
Cielo Samantha Araujo Angulo
Oscar Matias Rey Cárdenas
Andre Alexander Cardenas Echevarria
Javier Luis Claudio Quispe

Imagen Institucional

Rosmery Juliet Pinares Martinez
Camila Zelideth Masuelos Primo
Marycarmen Matos Montenegro
Mariana Ximena Sotelo Niquen
Francesca Hatto Caviedes

Dana Alexandra Chapoñan Vargas
Andrea Lucía Flores Díaz
Maria Fernanda Tovar Argumedo
Jairisa Raquel Barrios Marcatoma
Patricia Anabel Quiñones Galindo

Dimensión Mercantil

Valeria Flor Cipion Murga
Rafael Leonardo De la Rosa Serra
Yesenia Marycarmen Tapia Peralta
Ximena Patricia Pino Medina
Dayana Andrea Palma Pomiano
Andrea Aguilar

Natali Alexandra Espinoza Acosta
Junior Kiyoshi Kavajara Vásquez
Roberto Aníbal Navarro Guzmán
Aida Johanna Nole Puican
Diego Cahuaza

Podcast

Angie Isabel Casavilca Loarte
Ricardo Felipe Chumbe Mendoza
Deborah Cenzano Aguilar
Valeria Belen Bravo Cubas
Aurora Herotildes Díaz Bustamante

Fania Giselle Elguera Ochoa
Fernanda Pastor Quesada
Juan Francisco Auccacusi Tomasto
Laura Sofia Cuya Villar

ÍNDICE

Editorial	9
Presentación	11
I. INNOVACIÓN FINANCIERA Y ARQUITECTURA REGULATORIA	
Sandbox regulatorio y derecho bancario: hacia una nueva arquitectura financiera digital	13
Joe Navarrete	
El sandbox regulatorio como instrumento para fomentar el desarrollo de la industria fintech en el Perú	27
Sergio Barboza y Renata Rojas	
II. INFRAESTRUCTURA DIGITAL Y NUEVOS MODELOS DE NEGOCIO FINANCIERO	
Breves apuntes sobre las embedded finance en el ecosistema legal peruano.....	45
Álvaro Castro Lora y Lucas Pilco Prado	
Towards Comprehensive Open Banking Regulation in Mexico: Legal and Supervision Issues	57
Sergio Chagoya Díaz y Esteban Soto Loecken	
III. ACTIVOS DIGITALES, TOKENIZACIÓN Y MONEDAS ESTABLES	
Activos digitales: límites y fronteras de la regulación chilena	75
Cristián Reyes Cid y Óscar Gárate Maudier	
Tokenización de activos reales en Argentina. Análisis de la nueva regulación, limitaciones y oportunidades	83
Juan Manuel Campos Alvarez	
Stablecoins en LATAM: estado actual, riesgos y enfoques regulatorios	95
Mtro. Adrián López González Garza, Lic. Omar Antonio González Ibarra y Lic. Mariagabriela Botello Anduiza	
El auge de las <i>stablecoins</i> y avances en su regulación.....	111
Valentín Ibarra Melero y Ernesto Silva González	
IV. FINANZAS SOSTENIBLES Y RETORNO ECONÓMICO	
Financiamiento sostenible en Perú: beneficios económicos para los agentes clave.....	125
Carlos Enrique Arata Delgado y Renata Belén Alarcón Pazo	



EDITORIAL

Treinta años de legado y propósito: la historia viva del EDM

Durante este año, el Equipo de Derecho Mercantil celebra tres décadas de historia, crecimiento y compromiso. Son treinta años en los que el *EDM* no solo ha consolidado una trayectoria académica, sino también una identidad marcada por la convicción de que el trabajo en equipo es el motor de todo logro sostenible. Mirar atrás no es solo una mirada hacia el pasado, sino también una oportunidad para reconocer el camino recorrido y, sobre todo, a las personas que lo hicieron posible.

A lo largo de estos años, el *EDM* ha evolucionado constantemente, adoptando la transparencia y el compromiso como prácticas que han guiado cada proyecto y cada espacio en el que los miembros participamos. Hemos apostado por una visión que no se mide únicamente en logros individuales, sino en la manera en que estos se construyen colectivamente. De ese modo, cada iniciativa, desde nuestras actividades académicas hasta nuestros eventos e integraciones, reflejan un esfuerzo compartido y un respeto genuino por quienes integran este equipo, al cual tenemos el orgullo de poder llamar *familia*.

Así, podemos afirmar con certeza que, si hay algo que estos treinta años han dejado en evidencia, es que el *EDM* ha trascendido la idea de ser únicamente un equipo; es mucho más que eso: se ha convertido en una *familia*. Una *familia* construida sobre la confianza, el acompañamiento y el compromiso mutuo. Aquí, cada integrante deja una huella y, a su vez, encuentra un espacio donde crecer, aprender y aportar. Esa conexión, que va más allá de lo académico, es la que sostiene al *EDM* y le da una fuerza única.

El gran crecimiento que ha tenido el equipo no responde al azar o a la suerte, sino al aporte constante de quienes han formado y formamos parte de él. La diversidad de nuestras iniciativas, el fortalecimiento de nuestros espacios y los logros alcanzados son reflejo de un equipo que no se detiene. Más allá de los resultados, lo que realmente define al *EDM* es su propósito: formar profesionales íntegros, con pensamiento crítico, sólidas capacidades y un profundo sentido ético.

Este aniversario no es solo una celebración, sino también un punto de partida. Nos invita a proyectarnos hacia el futuro con la misma convicción que ha guiado estos 30 años, reafirmando nuestro compromiso con la excelencia y con la construcción de espacios que aporten al desarrollo del Derecho Mercantil. Por ello, cada generación que pase por el *EDM* tiene el desafío de continuar esta historia, manteniendo vivos los valores que nos definen y elevando el estándar de lo que podemos lograr.

Hoy, tenemos la oportunidad de celebrar estos treinta años con orgullo, y lo hacemos con la certeza de haber dado lo mejor de nosotros al servicio de un equipo y una *familia* que cuidamos con mucho cariño. Asimismo, agradecemos a quienes han sido parte de este camino y a quienes seguirán construyéndolo, porque el *EDM* no es solo su pasado ni su presente: es la promesa de todo aquello que aún está por construirse.



PRESENTACIÓN

La décima edición de la *Revista de Actualidad Mercantil* se sumerge en el dinámico ecosistema del Derecho Bancario y la Tecnología Financiera (FinTech), un ámbito en el que la digitalización avanza a un ritmo vertiginoso y redefine, día a día, los pilares de la intermediación financiera y la regulación. En este contexto, marcado por la desmaterialización de los activos y la irrupción de innovaciones disruptivas, esta rama del derecho se presenta como una de las más exigentes y estratégicas para el mercado global.

Así, las fronteras tradicionales del marco regulatorio se ven tensionadas por escenarios inéditos —desde la banca abierta hasta los criptoactivos— que demandan respuestas normativas innovadoras, coherentes y con una sólida base teórica. Nuestra revista nace, precisamente, en este contexto de transformación: como una respuesta académica a la necesidad de estudiar las finanzas modernas con herramientas actualizadas, desde una reflexión crítica y con la mirada puesta en los desafíos de inclusión y estabilidad que plantea el futuro.

Esta edición busca convertirse en un espacio de convergencia de ideas de vanguardia y de análisis profundos desarrollados por especialistas que, desde la teoría y la práctica, han reflexionado sobre estos nuevos escenarios, incluyendo aquellos riesgos sistémicos que, aunque creían acotados, han resurgido bajo nuevas formas digitales.

Como directores que hicieron posible esta edición, asumimos este proyecto con el rigor que conlleva abordar la transformación del sistema financiero. Desde el inicio, nos motivó la firme convicción de superar el nivel de ediciones anteriores, apostando por una obra que creciera en calidad, profundidad y alcance técnico. El arduo trabajo de nuestro equipo, guiado por la perseverancia, busca contribuir al crecimiento del Equipo de Derecho Mercantil, el grupo universitario que respalda con orgullo esta publicación.

Cada artículo recogido en estas páginas es un reflejo del compromiso con la excelencia académica y el deseo de fomentar un diálogo enriquecedor en el ámbito del derecho mercantil contemporáneo. Gracias a la colaboración de reconocidos especialistas de Argentina, Chile, México y Perú, esta edición propone un enfoque amplio sobre los problemas que enfrenta la regulación financiera en distintos contextos jurídicos.

El resultado final es una obra que reúne visiones diversas y soluciones contextualizadas frente a desafíos comunes. Esta pluralidad de marcos normativos y experiencias enriquece la comprensión de los problemas abordados, revelando tanto las tensiones compartidas como las respuestas diferenciadas en contextos locales y globales. Así, la revista se consolida como un punto de encuentro para el análisis crítico desde una perspectiva latinoamericana e internacional.

En el presente número, contamos con la valiosa participación de Adrian Lopez, Omar Gonzáles, Mariagabriela Botello, Alvaro Castro Lora, Lucas Pilco, Carlos Arata, Renata Alarcon, Christian Reyes, Oscar Gárate, Joe Navarrete, Juan Manuel Campos, Sergio Barboza, Renata Rojas, Sergio Chegoya, Esteban Soto, Valentin Ibarra y Ernesto Silva. Agradecemos profundamente a cada uno de los autores y autoras que confiaron en este proyecto editorial y compartieron sus conocimientos, críticas y propuestas a través de sus escritos.

Finalmente, este proyecto no hubiera sido posible sin el trabajo, la disposición y entrega de los miembros y exmiembros de la Comisión de Publicaciones. Queremos reconocer a Daniel Salvatierra Sotomayor por su especial aporte con el diseño de la portada, a Alvaro Ruiz Parco por su constante aporte y seguimiento con la publicación de la Revista, a Jimena Julca Guzmán por su perseverancia y atención al detalle y a Carla Sabrera Cabezas por su constancia y aporte con la distribución del índice. A María Fernanda Mogollón, Pedro Angulo Remuzgo, Sheila Peralta Girón, Camila Lavado Gonzales y Lucero Matos Isidro, por su apoyo y valiosas contribuciones en la elaboración de este proyecto.

Esta edición es el resultado de muchas horas de reflexión, diálogo y trabajo conjunto. Confiamos en que su lectura no solo enriquecerá el conocimiento técnico en torno al Derecho Bancario y las FinTech, sino que también impulsará el pensamiento crítico necesario para navegar el futuro de las finanzas. Que estas páginas sean un punto de partida para seguir explorando los desafíos y oportunidades que este apasionante campo plantea en la actualidad.

Valia Marcela Gutierrez Cadillo

Directora de la Comisión de Publicaciones 2025-2 y 2026-1

Javier Aramys Martinez Garcia

Director de la Comisión de Publicaciones 2026-1

Sandbox regulatorio y derecho bancario: Hacia una nueva arquitectura financiera digital

Regulatory Sandbox and Banking Law: Toward a New Digital Financial Architecture

— Joe Navarrete* —

Resumen

El presente artículo analiza el concepto, diseño e implementación del *sandbox* regulatorio en el Perú, con énfasis en su desarrollo dentro del mercado de intermediación financiera indirecta. Se examina el concepto de *sandbox* como un entorno de prueba controlado que permite evaluar modelos de negocio innovadores, generar evidencia empírica y reducir la incertidumbre regulatoria antes de emitir normas de alcance general. Asimismo, se describen sus elementos esenciales, sus objetivos y las ventajas que ofrece tanto para la innovación como para la supervisión financiera. En la parte normativa, se revisa la incorporación del *sandbox* en el ordenamiento jurídico peruano a través del Decreto de Urgencia N.º 013-2020 y su posterior desarrollo mediante la Resolución SBS N.º 2429-2021, así como las recientes iniciativas destinadas a ampliar su alcance hacia actores no supervisados. Se menciona, de manera complementaria, que el Decreto de Urgencia N.º 013-2020 también habilitó un *sandbox* en el mercado de valores; sin embargo, su implementación aún no se ha materializado. El artículo concluye destacando la necesidad de fortalecer esta herramienta para promover la innovación financiera, la competencia y la protección del usuario.

Palabras clave

Sandbox regulatorio; innovación financiera; regulación financiera; intermediación financiera; mercado de valores; FinTech; supervisión proporcional; política pública.

Abstract

This article examines the development and current state of the regulatory sandbox in Peru, with particular emphasis on indirect financial intermediation and the securities market. The first part analyzes the concept of the sandbox as a controlled testing environment that enables the evaluation of innovative business models prior to adopting a permanent regulatory framework. It highlights its objectives, essential components, and the advantages it provides in terms of reducing regulatory uncertainty, generating empirical evidence, and fostering collaboration between supervised and unsupervised entities. The second part reviews the applicable legal framework, from its introduction through Emergency Decree N.º 013-2020 to the regulatory measures issued by the SBS, as well as the still limited progress within the SMV. In this regard, it identifies a gap between the formal legal recognition of the sandbox and its effective implementation in the securities market. The article concludes by emphasizing the need to strengthen this instrument as a public policy mechanism to promote financial innovation, competition, and consumer protection.

Keywords

Regulatory sandbox; financial innovation; financial regulation; financial intermediation; securities market; FinTech; proportional supervision; public policy.

* Joe Navarrete. Socio de Lau-Tâm Abogados. Abogado por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos (UNMSM). Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo por la Universidad ESAN. Profesor de Posgrado en la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP), Universidad San Ignacio de Loyola (USIL), Universidad Católica San Pablo (UCSP) y Universidad Tecnológica del Perú (UTP).

1. Introducción

A diferencia de otras especies, el ser humano se encuentra en un permanente proceso de cambio y adaptación en prácticamente todos los ámbitos de su vida cotidiana. El sistema financiero, como expresión institucionalizada de la actividad económica, no puede ni debe permanecer al margen de esa dinámica de evolución e innovación. Sin embargo, frente a cada ola de cambio tecnológico o de modelos de negocio, reaparece una vieja pregunta: ¿regular o no regular, y, en su caso, hasta qué punto hacerlo?

En muchas ocasiones, la respuesta a la primera parte de la pregunta suele ser afirmativa: algún grado de regulación es deseable para que los distintos actores operen con un mínimo de certeza respecto de las consecuencias jurídicas de sus decisiones, incluso cuando ese marco no resulte necesariamente “óptimo” desde la lógica de los negocios. La segunda parte, en cambio, es mucho más compleja. Un exceso regulatorio puede generar efectos indeseados, como la paralización de iniciativas innovadoras, el encarecimiento de los costos de cumplimiento o, en términos más generales, un desincentivo a la entrada de nuevos competidores.

En su artículo pionero acerca del tema, el premio Nobel de Economía George Stigler (1971, p. 4) señalaba que “las centrales cuestiones de la teoría de la regulación económica son explicar quién recibirá los beneficios o cargas de la regulación, qué forma tomará la regulación, y los efectos de la regulación respecto de la distribución de los recursos.” Es decir, que la regulación puede ser la solución a algunos problemas de la sociedad, pero también podría convertirse en un “pasivo” para las actividades de los privados, afectando su autonomía privada al imponer límites innecesarios o irrazonables a su actuar, con la consiguiente pérdida de libertad y otros perjuicios de variada índole, como los económicos, perjudicando la eficiencia.

En este punto no solo intervienen criterios técnicos, tales como análisis de riesgos, impacto en la estabilidad del sistema o protección al consumidor, sino también consideraciones más difíciles de transparentar, como la propia concepción política sobre el rol del Estado y de los privados en el mercado, o incluso factores menos saludables, como presiones de grupos de interés o *lobbies* que, en la práctica, pueden traducirse en barreras de entrada o en cargas desproporcionadas para determinados segmentos de la industria. Un ejemplo que, en mi opinión, merecería un estudio específico es el desarrollo del *crowdfunding* en el Perú, donde la

combinación de exigencias regulatorias y tiempos de implementación ha tenido un impacto indiscutible en el despegue efectivo de esta actividad.

Frente a esta tensión entre innovación y “sobrerregulación”, surge una herramienta particularmente interesante: el **sandbox regulatorio**. Su lógica, en términos sencillos, consiste en “conocer antes de regular”. Así, se crea un entorno de prueba controlado, con reglas claras pero flexibles, en el que es posible experimentar con modelos de negocio novedosos, recoger evidencia empírica sobre sus riesgos y beneficios y, recién a partir de esa experiencia, adoptar decisiones más informadas sobre si corresponde extender, ajustar o incluso descartar una regulación de carácter general.

En otras palabras, se evita una regulación a ciegas. Antes de diseñar un marco normativo estable, se busca comprender la idiosincrasia particular del mercado objeto de regulación. Para ello, a través de programas estatales específicos, se invita a los actores privados a participar en estos espacios controlados, de modo que puedan probar nuevos productos, servicios o modelos operativos. El Estado, por su parte, obtiene información valiosa sobre el funcionamiento real de estas innovaciones, tales como sus riesgos, externalidades y potencial de inclusión financiera o eficiencia, lo que reduce la probabilidad de aprobar normas desalineadas con la realidad del mercado o que impongan cargas innecesarias a una industria todavía incipiente.

En el presente artículo abordaré dos cuestiones centrales. En primer lugar, analizaré qué es —o, más precisamente, qué debería ser— un modelo de *sandbox* regulatorio, describiendo sus elementos esenciales, sus objetivos y los criterios mínimos que deberían guiar su diseño para que funcione como un mecanismo eficaz de promoción de la innovación, sin comprometer la estabilidad del sistema ni la protección del usuario. En segundo lugar, y atendiendo a nuestra realidad institucional, examinaré cuál es el estado actual de la regulación del *sandbox* en el Perú, identificando los avances normativos realizados hasta la fecha, las brechas pendientes y los desafíos que enfrenta su implementación, principalmente en el mercado de intermediación financiera.

2. Normativa peruana sobre el *sandbox*

2.1 Aspectos Generales

El *sandbox* fue introducido en el ordenamiento jurídico peruano a través del Decreto de Urgencia



N.º 013-2020, que promueve el financiamiento de la MIPYME, emprendimientos y startups, publicado el 23 de enero de 2020 en el Diario Oficial *El Peruano*. Mediante dicho decreto se regularon diversas materias, siendo quizás la más conocida la introducción formal del *crowdfunding* en el Perú, en los términos de la propia norma, la “actividad de financiamiento participativo financiero”. Adicionalmente, a través de algunas de sus disposiciones, se incorporó expresamente la figura del *sandbox* tanto en el mercado de intermediación financiera indirecta como en el mercado de valores, al prever la posibilidad de habilitar espacios controlados de prueba para modelos de negocio innovadores en dichos ámbitos.

Más recientemente, el Decreto Supremo N.º 115-2025-PCM, que aprueba el Reglamento de la Ley N.º 31814, Ley que promueve el uso de la inteligencia artificial en favor del desarrollo económico (el “**Reglamento de la Ley de IA**”), ha retomado esta técnica regulatoria e incorporado el *sandbox* como instrumento específico para canalizar y supervisar proyectos basados en inteligencia artificial, reforzando así su presencia en el diseño de políticas públicas vinculadas a la innovación tecnológica.

2.2 *Sandbox* en el Mercado de Intermediación Financiera Indirecta

Tal como se ha señalado, el Decreto de Urgencia N.º 013-2020 introdujo expresamente la lógica del *sandbox* en el ámbito de la intermediación financiera indirecta. En efecto, la Quinta Disposición Complementaria Modificatoria de dicho decreto incorporó la Trigésima Cuarta Disposición Complementaria Final a la Ley N.º 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (en adelante, la “**Ley General**”), en los siguientes términos:

TRIGÉSIMA CUARTA. La Superintendencia puede establecer en el ámbito de las funciones de supervisión otorgadas por esta y otras leyes, la realización temporal de cualquier operación o actividad a través de modelos novedosos, pudiendo otorgar excepciones a la regulación que les resulte aplicable a las personas naturales o jurídicas que realicen tales operaciones o actividades, así como respecto a las demás disposiciones necesarias para su desarrollo.

Esta disposición constituye la habilitación general para que la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (en adelante, la “**SBS**”) diseñe y ponga en marcha esquemas de prueba controlada (*sandbox*)

en el sistema financiero, permitiéndole flexibilizar temporalmente ciertas exigencias regulatorias a fin de evaluar, bajo supervisión, la viabilidad de modelos de negocio innovadores.

En el marco de lo anterior, mediante Resolución SBS N.º 2429-2021, de fecha 19 de agosto de 2021, la SBS aprobó el “Reglamento para la realización temporal de actividades en modelos novedosos” (en adelante, el “**Reglamento de *Sandbox* SBS**”), con el cual se implementa por primera vez en el Perú un *sandbox* regulatorio en el ámbito de la intermediación financiera indirecta. Este reglamento desarrolla la habilitación contenida en la Trigésima Cuarta Disposición Complementaria Final de la Ley General e introduce un marco específico para la realización de pruebas piloto sobre modelos de negocio u operativos innovadores, permitiendo su despliegue controlado, la flexibilización temporal de determinadas exigencias normativas y, en casos excepcionales, la realización de actividades no previstas en la regulación vigente, siempre bajo supervisión de la SBS. Al respecto, como parte de sus considerandos, la Resolución de *Sandbox* SBS señala lo siguiente, luego de repasar la normativa aplicable:

Que, en virtud de lo antes mencionado, esta Superintendencia considera necesario emitir un marco normativo para permitir espacios para pruebas temporales para el desarrollo de actividades aplicables a empresas en funcionamiento, así como aquellas que se encuentran en proceso de autorización con la **finalidad de promover el desarrollo innovativo de productos y/o servicios financieros que les permitan alcanzar a las empresas una mayor eficiencia y calidad**;

Que, las mencionadas disposiciones establecen la posibilidad de que las empresas soliciten a la Superintendencia la realización de pruebas sobre actividades relacionadas a los sistemas supervisados, **brindándoles la oportunidad de experimentar la realización de una actividad, a pequeña escala, de manera temporal y controlada**, en cuya validación de viabilidad intervienen clientes y usuarios incluyendo los procedimientos de autorización a los cuales se sujetarán las empresas para solicitar la realización de estas pruebas, mediante el establecimiento de condiciones generales y específicas para cada caso; (énfasis agregado).

Posteriormente, al examinar con mayor detalle los principales elementos que configuran la herramienta del *sandbox*, evaluaré hasta qué punto el diseño e implementación peruana se aproximan —o

se distancian— de lo que podría considerarse un modelo estándar de *sandbox* regulatorio.

2.3 *Sandbox* en el Mercado de Valores

Por otro lado, la Décimo Tercera Disposición Final Complementaria del Decreto de Urgencia N.º 013-2020 introduce el *sandbox* para el caso de la Superintendencia del Mercado de Valores, al indicar lo siguiente:

DÉCIMA TERCERA. Nuevos Modelos SMV

La SMV puede establecer, en el ámbito de las funciones de supervisión otorgadas por esta y otras leyes, la realización temporal de cualquier operación o actividad a través de modelos innovadores, pudiendo otorgar excepciones a la regulación que resulte aplicable; fijar una estructura diferenciada de contribuciones según corresponda; así como emitir disposiciones, condiciones y requisitos para su desarrollo.

Hasta la fecha, sin embargo, no se ha llevado a cabo el desarrollo reglamentario que resultaría necesario para implementar de manera efectiva un *sandbox* en el mercado de valores. En términos concretos, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) no ha emitido aún una regulación específica que habilite un espacio controlado de prueba para modelos de negocio innovadores en el ámbito del mercado de valores.

Más aún, este tema no parece constituir una prioridad regulatoria inmediata, si se tiene en cuenta que la Resolución de Superintendencia N.º 011-2025-SMV/02, mediante la cual se aprueba la Agenda Temprana 2025 de la SMV, no incorpora referencia alguna al diseño, discusión o implementación de un *sandbox* financiero para el mercado de valores. Ello evidencia una brecha entre las tendencias comparadas —en las que los *sandboxes* se utilizan como herramienta para canalizar la innovación bajo supervisión prudencial— y la planificación regulatoria nacional, lo que podría retrasar la adaptación del marco normativo peruano frente al dinamismo tecnológico y al crecimiento de las *FinTech* vinculadas al mercado de capitales.

2.4 *Sandbox* en el Reglamento de la Ley de IA

El Reglamento de la Ley de IA establece un entorno de experimentación y prueba controlada para sistemas basados en inteligencia artificial, concebido como un espacio digital seguro, aislado y flexible que permite desarrollar, validar y mejorar soluciones de inteligencia artificial mediante reglas especiales y eventuales exenciones regulatorias. Este

entorno, gestionado por la Secretaría de Gobierno y Transformación Digital (SGTD) de la Presidencia del Consejo de Ministros, busca promover el desarrollo económico y social, cerrar brechas digitales y habilitar la evaluación anticipada de riesgos y efectos antes de su implementación a gran escala. Para ello, se contempla un proceso de postulación, selección y supervisión, así como la posibilidad de flexibilizar temporalmente determinadas exigencias normativas. Las temáticas elegibles incluyen el desarrollo de algoritmos en sectores estratégicos, soluciones empresariales de optimización, proyectos con impacto en la productividad y la competitividad, y herramientas aplicables a la seguridad y defensa nacional, configurando un auténtico *sandbox* regulatorio para la inteligencia artificial.

Asimismo, el Reglamento de la Ley de IA impulsa la participación de las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYME), emprendimientos innovadores y entidades de investigación en este entorno de prueba, reconociéndolos como actores clave en el ecosistema nacional de inteligencia artificial. La SGTD, en coordinación con el Ministerio de la Producción (PRODUCE) y el Consejo Nacional de Ciencia, Tecnología e Innovación Tecnológica (CONCYTEC), fomenta actividades de visibilidad e innovación y promueve mecanismos de financiamiento para el uso, adopción, desarrollo y adaptación de sistemas de inteligencia artificial. De este modo, el *sandbox* regulatorio de inteligencia artificial se configura como una herramienta estratégica tanto para dinamizar la innovación tecnológica como para fortalecer las capacidades productivas y competitivas del país, garantizando siempre criterios adecuados de seguridad, supervisión y evaluación de impactos.

3. *Sandbox* como herramienta de “regulación”

3.1 Respuestas regulatorias a las nuevas tecnologías

Como se ha señalado, el *sandbox* regulatorio es una de las muchas respuestas que el ordenamiento jurídico puede ofrecer ante el surgimiento de nuevas tecnologías. Al respecto, desde una óptica macro, Herrera & Vadillo (2018, p. 3) señalan lo siguiente:

En general, los tipos de respuestas ante la aparición de modelos de negocio novedosos o disruptivos pueden ser:

1. Aproximación *ex ante* (enfoque restrictivo): Prohibir o restringir los productos o procesos a la vista de sus riesgos o por la incertidumbre



que generan al público en general o para el supervisor/regulador.

2. Aproximación *ex post* (enfoque proactivo):

Facilitar activamente y regular los nuevos productos o procesos, considerando sus potenciales beneficios sociales y económicos.

3. Aproximación *ex post* (enfoque vigilante):

Actuar únicamente cuando los riesgos se han materializado o cuando la actividad ha alcanzado volumen suficiente o atiende a una cantidad significativa de consumidores financieros.

En el marco de lo anterior, los enfoques basados en *sandbox* permiten rescatar lo mejor de los modelos regulatorios *ex post*, en la medida en que posibilitan regular a partir del conocimiento empírico y no desde el miedo, la incertidumbre o supuestos teóricos no contrastados. A través de estos entornos de prueba controlados, el regulador observa el funcionamiento real de los modelos innovadores, identifica riesgos concretos y evalúa sus efectos antes de adoptar decisiones normativas de alcance general, reduciendo así la probabilidad de errores regulatorios costosos o de sobrerregulación prematura.

Desde esta perspectiva, el *sandbox* constituye una técnica regulatoria novedosa, cuyo uso a nivel comparado es relativamente reciente. Su expansión se vincula con la aceleración del cambio tecnológico, especialmente en el sector financiero y digital, donde los marcos regulatorios tradicionales —diseñados para modelos estables y previsibles— suelen mostrar limitaciones para adaptarse con la velocidad requerida. En ese contexto, el *sandbox* emerge como una herramienta intermedia entre la ausencia de regulación y la regulación plena, permitiendo una aproximación gradual, flexible y basada en evidencia al diseño normativo.

A mayor abundamiento, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (2018, p. 40)¹ señala lo siguiente:

Los enfoques basados en *sandbox* buscan fomentar la experimentación *FinTech*, especialmente respecto de tecnologías que no encajan

fácilmente en el marco regulatorio vigente. Al considerar la implementación de un *sandbox*, las autoridades deben asegurar que los riesgos potenciales sean gestionados adecuadamente, incluyendo aquellos vinculados a la capacidad del supervisor —y no del mercado— para seleccionar proyectos prometedores, la eventual responsabilidad de la autoridad supervisora frente a fallas o reclamos de los consumidores, posibles distorsiones en la competencia y eventuales afectaciones al deber de imparcialidad frente a los participantes del mercado. En consecuencia, el propósito de los entornos *sandbox* debe ser facilitar la innovación limitando su impacto sobre los consumidores y el sistema bancario, pudiendo incluso contemplar, en ciertos casos, la exoneración o flexibilización de determinados requisitos regulatorios.

Teniendo en cuenta lo anterior, se puede indicar que el *sandbox* regulatorio se ha consolidado como una herramienta particularmente útil para el desarrollo de las empresas *FinTech*, en la medida en que permite gestionar de manera equilibrada la tensión entre innovación y regulación. Los modelos de negocio *FinTech* suelen caracterizarse por un alto grado de novedad tecnológica, una rápida evolución y una dificultad inicial para encajar dentro de marcos normativos diseñados para intermediarios financieros tradicionales. En ese contexto, el *sandbox* ofrece un entorno controlado en el que estas empresas pueden probar productos y servicios innovadores en condiciones reales, reduciendo la incertidumbre regulatoria y facilitando el acceso a financiamiento. Así, por ejemplo, Villafuerte (2021, p. 242) señala que, junto con (a) la extraterritorialidad y la exigibilidad de las normas, y (b) los productos de distinta naturaleza, (c) las dificultades de control constituyen otro de los desafíos que enfrentan los organismos reguladores ante el surgimiento de las *FinTech*:

Los organismos reguladores en el mundo enfrentan otro problema también importante. La velocidad con la que evoluciona la tecnología.

Mientras los servicios financieros continúan evolucionando, parece que la capacidad de los organismos reguladores para seguirles el paso es cada vez menos confiable. Esto se debe a la

1 Traducción libre de: Sandbox approaches aim at encouraging fintech experimentation, especially with technologies that do not fit easily into the current regulatory framework. When authorities consider establishing a sandbox, they should ensure that the potential risks are properly managed, including those surrounding the ability of supervisors (as opposed to that of the market) to select promising companies, the supervisory authority's liability in case of failure or complaints by consumers, any potential unlevelling of the playing field, and any potential violation of the authority's duty of impartiality towards market participants. The purpose of sandbox environments should therefore be to facilitate innovation while limiting impact on customers and the banking system; some arrangements even allow waiving or easing regulatory requirements.

gran cantidad de información que manejan las compañías tecnológicas, el número creciente de operaciones que realizan y los medios no tradicionales para celebrarlas.

Por otro lado, desde la perspectiva del regulador, el *sandbox* permite comprender mejor los riesgos específicos asociados a estas innovaciones, en ámbitos como la protección del consumidor, el uso de datos personales o la estabilidad financiera, antes de adoptar regulaciones permanentes. De este modo, el *sandbox* no solo fomenta la innovación *FinTech*, sino que contribuye a un diseño normativo más informado, proporcional y alineado con la realidad del mercado.

3.2 Orígenes del *sandbox* regulatorio: Financial Conduct Authority

Al respecto, la primera iniciativa moderna de *sandbox* regulatorio se materializó en el ámbito financiero con la puesta en marcha del Sandbox Regulatorio para empresas *FinTech* por parte de la Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido en el año 2015. Esta experiencia pionera surgió como respuesta a la acelerada innovación tecnológica en los servicios financieros y a las limitaciones de los enfoques regulatorios tradicionales para acompañar dicho proceso sin generar barreras de entrada innecesarias.

Al respecto la FCA nos dice (2015, p. 5)²:

2.3 Los beneficios potenciales de un *sandbox* regulatorio pueden ser significativos en los siguientes aspectos:

- **Reducción del tiempo de salida al mercado a un costo potencialmente menor:** Los retrasos derivados de la incertidumbre regulatoria afectan de manera desproporcionada a los primeros innovadores y desincentivan la innovación. La evidencia proveniente de otros sectores sugiere que, de este modo, el tiempo de llegada al mercado puede incrementarse en aproximadamente un tercio, a un costo cercano

al 8 % de los ingresos totales del producto a lo largo de su vida útil.

- **Mejor acceso al financiamiento:** La innovación financiera depende de la inversión, en gran medida a través de financiamiento vía capital. La incertidumbre regulatoria en una etapa crítica de crecimiento hace que las empresas *FinTech* encuentren mayores dificultades para levantar fondos y alcancen valoraciones más bajas, en la medida en que los inversionistas intentan incorporar riesgos que no están en una posición adecuada para evaluar. La evidencia en otros sectores sugiere que las valoraciones pueden reducirse en alrededor de un 15 % como consecuencia de la incertidumbre regulatoria⁵; resulta más difícil estimar el número de empresas que no logran acceder a ningún tipo de financiamiento.

- **Mayor número de productos innovadores que llegan al mercado:** Como consecuencia de la incertidumbre regulatoria, algunas innovaciones se abandonan en etapas tempranas y ni siquiera llegan a ser probadas. En la medida en que el marco del *sandbox* permite a las empresas gestionar los riesgos regulatorios durante la fase de prueba, un mayor número de soluciones puede ser ensayado y, eventualmente, introducido en el mercado.

Teniendo en cuenta lo anterior, el *sandbox* de la FCA se concibió como un entorno de prueba controlado y temporal que permitió a las empresas *FinTech* desarrollar y probar productos, servicios y modelos de negocio innovadores con clientes reales, bajo condiciones regulatorias flexibles y bajo la supervisión directa del regulador. Su objetivo principal no fue únicamente facilitar la innovación, sino también generar aprendizaje regulatorio, permitiendo a la autoridad comprender mejor los riesgos, impactos y necesidades normativas asociadas a estas nuevas soluciones antes de adoptar regulaciones permanentes. Al respecto, Rezqallah (2021, p. 223) indica que:

El modelo británico de regulación y promoción de las *FinTech* es, sin duda, un caso de éxito digno de

2 Traducción libre de: 2.3 The potential benefits of a regulatory sandbox could be significant from:

- Reduced time-to-market at potentially lower cost: Delays driven by regulatory uncertainty disproportionately affect first-movers and discourage innovators. Evidence from other industries suggests that time-to-market can be increased by about a third in this way, at a cost of about 8% of product lifetime revenue.⁴
- Better access to finance: Financial innovation relies on investment, much of it through equity funding. Regulatory uncertainty at a crucial growth stage means that *FinTech* firms find it harder to raise funds and achieve lower valuations as investors try to factor in risks that they are not well placed to assess. Evidence from other industries suggests valuations may be reduced by about 15% due to regulatory uncertainty; it is more difficult to estimate the number of firms that fail to achieve any funding at all.
- More innovative products reaching the market: Due to regulatory uncertainty, some innovations are abandoned at an early stage and never even tested. As the sandbox framework enables firms to manage regulatory risks during the testing stage, more solutions may be trialled and later potentially introduced to the market.



ser observado y estudiado. Particularmente, el empleo de un *sandbox* regulatorio como herramienta para promover el desarrollo de negocios *FinTech* representa una oportunidad para que proyectos verdaderamente innovadores y con potencial de generar un impacto significativo en el mercado sean probados en la realidad, pero siempre bajo la regulación y cercana supervisión de la autoridad.

Debido a lo anterior, este enfoque marcó un punto de inflexión en la regulación financiera comparada, al introducir una lógica experimental basada en evidencia y proporcionalidad regulatoria, que luego fue replicada y adaptada por múltiples jurisdicciones a nivel global. En ese sentido, el *sandbox* de la FCA no solo constituye el primer antecedente cronológico relevante, sino también el modelo de referencia sobre el cual se han construido las experiencias posteriores en materia de *sandbox* regulatorio.

3.3 Algunas definiciones de *sandbox* regulatorio

En relación con el concepto de *sandbox* regulatorio, resulta pertinente citar algunas definiciones formuladas por organismos especializados, cuya autoridad técnica e institucional aporta un marco conceptual sólido para su comprensión. Las definiciones que se presentan a continuación permiten delimitar los elementos esenciales de esta herramienta y sirven como referencia para el análisis posterior.

En primer lugar, el Comité de Basilea (2018, p. 41)³ sostiene lo siguiente:

Un *sandbox* regulatorio suele referirse a la realización de pruebas en condiciones reales de nuevos

productos o servicios dentro de un entorno controlado. Los *sandboxes* pueden considerarse algo más que un simple diálogo o un intercambio informal, en la medida en que implican la cooperación activa del supervisor durante el período de prueba. Asimismo, los *sandboxes* suponen el uso de facultades discrecionales legalmente previstas por parte de la autoridad supervisora. Su aplicación depende del marco jurídico de cada jurisdicción.

A diferencia de los *innovation hubs*, que se limitan a brindar orientación regulatoria a solicitud de los interesados, el enfoque del *sandbox* suele implicar un proceso previo de postulación y selección por parte del supervisor. Para acceder a un *sandbox*, las empresas deben cumplir determinados criterios, tales como que el proyecto constituya una innovación genuina con beneficios para el consumidor, que no encaje fácilmente en el marco regulatorio existente y que se encuentre en un estado de madurez suficiente para su introducción en el mercado. A partir de la experiencia inicial con los *sandboxes*, cabe señalar que estas pruebas pueden involucrar —o no— actividades reguladas (como captación de depósitos, otorgamiento de créditos o servicios de pago), aun cuando las empresas financieras estén aplicando nuevas tecnologías o nuevos usos de datos. En ese sentido, el *sandbox* puede estar disponible tanto para empresas reguladas como no reguladas.

Los *sandboxes* también pueden contemplar la concesión de alivios o flexibilizaciones regulatorias temporales a determinadas empresas seleccionadas. Dado que estos regímenes han sido implementados relativamente recientemente, la evidencia empírica sobre sus implicancias regulatorias aún es limitada. Cuando las pruebas involucran productos

3 Traducción libre de: A regulatory sandbox usually refers to live testing of new products or services in a controlled environment. Sandboxes may be considered to be more than just a dialogue or an informal exchange as they engage a supervisor's active cooperation during the test period. Sandboxes also imply the use of legally provided discretions by the supervisory agency. Their use depends on the jurisdiction.

In contrast to innovation hubs, which provide regulatory advice upon request, the sandbox approach usually entails a prior application process and selection by the supervisor. Several criteria may have to be met by a firm when applying for a sandbox: for example, being a genuine innovation with a consumer benefit, not easily fitting into an existing regulatory framework and being ready for market. Based on initial feedback received on regulatory sandboxes, it is worth noting that these test runs may or may not involve regulated activities (deposit-taking, lending, payment services etc), even if financial firms are applying new technologies or new uses for data. Therefore, the sandbox can be made available to regulated as well as unregulated firms.

Sandboxes may also grant temporary regulatory forbearance or alleviation to selected firms. Since the sandbox regimes have been set up only recently, concrete insights about the regulatory implications of the sandbox are still limited. If they provide regulated products and services, they may be granted with a restricted licence or permission. It is worth observing that regulatory challenges are not always related to prudential banking regulation. They can also stem from data protection, consumer protection or AML/CFT rules. Therefore, sandbox participants must typically inform consumers and all relevant stakeholders that the company is providing the service under a sandbox regime. Confidentiality of customer data must also be ensured.

In addition, the testing environment often involves operating restrictions or parameters for the firms conducting the test (eg a maximum number of clients or maximum transaction level). Sandbox testing typically runs for a predefined period of time. Some authorities that have set up sandboxes also require sandbox participants to have a proper exit strategy to ensure that any obligation to customers is fulfilled or addressed before exiting the test.

o servicios regulados, puede otorgarse una licencia o autorización restringida. Cabe destacar que los desafíos regulatorios no siempre se relacionan con la regulación prudencial bancaria, sino que pueden derivarse de normas de protección de datos, protección al consumidor o prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo (AML/CFT). Por ello, los participantes del *sandbox* suelen estar obligados a informar a los consumidores y a las partes interesadas relevantes que el servicio se presta bajo un régimen de *sandbox*, así como a garantizar la confidencialidad de los datos de los clientes.

Adicionalmente, el entorno de prueba suele imponer restricciones operativas o parámetros específicos, tales como un número máximo de clientes o límites en el volumen de transacciones. Las pruebas en el *sandbox* se desarrollan generalmente por un período de tiempo predeterminado, y algunas autoridades exigen que los participantes cuenten con una estrategia de salida adecuada, destinada a asegurar que las obligaciones frente a los clientes sean debidamente atendidas antes de la finalización de la prueba.

Por su parte, IOSCO (2022, p. 6)⁴ sostiene que:

Los *sandboxes* regulatorios (RS) son marcos establecidos por una autoridad reguladora del sector financiero que permiten la prueba a pequeña escala y en condiciones reales de innovaciones desarrolladas por empresas privadas, dentro de un entorno controlado y bajo la supervisión del regulador. Estas pruebas se realizan generalmente al amparo de exenciones, autorizaciones especiales u otras excepciones regulatorias limitadas y temporales. Asimismo, los *sandboxes* regulatorios pueden contemplar la aplicación de determinadas excepciones o derogaciones regulatorias, igualmente acotadas en el tiempo y en su alcance, otorgadas por la autoridad supervisora.

Por el lado doctrinario, Bromberg, Godwin y Ramsay (2017)⁵ señalan lo siguiente:

Los *sandboxes* regulatorios han sido establecidos para permitir que las empresas *FinTech* innovadoras puedan desenvolverse frente a los requerimientos regulatorios mediante la “puesta a prueba” de sus modelos de negocio sin necesidad de cumplir plenamente con determinadas regulaciones financieras. Los *sandboxes* implementados hasta la fecha han incluido exenciones de licenciamiento y alivios regulatorios condicionados, tales como la dispensa temporal de la obligación de contar con una licencia para la prestación de servicios financieros. Durante su participación en el *sandbox*, las empresas pueden realizar determinadas transacciones y prestar ciertos servicios dentro de límites o umbrales previamente definidos, lo que les permite innovar al mismo tiempo que se protege a los consumidores y la integridad del sistema financiero. La lógica subyacente a este mecanismo es que las empresas estén obligadas a cumplir plenamente con la regulación financiera una vez concluida la fase de prueba, momento en el cual el modelo de negocio se encuentra más desarrollado y estable.

4. Elementos de la herramienta “*sandbox*”

4.1 Sujetos determinados

En primer lugar, debe señalarse que, por definición, el *sandbox* regulatorio no es una herramienta abierta a cualquier sujeto. Tanto por su relevancia institucional como por el mercado específico en el que se implementa -sin perjuicio de que pueda discutirse si debería configurarse como un instrumento de aplicación transversal-, su diseño implica necesariamente una delimitación subjetiva. Ello supone que no solo se restringe el acceso a determinados tipos de participantes, sino que, además, dichos sujetos deben cumplir con condiciones mínimas previamente establecidas.

El ámbito subjetivo de aplicación inicial del reglamento comprendía a las empresas del sistema financiero y de seguros reguladas en los artículos 16 y 17 de la Ley General, a las AFP, así como a deter-

4 Traducción libre de: **Regulatory Sandboxes (RS)** are frameworks set up by a financial sector regulator to allow small scale, live testing of innovations by private firms in a controlled environment (operating under a special exemption, allowance, or other limited, time-bound exception) under the regulator’s supervision. Regulatory sandboxes may also apply the use of certain, limited (in time and scope) regulatory exceptions or derogations provided by the regulator.

5 Traducción libre de: Regulatory sandboxes have been established to allow innovative Fintech businesses to navigate the regulatory requirements by ‘testing’ their business concepts without having to comply with certain financial regulations. The sandboxes established thus far have included licensing exemptions and conditional relief from regulatory requirements such as the need to obtain a financial services licence. While operating in the sandbox, businesses can conduct certain transactions and services within defined threshold limits, which allows them to innovate while protecting consumers and the integrity of the financial system. The rationale involves businesses being required to fully comply with financial regulation after the testing phase is complete (by which time the business is more established).



minadas entidades estatales bajo control de la SBS, lo que evidencia un enfoque inicialmente centrado en actores ya supervisados.

Sin embargo, posteriormente, mediante la Resolución SBS N.º 4142-2025, de fecha 19 de noviembre de 2025, la cual modificó el Reglamento de Sandbox SBS, se amplió el ámbito sujeto de aplicación a las Asociaciones de Fondos Regionales o Provinciales contra Accidentes de Tránsito (AFO-CAT), las Cooperativas de Ahorro y Crédito y las empresas no autorizadas a operar con terceros, es decir, empresas no supervisadas. En relación con estas últimas, se indica lo siguiente:

Artículo 1. Alcance

[...]

1.4 El Reglamento resulta aplicable a las empresas no supervisadas por la Superintendencia que deseen implementar y desarrollar modelos novedosos en el ámbito de las operaciones financieras que se encuentran dentro del ámbito de supervisión de la Superintendencia, siempre que cumplan con los requisitos establecidos y obtengan la autorización correspondiente para participar en la prueba piloto. Los requisitos establecidos en este Reglamento deben ser cumplidos por el representante legal, así como la normativa relacionada que resulte aplicable al instrumento, operación y/o actividad que se someta, de manera temporal al modelo novedoso.

[...]

Dicha modificación busca consolidar el *sandbox* como un verdadero laboratorio de innovación financiera orientado a la inclusión financiera, permitiendo que modelos de negocio desarrollados fuera del perímetro regulatorio tradicional (como *FinTechs*, cooperativas y otros proveedores de servicios financieros innovadores) puedan ser probados en un entorno vigilado antes de dar el salto a una eventual regulación específica o a una autorización permanente. De esta manera, el *sandbox* pasa de ser un instrumento estrictamente intrasectorial del sistema financiero supervisado a perfilarse como una pieza central de la estrategia de política pública para articular innovación, competencia y protección del usuario en el mercado de servicios financieros.

En ese sentido, como se desarrollará más adelante, el acceso al *sandbox* está condicionado al cumplimiento de determinados requisitos o “criterios de elegibilidad”, en los términos utilizados por el Reglamento de Sandbox SBS. Estos criterios buscan asegurar que los proyectos sometidos a prueba

reúnan un nivel mínimo de madurez, viabilidad y gestión de riesgos, de modo que la flexibilización regulatoria inherente al *sandbox* no comprometa los objetivos de estabilidad del sistema, protección del consumidor y supervisión efectiva.

4.2 Solicitudes grupales y multisectoriales

Al respecto, una novedad relevante introducida por la Resolución SBS N.º 4142-2025, cuya ausencia en el Reglamento de *Sandbox* SBS vigente resultaba difícil de justificar, es la posibilidad de que las solicitudes de acceso al *sandbox* puedan ser presentadas de manera conjunta por empresas supervisadas y por empresas no supervisadas. Esta previsión resulta especialmente importante, en la medida en que el *sandbox* financiero “no es solo un espacio de colaboración público-privado, sino también [un mecanismo que] fomenta la colaboración dentro del propio sector empresarial” (Delgado Ruiz-Gallardón & Rodríguez i Salleras, 2022, p. 89). En esa línea, la Resolución SBS N.º 4142-2025 ha modificado el artículo 9 del Reglamento en los siguientes términos:

Artículo 9. Solicitudes grupales

9.1. Dos o más empresas, indistintamente de si son supervisadas o no o de si se encuentran en organización, pueden presentar una única solicitud de autorización para realizar una prueba piloto de forma grupal cuando se trate del mismo modelo novedoso. Para ello, en la solicitud de autorización se debe señalar las obligaciones de cada empresa en los procesos de la prueba piloto y sus responsabilidades respecto a los participantes, así como lo dispuesto en el párrafo 8.1. del artículo 8 y del artículo 22 según corresponda del presente Reglamento.

9.2. Cuando en un proyecto participen más de una empresa, el mismo debe ajustarse a lo dispuesto en el párrafo anterior y acreditar el convenio o alianza correspondiente, el cual debe establecer las condiciones de participación de cada entidad en la aplicación y eventual operación de la prueba piloto.

[...].

La ausencia de la posibilidad de presentar solicitudes conjuntas en el Reglamento de Sandbox SBS resultaba difícil de justificar desde una perspectiva funcional y de política regulatoria. En la práctica, una parte significativa de los modelos de negocio innovadores en el sector financiero no se desarrolla de manera aislada, sino a través de esquemas de colaboración entre entidades supervisadas y actores no supervisados, tales como *FinTech*, proveedores

tecnológicos, *startups* especializadas en análisis de datos o empresas de infraestructura digital. Exigir que estos proyectos se canalicen únicamente a través de un solo tipo de participante resultaba en la desnaturalización de la realidad operativa del mercado y limitaba el alcance del *sandbox* como herramienta de experimentación.

Adicionalmente, la prohibición implícita de postulaciones conjuntas generaba incentivos regulatorios ineficientes. Por un lado, obligaba a estructurar artificialmente los proyectos para que una sola entidad - generalmente la supervisada - asumiera formalmente la postulación, aun cuando la innovación y el riesgo tecnológico residieran principalmente en el actor no supervisado. Por otro lado, excluía o desincentivaba la participación directa de agentes que, precisamente por no estar aún sujetos a supervisión, son los llamados a beneficiarse de un entorno de prueba controlada. En ese contexto, la modificación introducida por la Resolución SBS N.º 4142-2025 corrige una rigidez normativa que no solo carecía de justificación técnica, sino que también menguaba el potencial del *sandbox* como mecanismo de aprendizaje regulatorio y de articulación entre innovación, competencia y estabilidad del sistema financiero.

Al respecto, aceptar solicitudes grupales de este tipo abre la puerta a esquemas asociativos en los que entidades financieras tradicionales, empresas *FinTech*, proveedores tecnológicos y otros actores del ecosistema pueden articular proyectos conjuntos, combinando capacidades complementarias. Desde la perspectiva regulatoria, ello permite que las innovaciones no se diseñen en aislamiento, sino incorporando desde el inicio consideraciones de interoperabilidad, gestión de riesgos, seguridad de la información y protección del consumidor.

Adicionalmente, la posibilidad de postulación conjunta reduce asimetrías estructurales, ya que las entidades más pequeñas o no supervisadas pueden apalancarse en la experiencia regulatoria y en la infraestructura de las entidades supervisadas, mientras que estas últimas acceden a tecnologías y modelos de negocio más ágiles y disruptivos. De este modo, se genera un círculo virtuoso de transferencia de conocimiento en ambas direcciones.

Por otro lado, el enfoque colaborativo permite que el supervisor observe, en un entorno controlado, no solo el funcionamiento individual de una solución innovadora, sino también sus efectos en las cadenas de valor y en las relaciones entre diversos tipos de proveedores. Esto último es especialmente

relevante en mercados en los que la provisión de servicios financieros tiende a organizarse en redes o plataformas, más que en actores aislados. En consecuencia, la habilitación de solicitudes grupales fortalece el rol del *sandbox* como herramienta de política pública no solo para probar tecnologías, sino para ordenar incentivos, promover estándares sectoriales y favorecer una modernización más coordinada del sistema financiero.

4.3 Tipo de actividad

Tal como se señaló anteriormente, el *sandbox* regulatorio puede, en principio, aplicarse a diversos sectores. No obstante, para los efectos del presente trabajo, el análisis se circunscribe al ámbito regulado por la SBS. En ese contexto, resultan particularmente relevantes los conceptos de “modelo novedoso” y “prueba piloto”, por constituir categorías centrales en el diseño y funcionamiento del *sandbox* financiero.

Al respecto, los literales d) y g) del artículo 2 del Reglamento de *Sandbox* SBS establecen las definiciones aplicables a dichos conceptos, en los siguientes términos:

Artículo 2. Definiciones

Para la aplicación del presente Reglamento deben considerarse las siguientes definiciones:

[...].

d) Modelo Novedoso: modelo de negocio u operativo que implica la realización de actividades de manera distinta a la forma tradicional empleada por las empresas, y que requiere la realización de pruebas piloto, flexibilización normativa o modificaciones regulatorias.

g) Prueba piloto: experimentación temporal de modelos novedosos que cuentan con un nivel de desarrollo suficiente para involucrar a participantes, y que tienen como fin comprobar aspectos necesarios para su posterior despliegue.

[...].

A partir de lo expuesto, el artículo 4 del Reglamento de *Sandbox* SBS desarrolla los mecanismos concretos a través de los cuales se materializa su implementación. En particular, dicho artículo parte de una premisa central, según la cual no todas las innovaciones presentan el mismo nivel de riesgo ni implican el mismo grado de disrupción respecto del marco regulatorio vigente.

En atención a ello, el diseño del *sandbox* no se orienta a autorizar de manera indiscriminada cual-



quier prueba piloto, sino que adopta un enfoque diferenciado y gradual, estructurando distintos niveles de intervención regulatoria en función de la naturaleza, alcance y grado de novedad del modelo sometido a prueba. Esta arquitectura normativa permite calibrar la intensidad de la supervisión y de las flexibilizaciones regulatorias, asegurando que la promoción de la innovación se compatibilice con los objetivos de estabilidad del sistema, protección del usuario y control de riesgos.

En primer lugar, el Reglamento de *Sandbox* SBS permite que las empresas realicen pruebas piloto temporales de modelos novedosos basados en actividades ya reguladas, siempre que dichas empresas cuenten con autorización previa de la SBS para desarrollar esas actividades. En estos casos, la innovación no radica en la actividad en sí, sino en la forma en que esta se ejecuta, así, por ejemplo, mediante nuevas tecnologías, canales digitales o procesos automatizados, por lo que el riesgo regulatorio es relativamente menor y la supervisión puede apoyarse en reglas ya existentes.

Sin embargo, cuando la prueba piloto requiere flexibilizar exigencias normativas o involucra actividades no previstas en la regulación vigente, el Reglamento de *Sandbox* de la SBS exige una autorización expresa de la SBS y distingue entre dos regímenes específicos.

- a) El “Régimen de Flexibilización” se aplica cuando la actividad está regulada, pero resulta necesario exceptuar temporalmente ciertos requisitos para viabilizar la prueba.
- b) El “Régimen Extraordinario” está reservado para pruebas piloto de modelos novedosos basados en actividades que no se encuentran contempladas en el marco regulatorio vigente. En estos supuestos, la norma reconoce expresamente que la innovación se sitúa fuera de las categorías actualmente reguladas, lo que hace inviable su desarrollo bajo las reglas ordinarias aplicables a las empresas del sistema financiero.

En atención a ello, el Reglamento de *Sandbox* SBS dispone que la realización de estas pruebas piloto requiere una autorización previa y expresa de la Superintendencia, la cual evalúa la naturaleza de la actividad propuesta y su compatibilidad con los objetivos de supervisión. En el caso de las empresas del sistema financiero, la norma precisa que dichas actividades pueden corresponder a aquellas referidas en el numeral 44 del artículo 221 de la Ley

General, reforzando así el carácter excepcional y acotado de este régimen.

Al respecto, esta arquitectura normativa refleja una lógica de supervisión proporcional y basada en riesgos, en la que el grado de flexibilidad y control se ajusta al nivel de novedad e incertidumbre del modelo sometido a prueba, evitando tanto la prohibición prematura de la innovación como una desregulación indiscriminada.

4.4 Temporalidad

Uno de los elementos estructurales del diseño de un *sandbox* regulatorio, y que, en rigor, difícilmente podría ser de otro modo, es la temporalidad del piloto autorizado a operar. Ello se explica porque el entorno de flexibilización se sustenta precisamente en la no aplicación o aplicación atenuada de la normativa vigente, bajo condiciones acotadas de tiempo, alcance y supervisión. A su vez, este carácter temporal está orientado a un resultado concreto: que, culminada la prueba, el regulador adopte una decisión informada sobre si regular o no, y en su caso, cómo hacerlo respecto de la innovación probada.

En el caso peruano, esta característica se encuentra recogida de manera expresa en el literal a) del numeral 5.1 del Reglamento de *Sandbox* SBS, el cual establece que las pruebas piloto deben contar con *“una duración máxima de dieciocho (18) meses, con posibilidad de renovación por hasta doce (12) meses adicionales, previa solicitud debidamente sustentada, la cual será autorizada mediante resolución”*. Esta previsión normativa pone de manifiesto que la experimentación regulatoria no se concibe como un régimen permanente, sino como un mecanismo excepcional, temporal y acotado, orientado a generar información suficiente que permita al regulador evaluar la conveniencia de adoptar, modificar o descartar una regulación de alcance general en el futuro.

4.5 Participantes: clientes y usuarios

El artículo 5 del Reglamento de *Sandbox* SBS establece las condiciones básicas bajo las cuales pueden desarrollarse las pruebas piloto, varias de las cuales tienen un impacto directo en los clientes y usuarios participantes. En primer lugar, se dispone, tal como se indicó antes, que toda prueba piloto debe tener una duración máxima de dieciocho (18) meses, con la posibilidad de una prórroga excepcional de hasta doce (12) meses adicionales, sujeta a una solicitud debidamente sustentada y aprobada mediante reso-

lución de la Superintendencia (literal a) del artículo 5.1). Esta limitación temporal confirma que la participación de los usuarios se concibe como acotada y no permanente. Asimismo, el Reglamento exige que el número máximo de participantes esté previamente definido y debidamente justificado (literal b) del numeral 5.1), lo que permite controlar la exposición de clientes y usuarios a los riesgos propios de la experimentación. Finalmente, se requiere la no objeción del Comité de Riesgos u órgano equivalente de la empresa participante, basada en un informe de riesgos que incluya, entre otros, aspectos de conducta de mercado (literal c) del numeral 5.1), reforzando la evaluación previa de los impactos sobre los usuarios.

De manera complementaria, el artículo 5.2 establece una regla central de protección al usuario, al indicar que la responsabilidad por los daños o perjuicios que pudieran sufrir los participantes como consecuencia de la prueba piloto recae exclusivamente en la empresa, sin que la participación en el *sandbox* limite o atenúe dicha responsabilidad. La norma precisa que no se consideran daños las pérdidas derivadas de fluctuaciones normales de mercado, siempre que esa posibilidad haya sido informada previamente a los participantes. Este criterio resulta especialmente relevante para clientes y usuarios, pues asegura que el carácter experimental del *sandbox* no implique una transferencia indebida de riesgos hacia ellos.

Por su parte, el artículo 6 refuerza la protección de los clientes y usuarios desde una doble dimensión. En primer lugar, el artículo 6.1 condiciona la autorización de pruebas piloto en los regímenes de Flexibilización y Extraordinario al cumplimiento de criterios de elegibilidad que guardan relación directa con la experiencia del usuario. De este modo, el modelo debe contar con un grado de desarrollo suficiente para involucrar participantes, buscar agregar valor a la experiencia del usuario o contribuir al desarrollo de la industria, y disponer de los recursos necesarios para respaldar eventuales daños o perjuicios. En segundo lugar, el artículo 6.2 establece obligaciones específicas de información y consentimiento, exigiendo que los participantes sean informados de manera clara sobre las características, condiciones, duración de la prueba, responsabilidad de la empresa, y canales de consultas o reclamos, así como que otorguen su consentimiento expreso para participar. Estas disposiciones confirman que la participación de clientes y usuarios en el *sandbox* se encuentra sujeta a un régimen reforzado de información, control y responsabilidad, compatible con el carácter temporal y experimental de la prueba piloto.

4.6 Postulación: criterios de elegibilidad

Ahora bien, tal como se ha venido señalando, las entidades que deseen acceder al *sandbox* deben presentar una solicitud formal ante la autoridad

6 Artículo 8. Solicitud de autorización

- 8.1. Para obtener autorización, la empresa debe presentar una solicitud suscrita por el Gerente General, adjuntando la siguiente información:
 - a) Declaración del cumplimiento de los criterios de elegibilidad señalados en el párrafo 6.1 del artículo 6, adjuntando un informe y la documentación necesaria que permita sustentar la forma en la que el modelo novedoso cumple con cada uno de dichos criterios.
 - b) Información sobre la prueba piloto señalada en el Anexo 2 del presente Reglamento.
 - c) En el caso del Régimen De Flexibilización, se debe presentar la identificación y justificación de los requisitos regulatorios que requieren ser flexibilizados de forma temporal, los que deben de encontrarse en el ámbito de competencia de la Superintendencia.
 - d) En el caso del Régimen Extraordinario, se debe justificar que el modelo novedoso no cuenta con un marco normativo aplicable, y que por su naturaleza, se encuentra relacionado a actividades bajo competencia de la Superintendencia.
- 8.2. Efectuada la evaluación y, de no existir observaciones o requerimientos adicionales, la Superintendencia expide la correspondiente resolución, la cual es emitida dentro del plazo de cuarenta y cinco (45) días hábiles para el régimen De Flexibilización, y sesenta (60) días hábiles para el régimen Extraordinario, contados desde la presentación de la solicitud de autorización.
- 8.3. Las empresas autorizadas deben iniciar su prueba piloto dentro de un plazo máximo de seis (6) meses contados desde la emisión de la resolución de autorización, prorrogable por un plazo máximo de seis (6) meses más previa solicitud debidamente sustentada y autorizada mediante resolución, en cuyo caso la empresa debe presentar una solicitud formal, la que se rige por el literal a) del párrafo 5.1. del artículo 5 del presente Reglamento, y es atendida conforme el plazo indicado en dicho párrafo.
- 8.4. En caso la Superintendencia haya autorizado a una empresa la ampliación de plazo de inicio de su prueba piloto en virtud del párrafo 8.3. del artículo 8 del presente Reglamento, podrá autorizar ampliar el plazo dispuesto en el literal a) del párrafo 5.1. del artículo 5 por un plazo adicional superior a doce (12) meses siempre que no exceda del plazo máximo de treinta (30) meses de duración total de la prueba piloto.
- 8.5. En el caso de una AFOCAT, la solicitud debe detallar la estructura de financiamiento de la prueba piloto. Los gastos operativos y eventuales pérdidas asociadas a la prueba piloto no podrán ser financiados con cargo al Fondo constituido por los aportes de riesgo, debiendo ser cubiertos con el presupuesto de gastos administrativos. La inversión en activos necesarios para la prueba piloto podrá realizarse mediante la administración directa de excedentes del Fondo, únicamente si se cumple con la regulación específica aplicable a dicha materia”.



competente, que en el caso peruano es la SBS, a fin de obtener la aprobación correspondiente. En este contexto, el Reglamento distingue entre solicitudes presentadas por entidades supervisadas, entidades no supervisadas y entidades que se encuentran en proceso de organización, previendo, además, para todos estos supuestos, la posibilidad de presentar solicitudes de manera conjunta.

De este modo, el artículo 8 del Reglamento de Sandbox SBS⁶ regula de manera sistemática los requisitos aplicables a cada tipo de solicitante, así como los plazos y etapas del procedimiento de evaluación, estableciendo un marco procedimental claro para el ingreso de los distintos actores al entorno de prueba controlada.

4.7 Convocatoria del regulador

Los artículos 23 y 24 del Reglamento de *Sandbox* SBS incorporan un elemento adicional relevante en el diseño de esta herramienta, al reconocer que la iniciativa para el desarrollo de pruebas piloto no recae exclusivamente en las entidades interesadas, sino que también puede provenir de la propia autoridad supervisora. En particular, el artículo 23 faculta a la SBS a realizar convocatorias públicas para la presentación de propuestas de pruebas piloto sobre determinados temas o problemáticas que la SBS considere de interés público.

De este modo, las pruebas piloto impulsadas por convocatoria no solo responden a la iniciativa privada, sino que se integran en una lógica de aprendizaje regulatorio dirigido, en la que el supervisor identifica necesidades concretas de información o evaluación normativa. Esta facultad contribuye a consolidar el *sandbox* como un instrumento de política pública, capaz de articular la innovación del mercado con los objetivos de supervisión, estabilidad y protección del usuario, sin limitarse a un esquema puramente reactivo frente a las propuestas de las empresas.

4.8 Informe de cierre

Finalmente, el diseño del *sandbox* regulatorio contempla la remisión de un “informe de cierre” respecto de las actividades realizadas, a fin de que el supervisor cuente con información suficiente y sistemática sobre el desarrollo de la prueba piloto. En el caso del Reglamento de Sandbox SBS, el numeral 6.3 establece que, en un plazo máximo de treinta (30) días hábiles contados a partir de la finalización de la prueba piloto, la empresa debe remitir a la SBS un informe de resultados suscrito

por el Gerente General, considerando, al menos, la información señalada en el Anexo 1 del referido reglamento, que se detalla a continuación:

1. Conclusiones sobre su desarrollo y el logro de los objetivos asociados.
2. Número total de participantes involucrados en la prueba piloto.
3. Indicar si el cierre de la prueba piloto y la liquidación de las operaciones se desarrolló conforme los procedimientos establecidos para tal fin.
4. Número y monto de operaciones realizadas.
5. Incidencias ocurridas durante su ejecución, y pérdidas que se generaran durante la prueba piloto como consecuencia de la materialización de algún riesgo.
6. Reclamos de participantes y respuestas brindadas, así como las medidas adoptadas en caso los participantes hayan sido afectados.

Este conjunto de información cumple una función esencial en la lógica del *sandbox*, ya que permite al supervisor evaluar no solo el desempeño técnico y operativo de la innovación probada, sino también su impacto en los participantes, la materialización de riesgos, la eficacia de los mecanismos de protección al usuario y la adecuación de los procedimientos de cierre y liquidación. A partir de estos resultados, la autoridad puede decidir si la solución testada es escalable, si requiere ajustes o salvaguardas adicionales, o si resulta necesario modificar, emitir o abstenerse de dictar regulación específica, convirtiendo la experiencia del piloto en un insumo directo para el diseño de una nueva arquitectura financiera más informada y basada en evidencia.

5. Conclusiones

Luego de lo expuestose pueden formular las siguientes conclusiones:

- a) El *sandbox* regulatorio se consolida como una herramienta idónea para gestionar la tensión entre innovación y regulación en el sistema financiero. Frente a los riesgos de la sobrerregulación *ex ante* y a las limitaciones de los enfoques puramente *ex post*, el *sandbox* permite una aproximación intermedia, basada en la experimentación controlada, la supervisión activa y la generación de evidencia empírica previa a la adopción de normas de alcance general.

- b) La incorporación del *sandbox* en el ordenamiento jurídico peruano representa un avance relevante en la modernización de la regulación financiera, particularmente a partir del Decreto de Urgencia N.º 013-2020 y su desarrollo mediante el Reglamento de Sandbox SBS. Este marco normativo habilita, por primera vez, espacios formales de prueba para modelos de negocio innovadores, con reglas claras sobre temporalidad, alcance, supervisión y responsabilidad.
- c) El diseño del *sandbox* implementado por la SBS refleja una lógica de supervisión proporcional y basada en riesgos, al distinguir entre actividades reguladas que requieren flexibilización normativa, canalizadas a través del Régimen de Flexibilización, y actividades no previstas en el marco regulatorio vigente, canalizadas a través del Régimen Extraordinario. Esta diferenciación evita tanto la prohibición prematura de la innovación como una desregulación indiscriminada, ajustando la intensidad regulatoria al grado de novedad e incertidumbre del modelo sometido a prueba.
- d) La ampliación del ámbito subjetivo del *sandbox* y la habilitación de solicitudes grupales constituyen mejoras normativas significativas, en la medida en que alinean el instrumento con la realidad operativa del ecosistema financiero y *FinTech*. La posibilidad de postulaciones conjuntas entre entidades supervisadas y no supervisadas fortalece la colaboración sectorial, reduce asimetrías estructurales y potencia el *sandbox* como espacio de aprendizaje regulatorio y de articulación público-privada.
- e) La regulación peruana incorpora salvaguardas relevantes para la protección de clientes y usuarios participantes, mediante límites cuantitativos, obligaciones reforzadas de información y consentimiento, así como un régimen claro de responsabilidad a cargo de la empresa participante. Ello confirma que el carácter experimental del *sandbox* no supone una relajación de los estándares básicos de protección al consumidor, sino su adaptación a un entorno temporal y controlado.

Bibliografía

- Basel Committee on Banking Supervision. (2017). *Sound practices: Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*. Bank for International Settlements.
- Bromberg, L., Godwin, A., & Ramsay, I. (2017). *FinTech sandboxes: Achieving a balance between regulation and innovation*. *Journal of Banking and Finance Law and Practice*, 28(4), 314–336. <https://ssrn.com/abstract=3090844>
- Delgado Ruiz-Gallardón, I., & Rodríguez i Salleras, J. (2022). La introducción del sandbox en el ecosistema fintech español. *ICE, Revista de Economía*, 926, 81–104. <https://doi.org/10.32796/ice.2022.926.7406>
- Financial Conduct Authority. (2015, November). *Regulatory sandbox*. <https://www.fca.org.uk/publication/research/regulatory-sandbox.pdf>
- Herrera, D., & Vadillo, S. (2018). *Sandbox regulatorio en América Latina y el Caribe para el ecosistema FinTech y el sistema financiero* (Documento para discusión N.º IDB-DP-573). Banco Interamericano de Desarrollo.
- International Organization of Securities Commissions. (2022). *The use of innovation facilitators in growth and emerging markets* (Final Report FR08/2022).
- Nakagawa Morales, V., & Aguilar Reátegui, J. (2021). De los sandbox regulatorios y otros medios (demonios) de crecer el acceso a internet en Perú. *Revista de Derecho Administrativo – CDA*, 20, 68–93.
- Rezqallah Arón, T. (2021). Innovando en la arena: Una aproximación a las FinTech y a la importancia de la implementación de un sandbox regulatorio en Perú. *THÉMIS-Revista de Derecho*, 79, 215–233. <https://doi.org/10.18800/themis.202101.012>
- Stigler, G. J. (1971). The theory of economic regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 2(1), 3–21.
- Villafuerte Mendoza, J. (2021). ¿Podemos regular a las FinTech? Desafíos y propuestas. *THÉMIS-Revista de Derecho*, 79, 235–249. <https://doi.org/10.18800/themis.202101.013>

El *sandbox* regulatorio como instrumento para fomentar el desarrollo de la industria *fintech* en el Perú

The regulatory sandbox as an instrument to promote the development of the fintech industry in Peru

— Sergio Barboza* y Renata Rojas** —

Resumen

El presente artículo analiza el *sandbox* regulatorio como instrumento para fomentar la innovación *fintech* en Perú. A partir de la Resolución SBS No. 03365-2025, que plantea ampliar el alcance del *sandbox* a empresas no supervisadas, y el modelo actual de *sandbox* implementado por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (“SBS”), examinamos los aspectos que deben considerarse en su diseño para que este mecanismo cumpla un rol efectivo en el desarrollo de la industria *fintech*. El análisis incorpora el estudio de las *fintech* y el *sandbox*, a fin de evaluar el modelo de la SBS a la luz de experiencias internacionales, resaltando los avances alcanzados y los retos que aún enfrenta el diseño nacional frente a la innovación tecnológica.

Palabras clave

Financiamiento sostenible; inclusión financiera; fintech; regulación financiera; innovación financiera.

Abstract

This article analyzes the regulatory sandbox as a tool to promote fintech innovation in Peru. Based on Resolution SBS No. 03365-2025, which proposes extending the scope of the sandbox to non-supervised companies, and the current sandbox model implemented by the Superintendence of Banking, Insurance and Private Pension Fund Managers (SBS), the article examines the aspects that must be considered in its design so that this mechanism can play an effective role in the development of the fintech sector. The analysis incorporates the study of fintech and the sandbox in order to examine the SBS model in light of international experiences, highlighting the progress made and the challenges still facing the national design in terms of technological innovation.

Keywords

Sustainable finance, financial inclusion, fintech, financial regulation, financial innovation.

* Socio de DLA Piper Perú. Colíder del grupo de práctica de Fintech de DLA Piper para América Latina.

** Estudiante de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP). Ex Miembro de la Asociación Civil Derecho & Sociedad. Lima, Perú, renata.rojas@pucp.edu.pe

1. Introducción

Abordar los servicios financieros sin aludir a la tecnología resulta hoy imposible. En apenas una década, el sistema financiero ha transitado de modelos tradicionales a escenarios en los que la innovación tecnológica no solo complementa, sino que redefine las reglas en el mundo financiero. Bajo este escenario, las empresas *fintech* se han convertido en las protagonistas de este cambio estructural al ofrecer servicios financieros innovadores mediante el uso de diversas tecnologías disruptivas que han surgido en esta era digital.¹

Junto con la promoción de la innovación financiera que traen consigo las *fintech*, surge un desafío regulatorio crucial respecto a cómo el ordenamiento jurídico debe responder a la innovación de un contexto digital que genera permanente transformación. En ese escenario, uno de los instrumentos que ha cobrado inusitada relevancia en los últimos años es el *sandbox* regulatorio, concebido como un espacio de pruebas temporal y controlado, en el cual pueden evaluarse modelos de negocio o servicios innovadores bajo supervisión regulatoria. La implementación del *sandbox* regulatorio en el ámbito financiero, se ha extendido con rapidez en el plano internacional. De acuerdo con un estudio del World Bank Group, para el año 2020 se habían implementado un total de 73 *sandboxes* para las *fintech* en 57 países alrededor del mundo (World Bank Group, 2020).

En Perú, el supervisor bancario ha avanzado algunos pasos en esa dirección. En 2021, conforme veremos más adelante, mediante la Resolución SBS No. 2429-2021, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (“SBS”) aprobó el Reglamento para la realización temporal de actividades en modelos novedosos, en virtud del cual estableció reglas para que las empresas bajo supervisión o próximas a ser supervisadas por la SBS, puedan realizar de manera temporal pruebas piloto de modelos novedosos basados en actividades contempladas en la regulación vigente. No obstante, como podemos apreciar, esta primera aproximación no incluyó a las empresas *fintech* no supervisadas por la SBS, lo cual fue motivo de discusión respecto a la necesidad de ampliar el alcance del *sandbox* regulatorio creado por esta entidad.

Sin embargo, en el 2025, a través de la Resolución SBS No. 03365-2025, la SBS presentó un proyecto normativo proponiendo ampliar el alcance del *sandbox* regulatorio, incorporando así la posibilidad que empresas *fintech* no supervisadas puedan participar en este entorno de pruebas.

Es a raíz de este último avance, precisamente, que el presente trabajo se propone reflexionar sobre los avances del *sandbox*, con el objetivo de reconocer aspectos centrales para que este instrumento sea provechoso y permita fomentar el desarrollo de la industria *fintech* en Perú, estudiando experiencias seleccionadas a nivel internacional y los avances actuales en el diseño del *sandbox* vigente.

2. Contextualización

2.1 ¿Qué se entiende por *fintech*?

Antes de profundizar en el concepto de *sandbox* regulatorio y el análisis de su incorporación en nuestra regulación financiera, es necesario referirnos a las *fintech*, de manera que este desarrollo nos sirva en la articulación de los aspectos que son materia de estudio más adelante.

Las denominadas “tecnologías financieras” o “*fintech*” –acrónimo de las palabras anglosajonas *financial* y *technology*– han sido trabajadas extensamente en el marco del derecho financiero. En términos generales, como menciona Madir (2024), describen la conexión entre la tecnología y los servicios financieros.

De acuerdo con ello, es posible que, del simple entendimiento de su terminología, se pueda pensar que se trata de cualquier servicio financiero diseñado o prestado con base en la tecnología. No obstante, de considerarse así, no alcanzaría a explicarse el impacto que ha tenido en el mundo de las finanzas. Es en este punto, donde debe reconocerse un carácter distintivo a las tecnologías financieras: su potencial de transformar el mercado financiero tradicional.²

En palabras del Consejo de Estabilidad Financiera, las *fintech* son aquellas “innovaciones financieras propiciadas por la tecnología que podrían dar lugar a nuevos modelos de negocio, aplicaciones, procesos o productos con un efecto sustancial sobre los

1 En la región, el ecosistema *fintech* de América Latina y el Caribe registró un crecimiento histórico de más de 340% entre 2017 y 2023, alcanzando en 2023 un total de 3,069 empresas distribuidas en 26 países (BID y Finnovista, 2024). Por su parte, a nivel local, la rápida consolidación de este ecosistema también ha sido evidente; en 2024 se reportaron un total de 237 empresas *fintech* en el Perú, cifra considerablemente superior frente a las 50 registradas en 2014 (EY Law, 2024).



mercados y las instituciones financieras y la prestación de servicios financieros” (citado en el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, 2018, p. 5).

Ahora bien, dado su carácter evolutivo y constante como consecuencia del avance tecnológico, el universo de las tecnologías financieras no es homogéneo. Por el contrario, está compuesto por una pluralidad de modalidades que operan por distintos frentes del sector financiero. A modo de referencia, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) identifica tres grandes grupos más un grupo de apoyo, en los que se enmarcan la mayoría de servicios y productos *fintech* (2018, pp. 6-7).

Por un lado, se tiene a aquellos relacionados con servicios bancarios básicos, entre los cuales se encuentran los siguientes:

- (i) Los servicios de crédito, depósito y captación de capital, como el *crowdfunding* (financiación colectiva), los *challenger banks* (bancos completamente digitales que operan a través de aplicaciones digitales), las plataformas de préstamo en línea, entre otros;
- (ii) Los servicios de pago, compensación y liquidación, por ejemplo, las billeteras digitales, servicios de cambio de divisas y las monedas digitales; y,
- (iii) Los servicios de gestión de inversiones, que incluyen los servicios de asesoría financiera automatizada, la negociación electrónica, el *copy trading*, entre otros.

Sumado a ello, se añaden los denominados servicios de apoyo al mercado que, sin ser exclusivos del ámbito financiero, constituyen tecnologías importantes para el desarrollo del ecosistema de las tecnologías financieras. Entre estas, tenemos a la computación en la nube, el internet de las cosas, la inteligencia artificial, las APIs, etc. Cabe precisar que tales herramientas constituyen tecnologías habilitantes porque hacen posible el desarrollo de los productos o servicios *fintech*, con lo cual, su uso puede reconocerse en cualquiera de los tres sectores mencionados anteriormente.

Asimismo, fuera de los servicios bancarios, las tecnologías financieras se han extendido considera-

blemente hacia otros ámbitos del sector financiero, como aquellas que operan en el ámbito asegurador como las *insurtech* o las *regtech*, que emplean tecnologías enfocadas en dar apoyo para el cumplimiento normativo de manera eficiente y rentable.

De ese modo, lo que se pretende evidenciar con lo expuesto es que los productos o servicios *fintech* no responden a un solo patrón ni a un servicio financiero específico, sino que se extienden por todo el sector financiero, incorporándose en la cadena de valor de servicios. O, expresado de otra forma, las *fintech* presentan un carácter transversal al sector financiero, pudiendo abarcar desde inversiones o préstamos hasta servicios que se enmarcan en el sistema de pagos o el sistema de seguros. Es precisamente por este motivo que identificar la amplitud y dinamismo de las *fintech* es fundamental para comprender, en buena medida, el panorama al cual se enfrenta la regulación financiera.

2.2 Desafíos regulatorios de las tecnologías financieras

La regulación de las actividades desarrolladas por las *fintech* constituye un desafío jurídico y técnico de especial complejidad. En concreto, regular las actividades realizadas por las *fintech* suponen un desafío principalmente por las siguientes consideraciones:

a. La velocidad acelerada del sector: Se explica como consecuencia de la alta automatización que presentan los procesos de decisión y ejecución con los que operan muchas de las empresas *fintech*, gracias al uso de tecnologías como la inteligencia artificial, el *big data* etc. Ello incide directamente en la regulación financiera en la medida que estos procesos se desarrollan casi en tiempo real, reduciendo al mínimo la intervención humana. Como resultado, la regulación enfrenta el reto de adaptarse a un entorno altamente automatizado y rápido, de modo que, de no hacerlo, podría derivar en lo que se conoce como un *regulatory lag*, o desfase normativo (Ruof, 2023b, p. 260).

b. La complejidad de las tecnologías utilizadas³: Otro de los desafíos regulatorios que presentan las *fintech* proviene del uso de tecnologías sofisticadas sobre las que apoyan sus modelos de negocio. A diferencia de las entidades financieras tradicionales, cuya operatividad descansa en infraestructuras co-

2 Por ejemplo, se tiene a los pagos mediante códigos QR o a las billeteras digitales, que han revolucionado la experiencia cotidiana de los usuarios al sustituir el dinero en efectivo y tarjetas físicas.

3 De acuerdo con el IV Informe Fintech en América Latina y el Caribe (BID), entre las tecnologías más utilizadas por las *fintech* destacan: el cómputo en la nube (16,41%) y las API (17,42%), que permiten a las *fintech* ofrecer productos innovadores mediante

nocidas, las *fintech* utilizan herramientas tecnológicas que evolucionan de manera constante y que, en muchos casos, no cuentan aún con parámetros regulatorios consolidados. Ello genera el reto de comprender con precisión su funcionamiento y, adicionalmente, anticipar los riesgos que podrían derivarse de su uso en la prestación de servicios financieros.

c. Los riesgos asociados a su actividad: En adición a la complejidad tecnológica, las *fintech* también presentan un conjunto de riesgos inherentes a su actividad, que demandan especial atención regulatoria. Entre estos, se identifican los riesgos financieros, los operacionales, de ciberseguridad y de protección al consumidor, conforme a lo siguiente (Yonghwi et al., 2023, como se cita en Indecopi, 2023a, p. 20):

- Respecto a los riesgos financieros, estos están relacionados con eventuales problemas de crédito o de liquidez que, en determinados escenarios, pueden conducir a la insolvencia o incluso al cese de operaciones de la *fintech*. La magnitud de este riesgo estará sujeta al tamaño de la empresa y la escala en la que desarrolla sus actividades.
- En cuanto a los riesgos operacionales, estos están vinculados con posibles fallas en los sistemas de información o en los procesos internos, ya sea por errores humanos, deficiencias de gestión o interrupciones ocasionadas por factores externos. Entre estos riesgos operacionales destacan tres: (i) las limitaciones en su infraestructura tecnológica y en su capacidad operativa; (ii) una mayor exposición derivada de la interconexión digital; y, finalmente, (iii) mecanismos de supervisión y control interno que, en algunos casos, son débiles.
- Riesgos de ciberseguridad, centrados en las amenazas derivadas de ataques cibernéticos que afectan directamente a los servicios financieros digitales, que exigen un monitoreo constante y mecanismos de control efectivos, pues su materialización puede impactar en la seguridad de las transacciones, además de deteriorar la confianza y la reputación de los servicios financieros. La exposición resulta aún

más riesgosa en el caso de las *fintech*, donde predominan empresas de menor tamaño o emergentes como los *startups*.

- Finalmente, los riesgos para el consumidor, relacionados con el diseño inadecuado de productos o riesgos en su entrega, sobre todo cuando se ofrecen a través de canales móviles. En el ámbito de los préstamos digitales, observamos un mayor riesgo de sobreendeudamiento mientras que, en el caso de los préstamos entre pares, la falta de transparencia genera incertidumbre para clientes e inversionistas minoristas. A ello se suma el riesgo de prácticas de marketing abusivas, el uso inadecuado de datos personales y la ausencia de mecanismos sólidos de reclamación y reparación. Las *fintech* suelen manejar grandes volúmenes de datos personales (ej. historial financiero, datos de teléfono, registro SMS, etc.).

En ese marco, a modo de resumen, se aprecia que alguno de los desafíos regulatorios que plantean las *fintech* se centran, primero, en el riesgo de desfase normativo como consecuencia del avance tecnológico; segundo, por la complejidad tecnológica sobre la que se sostienen, generando una necesidad de atención activa y conocimiento de parte de los reguladores competentes; y finalmente, por la naturaleza de los riesgos asociados a la actividad de las *fintech*, que implican el resguardo regulatorio en temas de estabilidad financiera, ciberseguridad, conducta de mercado y protección al consumidor, según corresponda.

3. El *sandbox* regulatorio

3.1 Fundamento

Para comprender la naturaleza jurídica del *sandbox* regulatorio y las razones que justifican su incorporación en la regulación financiera, es necesario situarnos en el marco más amplio de la Experimentación Regulatoria (ER).

La ER se entiende como la práctica mediante la cual los Estados buscan evaluar nuevos productos, servicios o enfoques normativos con el objetivo de generar conocimiento respecto a las oportunidades y riesgos que conlleva una determinada innova-

la integración con otros servicios y datos. Asimismo, en el ámbito del procesamiento de datos y pagos móviles, el uso del Big Data y la analítica de datos junto con las billeteras móviles (10,35% cada una); y, finalmente, el uso de las tecnologías emergentes como la inteligencia artificial, el aprendizaje automático (9,09%) y blockchain (6,06%), orientados a reforzar la seguridad, transparencia y personalización de los servicios (2024, p. 53-54).



ción, a fin de desarrollar un entorno adecuado para acomodarla (OECD, 2024a, pp. 5-7). En ese contexto, el *sandbox* regulatorio constituye una de las modalidades de implementación de la ER, aunque no la única. Además del *sandbox*, la ER también puede materializarse a través de otros instrumentos catalogados como facilitadores de innovación, tales como los *innovation hubs* o los *regulatory accelerators*⁴ (World Bank Group, 2020, p. 14).

Bajo esa premisa, la justificación de este espacio de pruebas regulatorio descansará, así, en la superación de un examen de proporcionalidad que permita sustentar su aparición según el contexto de cada Estado. En tal sentido, deberá explicarse la necesidad de su implementación en la medida que no en todos los Estados existe la necesidad de incorporar un *sandbox* regulatorio. Algunos de estos fundamentos comprenden (Bijkerk y Herrera, 2021a):

- (i) Objetivos regulatorios tradicionales. Se refiere a que las distintas entidades de supervisión y regulación encuentran suficiente fundamento en objetivos regulatorios clásicos como la protección del consumidor financiero e inversionista, mantenimiento de un mercado justo, transparente y eficiente, y promoción de la estabilidad financiera. De ese modo, el *sandbox* es utilizado como instrumento para recopilar información útil y mitigar los riesgos derivados de la innovación en los mercados.
- (ii) Objetivos regulatorios de promoción. En otras jurisdicciones, especialmente en países en desarrollo, han justificado la creación de *sandboxes* a partir de objetivos regulatorios adicionales como el fomento de la innovación financiera, la inclusión financiera o la formación de capital. Por ejemplo, la Comisión Nacional Financiera de Polonia (KNF) implementó su *sandbox* con el propósito de promover la innovación en el mercado financiero.
- (iii) Base regulatoria deficiente. Esto se debe a que diversas entidades supervisoras han advertido que la implementación de un *sandbox* regulatorio resulta inviable en sus jurisdicciones, debido a que el marco legal o normativo vi-

gente no les otorga un sustento adecuado para ello. La alternativa ha sido recurrir al diseño de mecanismos menos invasivos, como los ya mencionados *innovation hubs* que, a diferencia de los *sandboxes* regulatorios, no incluyen generalmente la prueba de productos o servicios.

En este orden de ideas, el *sandbox* regulatorio no supone entonces un mero experimento institucional, sino un instrumento de política pública estratégico basado en evidencia, que habilita a las autoridades para evaluar la eficacia de las normas y el comportamiento de los agentes bajo escenarios de innovación. Sin que todo ello, evidentemente, implique desatender los objetivos públicos que persigue la regulación estatal.

3.2 Concepto y características del *sandbox* regulatorio

Siguiendo a Attrey, Lesher y Lomax, los *sandboxes* regulatorios son un entorno de pruebas por el cual se permite cierto grado de flexibilidad o exención regulatoria a las empresas, que les permite experimentar con nuevos modelos de negocio con requisitos regulatorios reducidos. Estos entornos suelen incluir mecanismos para conciliar la innovación con la protección de los objetivos regulatorios esenciales, como la estabilidad del sistema y la protección del consumidor, y son administrados por las autoridades regulatorias que sean competentes según el caso (2020, p. 6).

Sumado a ello, Herrera y Vadillo postulan que los *sandboxes* pueden entenderse como:

“Una suerte de espacios de experimentación, que permiten a empresas innovadoras operar temporalmente, bajo ciertas reglas que limitan aspectos como el número de usuarios o el período de tiempo en que se puede ofrecer el producto. De esta forma las empresas pueden probar productos, servicios y soluciones originales, ante la atenta mirada del supervisor.” (2018a, p. 5).

Por su parte, Ruof sostiene que el objetivo principal de los *sandbox* regulatorios es fomentar la innovación reduciendo el coste de entrada en el mercado regulado y permitiendo a las empresas

4 Al respecto, (i) los *innovation hubs* son centros que permiten proporcionar asesoría a empresas que no conocen el marco regulatorio en el que desarrollarán sus actividades. Esta es una facilidad que permite a los reguladores monitorear las nuevas tecnologías financieras, y no suponen alguna autorización o reemplazo de asistencia legal, sino un apoyo de acercamiento a las normas que le son aplicables; y (ii) los *regulatory accelerators* suponen una colaboración directa entre el regulador y un innovador (sea, por ejemplo, una empresa *fintech*) para poner a prueba determinada solución bajo la guía directa del supervisor. Para mayor información, véase: <https://doi.org/10.1787/f193910c-en>.

comprobar la viabilidad de nuevos productos o servicios (2023, pp. 298-299).

En este sentido, se distingue que el *regulatory sandbox* (o “caja de arena” regulatoria, en español) presenta las siguientes características:

- (i) Espacio controlado. Delimita un ámbito de prueba con condiciones previamente definidas que crean una especie de entorno aislado al plano normativo general, con lo cual se permite la experimentación en un espacio controlado. Esto, a su vez, implica que la participación no es abierta, es decir, no cualquiera puede acceder a este espacio, sino que se opera con parámetros específicos para el ingreso, los cuales se encuentran diseñados para mitigar posibles riesgos.
- (ii) De carácter experimental. Opera como un “laboratorio de pruebas”, en el cual pueden llevarse a cabo distintos ensayos de la actividad que se desee realizar. Así, como en todo ensayo de laboratorio, deberán seguirse necesariamente determinados pasos con el objetivo de garantizar seguimiento y seguridad al realizar las pruebas. Al respecto, señalar que las pruebas suelen llevarse a cabo en condiciones reales o realistas, lo cual permite al regulador observar los efectos prácticos de la innovación evaluada y extraer conclusiones oportunas sobre ello; asimismo, en determinados casos, estas pruebas pueden realizarse de forma virtual (OECD, 2025, p. 12).
- (iii) Flexible. Otorga a las empresas un marco normativo flexible que les permite testear sus productos o servicios dentro del espacio habilitado por el *sandbox*, apartado del sistema normativo “real”. Según la OECD, los *sandbox* regulatorios son un tipo de experimentación por derogación (*experimentation by derogation*) que se implementa para un grupo limitado (enfocado en el desarrollo del trabajo, aquel sería el grupo de empresas *fintech*), con el fin de probar innovaciones bajo condiciones de restricción regulatoria reducidas. Tal derogación consiste principalmente en la dispensa de determinadas obligaciones que no se aplicarán por el periodo de pruebas habilitado por el *sandbox* y/o en la creación de reglas personalizadas según el tipo de innovación y rigurosidad de supervisión regulatoria que involucre (OECD, 2024b, pp. 14-16). En este esquema, no está de más precisar que la flexibilidad como rasgo característico del *sandbox*

andbox no implica ausencia de normas, sino una adaptación temporal y supervisada, conforme se desarrolla a continuación.

- (iv) Supervisado. Se requiere un acompañamiento constante del regulador, que no se limita a la autorización de la prueba, sino que implica una participación activa durante el desarrollo del proyecto con el cual las empresas participan en el *sandbox* regulatorio. Con ello, la autoridad verifica que se cumplan las condiciones establecidas y que las actividades se mantengan dentro de los límites establecidos.
- (v) Temporal. El espacio de pruebas habilitado por el *sandbox* regulatorio tiene un límite temporal. No se trata, por tanto, de una autorización definitiva para que los productos o servicios sean probados u operados de forma permanente, sino que esta autorización tiene un componente “excepcional”.

Con todo ello, el *sandbox* regulatorio puede entenderse como un espacio de pruebas mediante el cual la autoridad administrativa competente otorga una autorización operacional específica y excepcional –al no someter a los participantes a las reglas habituales de la regulación a su cargo– que se agota una vez finalizado el tiempo asignado para que las empresas puedan testear sus productos, servicios o modelos de negocio bajo condiciones regulatorias flexibles. De ahí que pueda explicarse al *sandbox* como un mecanismo con la capacidad de establecer un equilibrio entre la innovación y el marco regulatorio.

Habiendo comprendido lo anterior, nos interesa examinar a continuación de qué manera este instrumento es útil para fomentar aceleradamente la innovación del sector *fintech* en nuestro país.

3.3 Relevancia para el desarrollo *fintech* en el Perú

El análisis del *sandbox* regulatorio exige atender sus efectos directos en el sistema financiero, pues su justificación reside precisamente en su capacidad para generar valor tanto para los innovadores como para el mercado y los usuarios. Cuando se encuentra debidamente estructurado, constituye una herramienta de gran relevancia para fomentar el desarrollo e implementación de innovaciones financieras, con especial énfasis en aquellas que son promovidas por las *fintech*. Su utilidad radica en habilitar un entorno de prueba controlado, que permite a las entidades regulatorias observar de primera mano las innovaciones *fintech* a partir



de evidencia fáctica, con lo cual se profundiza y fortalece la comprensión de este sector.

En el contexto peruano, este instrumento adquiere una especial trascendencia. Nuestra economía se caracteriza por una alta concentración de capital y una estructura productiva heterogénea, con amplios índices de informalidad. En tal escenario, la innovación tecnológica no es un privilegio, sino una condición necesaria para la promoción de la inclusión financiera, que sigue siendo una tarea pendiente y urgente en nuestro país. Conforme reconoce la Política Nacional de Inclusión Financiera (PNIF), aprobada mediante Decreto Supremo No. 255-2019-EF, una de las causas del rezago en inclusión financiera corresponde a: (i) la demanda limitada de servicios financieros como consecuencia de las limitadas competencias y capacidades financieras de la población; y, (ii) la inexistencia de suficientes mecanismos de promoción para el acceso y uso de servicios financieros.

Frente a ello, las *fintech* han contribuido decididamente al acercar servicios financieros a grupos históricamente desatendidos por los intermediarios financieros tradicionales. De acuerdo con la SBS, nuestro país registró que el porcentaje de adultos con una cuenta en el sistema financiero se incrementó del 41% al 59% entre 2021 y 2024, siendo uno de los factores que ha impulsado el crecimiento la digitalización de productos y servicios financieros (SBS, 2024). Por otro lado, también en el ámbito empresarial, el aporte es igual de relevante, especialmente en el desarrollo y crecimiento de las Micro, Pequeña y Mediana Empresas (Mipymes). Esto se debe a que las *fintech* posibilitan un mayor acceso al financiamiento para las Mipyme al constituir una fuente alternativa de financiación (Indecopi, 2023b, p. 15).

Bajo estas condiciones, el *sandbox* regulatorio emerge como un mecanismo clave, al contar con el potencial de acelerar la implementación de la innovación, precisamente por su carácter flexible y espacio de apertura que ofrece para la realización de pruebas que generan estos espacios. Al respecto, a partir de la experiencia del Reino Unido, se evidencia que los *sandboxes* regulatorios destacan por su capacidad de reducir el tiempo y costos asociados a la introducción de innovaciones en el mercado, sea mediante nuevos productos o servicios (Bijkerk y Herrera, 2021b, p. 11).

Pero su utilidad no se agota allí, pues el *sandbox* contribuye a reducir la incertidumbre jurídica que enfrentan las *fintech* por los desafíos regulatorios

que representan, conforme se ha desarrollado previamente. Ello se debe a que el contacto directo y continuo entre las *fintech* y la autoridad supervisora disminuye las asimetrías de información en ambos sentidos: de las *fintech* hacia el supervisor respecto al marco normativo aplicable, y del supervisor hacia las *fintech* respecto al funcionamiento de las innovaciones que se testean en estos espacios.

En efecto, siguiendo una vez más a Bijkerk y Herrera, los *sandbox* permiten reducir la inseguridad regulatoria percibida por las empresas innovadoras porque el contacto intensivo entre las empresas y el supervisor permite que estas cuenten con una mayor claridad sobre el alcance y aplicación del marco legal que rige sus modelos de negocio, productos o servicios (2020c, p. 31).

Con todo lo anterior, el *sandbox* como herramienta para fomentar el desarrollo *fintech* en el Perú cobra mayor relevancia si observamos el marco regulatorio aplicable a este sector. A diferencia de otros países, las *fintech* en el Perú no se encuentran sujetas a un régimen único o específico, sino que deben cumplir con las disposiciones normativas según el tipo de actividad que desarrollen y el nivel de riesgo que estas involucren. De ese modo, podrían estar sujetas a cumplir con normas de carácter general como las normas en materia de lavado de activos y financiamiento del terrorismo, o podrían estar sujetas a cumplir con obligaciones de registro o autorización para realizar determinadas actividades financieras, entre otros. A su vez, se reconoce que en materia de regulación *fintech*, se involucran principalmente tres entidades públicas: la SBS, enfocada en el adecuado resguardo del sistema financiero y bancario; el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), resguardando el sistema de pagos nacional; y, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), preservando la integridad del mercado de valores y la protección del inversionista.

En ese marco, sostenemos que el *sandbox* regulatorio configura un mecanismo idóneo para elevar nuestra calidad regulatoria, pero advertimos que su contribución será efectiva en la medida que contemos con un diseño sólido capaz de generar tal valor. De ahí la importancia de analizar el modelo propuesto por la SBS conforme abordaremos más adelante en la sección 5 del presente estudio.

3.4 Desafíos vinculados al *sandbox* regulatorio

Si bien el *sandbox* regulatorio ha sido concebido como un instrumento para fomentar la innovación

tecnológica, su implementación plantea una serie de limitaciones y riesgos que deben ser cuidadosamente gestionados, a fin de evitar que este instrumento pierda su finalidad.

En principio, identificamos como principal limitación los altos costos que suponen su implementación y operatividad, debido a que crear y mantener un *sandbox* exige una gran cantidad de recursos y conocimientos técnicos por parte de la autoridad supervisora, lo cual puede convertirse en un desafío para países con limitaciones presupuestales. Bijkerk y Herrera advierten que el *sandbox* regulatorio suele diseñarse para ecosistemas *fintech* robustos, pues su gestión es costosa y conlleva elevados requerimientos. En esa línea, sostienen que la administración de un *sandbox* puede convertirse en una tarea altamente demandante, con el riesgo de desviar esfuerzos de otras funciones regulatorias igualmente prioritarias (2021d, p. 72).

Ahora bien, en cuanto a los riesgos, es especialmente relevante evitar el uso arbitrario de esta figura. Esta situación se presenta cuando las autoridades supervisoras, en su afán de fomentar la innovación, relajan en exceso la protección y control que se supone debe regir este entorno. Conforme identifican Madiaga y Van de Pol, esta figura puede ser utilizada de manera inadecuada en caso los supervisores opten por priorizar la innovación sobre la implementación adecuada de salvaguardas (medidas de protección) y requisitos de acceso a este entorno. Esto se debe a que la implementación de estos últimos ciertamente permite proteger tanto a los consumidores como al público que interactúan con las innovaciones que se proponen en el *sandbox*. Así, esta situación puede derivar en lo que se conoce como una “carrera hacia abajo” (impacto negativo) en términos de cumplimiento de estándares regulatorios (2022, p. 3).

4. Experiencias internacionales en la implementación del *sandbox*

En este apartado revisamos las experiencias del Reino Unido, la Unión Europea, India y Singapur respecto a la implementación del *sandbox* regulatorio. El estudio de las mismas resulta especialmente útil para el desarrollo del trabajo, pues permitirá

advertir patrones comunes en el diseño y funcionamiento del *sandbox*, así como las particularidades derivadas de los contextos institucionales de cada país analizado. De esa forma, en conjunto, estas experiencias nos ofrecen la base para el análisis a realizar respecto al espacio de pruebas incorporado en nuestra regulación.

Reino Unido

Encontramos aquí el origen del *sandbox* regulatorio, siendo el Reino Unido el primer país en implementarlo en 2015 como parte del Proyecto de Innovación Financiera impulsado por la Financial Conduct Authority (FCA), entidad financiera encargada de regular los servicios financieros en el Reino Unido.

De acuerdo con la información oficial publicada en el portal institucional del FCA, el *sandbox* británico forma parte del Centro de Innovación, mediante el cual se ofrecen una serie de servicios que permite el desarrollo de productos y servicios financieros innovadores británicos.⁵ Este aspecto resulta relevante, pues la propia FCA advierte que el *sandbox* no constituye un mecanismo adecuado para todo tipo de innovación, sino que está diseñado para aquellas propuestas que han alcanzado un nivel de madurez suficiente respecto al servicio o producto financiero que se pretenda probar. Es así que la FCA establece que el *sandbox* no es el medio adecuado para aquellas empresas que se encuentran en etapas muy tempranas de desarrollo y aún no han creado su modelo o propuesta de innovación.⁶

De acuerdo a la FCA, el *sandbox* regulatorio británico comprende cuatro etapas: (i) la aplicación al programa, concretada al enviarse la solicitud correspondiente; (ii) selección, durante la cual la autoridad evalúa las propuestas y selecciona aquellas que constituyen innovaciones genuinas con potencial beneficio para el mercado; (iii) el *testing*, periodo de experimentación con un plazo aproximado de 6 meses, que puede flexibilizarse según la complejidad de la propuesta del producto o servicio innovador; y, (iv) la salida del *sandbox*, que culmina con la presentación de un informe final de resultados. Si los resultados son satisfactorios,

5 Aparte del *sandbox* regulatorio, el Centro de Innovación británico también ofrece otros servicios como el digital *sandbox*, que es una plataforma que permite a las empresas acceder a conjuntos de datos para probar y crear prototipos de soluciones respecto a propuestas innovadoras en fase inicial. Asimismo, se encuentran los Innovation Pathways, creados para brindar guía a las empresas que requieren ayuda para entender el marco normativo aplicable a una determinada propuesta de servicio o producto innovador, sin que ello signifique el reemplazo de asistencia legal. <https://www.fca.org.uk/firms/innovation>

6 Para mayor información, véase: <https://www.fca.org.uk/publication/fca/fca-regulatory-sandbox-guide.pdf>



la empresa puede solicitar la eliminación de las restricciones impuestas y convertirse en plenamente autorizada para operar bajo el marco regulatorio ordinario.

En cuanto a la recepción de solicitudes para ingresar al *sandbox* regulatorio, se establece que pueden aplicar tanto empresas autorizadas como no autorizadas, sin importar el tamaño de la empresa ni el sector del ámbito financiero en el cual se desarrolle. Lo esencial para la FCA es que con la propuesta de producto o servicio pueda generar innovación, ya sea para el mercado financiero, los consumidores o las empresas del Reino Unido.

Una vez presentada la solicitud, la FCA evaluará si esta cumple con los siguientes criterios de elegibilidad para su participación en el *sandbox*: (i) *In scope*, lo cual se refiere a que la innovación se encuentre dentro del ámbito regulatorio del FCA; (ii) *Genuine innovation*, es decir, que aporte un cambio sustancial frente a los modelos existentes; (iii) *Consumer benefit*, referido a que mediante este criterio se determina si la propuesta de producto o servicio innovador aporta mejoras reales para los usuarios, tales como mayor seguridad, calidad o eficiencia; (iv) *Readiness*, referido a que el proyecto se encuentre lo suficientemente desarrollado para ser probado en condiciones reales; y, (v) *Need for support*, que implica la existencia de una necesidad razonable de acompañamiento regulatorio para su ejecución.⁷ Para efectos de la evaluación, la FCA requiere que las empresas que deseen participar en el *sandbox* presenten la mayor cantidad posible de información sobre cómo cumplen con cada uno de estos criterios al momento de presentar su solicitud. Según el registro del FCA, las aplicaciones realizadas por las empresas incluyen el uso de inteligencia artificial, *Open Banking* y APIs, entre otros.

Sobre este aspecto, es necesario enfatizar que, conforme ha sido previsto por la FCA, el *sandbox* regulatorio británico no constituye una exención de las obligaciones normativas aplicables. Esto significa que, cuando las pruebas a realizar involucren una actividad regulada, la empresa aceptada en el *sandbox* deberá solicitar la autorización o registro correspondiente antes de iniciar las pruebas. Por tal razón, la FCA ha previsto la implementación de un proceso de autorización restringido y personalizado, diseñado exclusivamente para que las empresas admitidas puedan realizar las pruebas de la iniciativa que fue propuesta.

Adicionalmente, en cuanto a la supervisión y control de este espacio, la FCA se preocupa por asegurar que las empresas participantes identifiquen y apliquen medidas de protección al consumidor adecuadas a sus respectivas iniciativas propuestas. Así, conforme dan cuenta Herrera y Vadillo, la FCA establece mecanismos de protección para evitar que los riesgos que pueden propiciar los *sandboxes* incidan en los clientes. De ese modo, se implementan diferentes salvaguardas o mecanismos de protección como el acordar medidas sobre transparencia, protección y compensación según el caso específico, así como realizar actividades de prueba en aquellos clientes que firmen un consentimiento informado, o asegurar que los participantes puedan gozar de los mismos derechos que tendrían en las entidades autorizadas o supervisadas por la FCA (2018b, p. 10).

Finalmente, en cuanto a la efectividad del modelo de *sandbox* del Reino Unido, es importante reconocer que la FCA ha evidenciado resultados especialmente positivos desde la puesta en marcha del programa. En esa línea, la FCA registró en 2019 que, desde la creación del Proyecto de Innovación Financiera, se han recibido cerca de 1,600 solicitudes de apoyo, de las cuales aproximadamente 700 empresas han participado directamente en el *sandbox* o han recibido asistencia del Centro de Innovación (FCA, 2019). Así, en última instancia, la experiencia del Reino Unido nos permite ver al modelo británico como un referente, precisamente por la solidez de su diseño y funcionamiento efectivo en la práctica.

Unión Europea

La Unión Europea (UE) se perfila como un referente sólido en materia de *sandboxes* regulatorios precisamente por el aprendizaje recabado por las autoridades europeas a partir de las experiencias de su implementación en los distintos Estados miembros.

En 2019, la Autoridad Bancaria Europea (EBA), la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIO-PA) y la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) (en conjunto, “ESA” o las “autoridades de supervisión europeas”) emitieron un informe en el marco del Plan de acción en materia de tecnología financiera de la UE, en el cual se establecieron principios operativos aplicables a los *sandboxes*, con base a la experiencia de 5 *sandboxes* implementados

⁷ Para mayor información, véase: <https://www.fca.org.uk/publication/fca/fca-regulatory-sandbox-eligibility-criteria.pdf>

por países de la UE. Entre estos, destacan: (i) que los criterios y condiciones destinados a evaluar a los participantes del *sandbox* deben ser específicos y estar difundidos públicamente; (ii) que los parámetros para realizar las pruebas puedan establecerse según el caso específico; y, (iii) el diseño de planes que posibiliten una salida controlada del *sandbox*, considerando la protección adecuada de los consumidores (Alonso y Lluesma, 2019, pp.98-99).

Tras un análisis del ecosistema *sandbox* en la UE, las autoridades de supervisión europeas observaron que, si bien el diseño de los *sandboxes* puede variar según cada Estado miembro, estos compartían un número significativo de características que permitirían identificar una estructura común en cuanto a su diseño.

De ese modo, conforme al *Joint ESA Report on Regulatory Sandboxes and Innovation Hubs* (el “reporte”), los *sandboxes* regulatorios en la UE tienen cuatro fases –que cabe mencionar, guardan correspondencia con las ya explicadas del modelo británico– las cuales son las siguientes (ESA, 2018, pp. 22-30):

- (i) Solicitud. En esta primera etapa, las empresas presentan su propuesta ante la autoridad competente. En esta parte, se distinguen dos aspectos: (a) que, en algunos Estados, como Países Bajos o Polonia, permiten la presentación de solicitudes en cualquier momento; y (b) en otros, como, Dinamarca o el Reino Unido⁸ aplicaban el modelo por “cohortes” en referencia a que solo puede aplicarse al *sandbox* en determinadas fechas. Las solicitudes son evaluadas con base en criterios, que son públicos y transparentes. Entre estos se suele incluir criterios como la innovación del proyecto, beneficio para el consumidor, la necesidad de realizar pruebas en un entorno controlado, entre otros.
- (ii) Preparación. En esta fase, la autoridad define los parámetros y condiciones bajo los cuales se llevará a cabo la prueba. En esta fase pueden establecerse límites en el número de clientes, licencias temporales, requisitos operativos mínimos y mecanismos de interacción permanente entre la empresa y el supervisor. También se diseña un plan de salida (*exit plan*)

que garantice que los consumidores sean debidamente informados y protegidos en caso el proyecto concluya o falle durante el proceso.

- (iii) Etapa de pruebas. El participante inicia las pruebas de su iniciativa en un entorno real pero controlado, cumpliendo con los parámetros acordados y estando sujeto a supervisión constante por parte de la autoridad a cargo. Respecto al tiempo, las pruebas suelen tener una duración variable, y están acompañadas de salvaguardas o mecanismos de protección al consumidor, tales como límites de exposición, pruebas de idoneidad o comunicaciones claras sobre el carácter experimental del servicio.
- (iv) Salida. En esta fase, se evalúan los resultados a fin de decidir si el modelo puede integrarse al marco regulatorio general, mantenerse bajo condiciones especiales o, en otros casos, que no continúe. Cabe precisar que, en caso se decida que no continúe el proyecto, la empresa deberá ejecutar un plan de salida, debiendo incluir medidas de protección para los consumidores y, de ser necesario, reparar los perjuicios que se hayan producido.

Con todo lo anterior, las características comunes de los *sandboxes* de la UE pone en relieve cómo el diseño del *sandbox* regulatorio requiere que esté orientado a objetivos específicos, y no debe sustituir en modo alguno los requisitos regulatorios establecidos para el desarrollo de actividades financieras establecidos por la regulación normativa. De ese modo, coincidimos con Herrera y Vadillo cuando sostienen que la naturaleza no sustitutiva (del marco normativo) del *sandbox* se demuestra al finalizar las pruebas, de modo que concluido el periodo previsto: (i) si el resultado es satisfactorio la empresa continúa con su modelo de negocio; o (ii) en caso sea el proyecto no sea viable, la flexibilidad otorgada en virtud del *sandbox* no continuaría, con lo cual estaría sujeto a todos los requisitos normativos que le sean aplicables (2018c, p. 7).

India

La experiencia de la India en el diseño del *sandbox* regulatorio en el sector financiero es una de las más interesantes en explorar por su carácter diverso. A diferencia del caso británico, en India se

8 Cabe precisar que la experiencia del Reino Unido fue considerada en el Reporte debido a que, a la fecha de su elaboración, este país aún formaba parte de la UE. Asimismo, este modelo de “cohortes” en el Reino Unido funcionó hasta el 2021. A la fecha, conforme se explicó en el apartado correspondiente, las empresas pueden presentar solicitudes a la FCA en cualquier momento del año (Mckee & Troullinou, 2022, p. 4).



han desarrollado espacios de prueba por cada una de las siguientes entidades, a fin de promover la innovación en sus ámbitos de supervisión: el Reserve Bank of India (RBI), en el sistema financiero y el sistema de pagos; la Securities and Exchange Board of India (SEBI), para el mercado de valores; el Insurance Regulatory and Development Authority of India (IRDAI), para el sector seguros; y la International Financial Services Centres Authority (IFSCA), para la supervisión de los *International Financial Services Centres* (IFSCs) establecidos en India.

A ello, debe sumarse la iniciativa *Inter-operable Regulatory Sandbox* (IoRS), que supone un trabajo colaborativo entre estas entidades, con la finalidad de facilitar la prueba de productos o servicios innovadores que entran en el ámbito de más de un sector.⁹

Para efectos del presente trabajo, nos interesa detenemos en el sandbox del RBI, por la particularidad de su estructura. Creado en 2019, este *sandbox*, opera bajo un modelo basado en “cohortes” preestablecidos por el RBI que no son temporales como los que pueden presentar algunos países de la Unión Europea, sino que en caso de la India estos cohortes definen la participación de las empresas en segmentos temáticos. En esa línea, el RBI establece que cada uno de los cohortes está centrado en un área financiera específica, con el objetivo de abordar los desafíos del sector financiero de la India, y así probar y refinar marcos regulatorios para las innovaciones emergentes. Este enfoque ha permitido, en palabras del profesor Thiruma Valavan (2025, p.15), el desarrollo de un ecosistema financiero más eficiente, seguro e inclusivo.

Entre los cohortes que el RBI ha establecido se encuentran: (i) aquel dedicado a los pagos minoristas; (ii) un segundo, orientado a los pagos transfronterizos; (iii) un tercero, centrado en los préstamos a micro, pequeñas y medianas empresas; y (iv) un cuarto enfocado en la prevención y mitigación de fraudes financieros. Asimismo, se tiene a un quinto cohorte que introduce un carácter neutral, ampliando el alcance del programa para permitir la participación de innovaciones de todas las áreas bajo el dominio regulatorio del RBI (Chakravarty, 2025, pp. 7-14).

Por otra parte, en cuanto su diseño, siguiendo a los numerales 5, 6.5.1. y 6.5.2. del Marco Habilitante para el *sandbox* regulatorio del RBI (el “*Enabling Framework for Regulatory Sandbox*”)¹⁰, pueden participar las *fintech*, bancos, sociedades de responsabilidad limitada y sociedades colectivas registradas en la India (incluidas instituciones creadas por ley), siempre que acrediten un patrimonio neto mínimo y cumplan con los criterios de elegibilidad (los “*Fit and Proper*”) establecidos por el RBI. Entre estos criterios, se exige que las entidades demuestren que sus productos o servicios se encuentran tecnológicamente listos para su implementación en el mercado, dado que el RBI no provee infraestructura tecnológica ni bases de datos para la fase de prueba.

Asimismo, muy similar a los criterios de elegibilidad establecidos por el Reino Unido y la UE, la propuesta de innovación admitida en el *sandbox* de la RBI debe lograr identificar una brecha existente en el ecosistema financiero y justificar cómo la innovación presentada atiende dicha necesidad o aporta mejoras verificables en términos de eficiencia, costos o calidad del servicio. De ese modo, propuestas que repliquen modelos ya ensayados sin introducir elementos de innovación sustantiva no serán admitidos. Este Marco Habilitante también dispone que los escenarios de prueba y los resultados esperados estén claramente definidos desde el inicio, exigiendo a las entidades reportes periódicos al RBI conforme al cronograma acordado.

Finalmente, de acuerdo con el numeral 6.1.1., cada cohorte cuenta con un ciclo de participación aproximado de nueve meses, computado desde la recepción de solicitudes completas y elegibles, sin considerar la fase de evaluación preliminar.

Singapur

De manera similar a las experiencias previamente expuestas, el caso de Singapur, a nuestro juicio, ofrece un ejemplo particularmente avanzado en materia de implementación del *sandbox* en el ámbito financiero con el objetivo de promover la innovación *fintech*. Según información oficial publicada en el portal institucional de la Autoridad Monetaria de Singapur (MAS), el marco regulatorio del *FinTech Regulatory Sandbox* de Singapur permite que productos o servicios innovadores

9 Para mayor información, véase: <https://www.rbi.org.in/commonman/English/scripts/FAQs.aspx?Id=3822>

10 Para mayor información, véase: <https://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/PublicationReport/PDFs/ENABLINGFRAMEWORKFORREGULATORYSANDBOX8640C8810F4C4C38BD3379E58E1C1AE5.PDF>

sean probados en condiciones reales, dentro de un entorno controlado y por un tiempo determinado. Durante ese periodo, la MAS ofrece un acompañamiento regulatorio flexible, que puede incluir la suspensión temporal de ciertos requisitos legales, con el propósito de facilitar la experimentación. A la vez, establece salvaguardas específicas para prevenir que los posibles errores o fallas de la prueba se traduzcan en riesgos sistémicos o afecten a los consumidores. Finalmente, una vez concluida la etapa de pruebas, las empresas que logran resultados favorables deben ajustarse plenamente al marco normativo vigente para continuar con la prestación de sus servicios en el mercado.¹¹

La experiencia de Singapur destaca por haber llevado esta herramienta a un nivel de desarrollo más intenso que el de otras jurisdicciones. Ello obedece a que Singapur no cuenta con un único esquema de *sandbox*, sino con tres opciones distintas: un *sandbox express*; un *sandbox*, al que llamaremos para efectos de este trabajo como “principal”; y, un *sandbox plus*, cada uno con un propósito específico. Lo interesante de este modelo es que, a diferencia de lo que puede ocurrir en otros países, las tres modalidades se encuentran bajo la administración de una misma autoridad, la MAS. Este rasgo no es casual, sino que responde a cómo está estructurada la regulación financiera del país. En Singapur, la MAS actúa simultáneamente como banco central y como regulador financiero integrado, encargándose así del sector de banca, mercado de valores, seguros y el sistema de pagos.¹²

A continuación, exploraremos de manera breve cada una de las opciones de *sandbox* de Singapur. En primer lugar, el *sandbox express*, concebido como un complemento al *sandbox* “principal”. De acuerdo con la guía emitida por la MAS (2022), esta modalidad ofrece una vía más ágil para que las entidades que realizan actividades reguladas prueben productos o servicios financieros innovadores, reduciendo el tiempo y los recursos necesarios para su aprobación. Está dirigido, fundamentalmente, a empresas cuyas operaciones presentan riesgos bajos y bien comprendidos, como los corredores de seguros o los operadores de mercados organizados, donde las pruebas pueden desarrollarse en entornos de bajo impacto.

En relación a la presentación de la solicitud, se establece que la MAS se esforzará por completar la

evaluación y responder al solicitante en un periodo de 21 días. No obstante, si el proyecto presentado resulta complejo o excede los parámetros estandarizados, la autoridad informa dentro de ese mismo plazo que la iniciativa no será considerada bajo el *Sandbox Express*, sino que será evaluada dentro del *sandbox* “principal”. Además, se prevee un “periodo de enfriamiento” en el que, en caso una solicitud sea rechazada por la MAS, operará dicho periodo durante tres meses en el que no se considerará ninguna solicitud del mismo solicitante. En cuanto a las pruebas, la MAS establece que los participantes deben presentar informes de progreso cada dos meses, con un contenido mínimo, además del informe de progreso final. Finalmente, después de la fase de pruebas, la empresa podrá continuar con su iniciativa solo en caso obtenga las aprobaciones regulatorias requeridas por la MAS.

En segundo lugar, de acuerdo con la guía emitida por la MAS (2022), el *sandbox* “principal” está diseñado para admitir a cualquier interesado en ingresar al *sandbox* regulatorio para experimentar con servicios financieros innovadores que cumpla con los criterios de elegibilidad. La MAS también se reserva el derecho de rechazar la solicitud en casos específicos en caso la iniciativa, como, por ejemplo, si ha transcurrido un periodo de 2 años desde la primera implementación conocida de la tecnología propuesta, a menos se demuestre que tiene un carácter diferenciador que justifiquen su aceptación al *sandbox*. Por otra parte, este *sandbox* no prevé un periodo de enfriamiento expreso como el en caso del *sandbox express*.

Respecto a las pruebas, este *sandbox*, en concordancia con lo que comprende el marco regulatorio del *FinTech Regulatory Sandbox* comentado al inicio, incluye las salvaguardas necesarias para contener las consecuencias de posibles fallos y mantener la seguridad en el sistema financiero. Sobre la duración de esta fase, la guía del MAS no indica un tiempo específico, sino que establece que se asignará un plazo determinado bien definido (caso por caso), contemplando la posibilidad que se pueda solicitar una extensión justificada al menos un mes antes del vencimiento del tiempo. Finalmente, los resultados pueden culminar: (i) en la aprobación de la iniciativa para operar plenamente; o (ii) que la iniciativa sea discontinuada, en caso se detecte una falla o no cumpla con el propósito previsto, con base a los resultados de las

11 Véase: <https://www.mas.gov.sg/development/fintech/regulatory-sandbox>

12 Para mayor detalle: <https://www.mas.gov.sg/who-we-are>



pruebas y los acordados mutuamente entre el participante y la MAS.

Finalmente, el *sandbox plus*, de acuerdo al portal institucional de la MAS, fue implementado en 2022 como una extensión al *sandbox* “principal”. A diferencia de los otros dos modelos, esta opción se distingue porque amplía los criterios de elegibilidad, pues está pensado para tecnologías que aún no han sido aplicadas en el ámbito financiero de Singapur o que representan desarrollos novedosos en su etapa inicial antes que se masifiquen en el mercado. En este marco, la MAS distingue a los llamados *first movers*, pudiendo entenderse como aquellos participantes cuya propuesta tecnológica aún no se ha implementado en los servicios financieros de Singapur y cuya solicitud de participación en el *sandbox* ha sido aprobada por dicha autoridad. Para estos casos, la MAS contempla un apoyo financiero equivalente al 50% de los gastos elegibles, entre los que se incluyen los costos en infraestructura tecnológica, licencias de software, servicios de consultoría y otros requerimientos operativos.

5. El *sandbox* regulatorio en el Perú

5.1 Resolución SBS No. 2429-2021

El *sandbox* regulatorio en materia financiera fue introducido por primera vez en el año 2021 por la SBS mediante el Reglamento para la Realización Temporal de Actividades en Modelos Novedosos, aprobado mediante Resolución SBS No. 2429-2021 (el “Reglamento”). Este Reglamento se emitió en atención al Decreto de Urgencia No. 013-2020, promulgado durante la pandemia con el propósito de promover el financiamiento de las micro, pequeñas y medianas empresas, así como de emprendimientos y *startups*. Bajo este marco,

el Reglamento representó el primer paso del Perú hacia la implementación de un *sandbox regulatorio*, pues estableció las pautas para que se puedan realizar temporalmente pruebas piloto de actividades que recaen en el ámbito de supervisión de la SBS, a fin de promover la innovación financiera.¹³

Respecto a la fase de aplicación, de acuerdo con el artículo 6 del Reglamento, se establece que, respecto a entidades privadas, únicamente pueden postularse empresas supervisadas por la SBS o aquellas próximas a ser supervisadas. Asimismo, según el numeral 4.2 del Reglamento, se establecieron dos regímenes en caso las pruebas piloto requieran flexibilización de requerimientos normativos bajo competencia de la SBS para su desarrollo o sean iniciativas no contempladas en la normativa vigente. Estos regímenes son: (i) de flexibilización, para pruebas de actividades que se enmarcan en la regulación vigente, pero requieren de una flexibilización temporal de algún requerimiento normativo; (ii) extraordinario, en caso las pruebas no estén contempladas en el marco normativo.

Ahora bien, para que estas empresas puedan realizar las pruebas piloto en el *sandbox*, se requiere que cumplan con los criterios de elegibilidad establecidos en el numeral 6.1 del Reglamento¹⁴. Además, el numeral 6.2 establece que la empresa deberá comunicar las características esenciales de su iniciativa a los usuarios que participen en esta las características, condiciones, fecha de inicio y fin de la prueba, la responsabilidad ante cualquier daño o perjuicio que pueda sufrir; asimismo, se establece que la empresa deberá establecer mecanismos para contar con el consentimiento y aceptación de condiciones por el usuario, así como informar cualquier ampliación del plazo o suspensión de la prueba, de corresponder.

13 En base al Reglamento y en el contexto del *sandbox* regulatorio, una entidad bancaria local ha recibido autorización de la SBS para implementar una plataforma que permitirá a los usuarios comprar y gestionar *bitcoin* y *stablecoins*, hecho inédito y absolutamente disruptivo en el sistema financiero peruano, que no habría podido ser desarrollado sin dicho marco normativo.

14 Artículo 6. Requerimientos adicionales para realizar las pruebas piloto en los regímenes de flexibilización y extraordinario

6.1 Para realizar pruebas piloto en estos regímenes, los modelos novedosos deben cumplir con los siguientes criterios de elegibilidad:

- a) Contar con un grado de desarrollo suficiente para involucrar participantes como parte de la prueba piloto.
- b) Buscar agregar valor a la experiencia del usuario o contribuir con el desarrollo de la industria en la que se encuentra. A continuación, una lista no limitativa de aspectos para los cuales sería viable la prueba piloto:
 - i. Otorgar beneficios a los usuarios en términos de costos, tiempo de servicio o experiencia del usuario.
 - ii. Contribuir con una mayor eficiencia de los mercados: financiero, de seguros o de pensiones, según corresponda.
 - iii. Contribuir con la inclusión financiera, mejorando el acceso, uso y calidad de los servicios brindados.
- c) Contar con un plan con objetivos específicos para la realización de la prueba piloto.
- d) Contar con los recursos suficientes para llevar adelante la prueba piloto y permitan respaldar posibles daños o perjuicios que puedan ser ocasionados por su realización.
- e) Justificar la necesidad de realizar una prueba piloto a través de alguno de los regímenes.

Para aplicar al *sandbox*, el Reglamento establece que es posible presentando solicitud de autorización ya sea de forma individual o grupal (la grupal siempre que se trate del mismo modelo novedoso, según establecido en el artículo 9). Respecto a la solicitud, el Reglamento dispone como exigencia que se presente con la información requerida contenida en el Anexo 2 del Reglamento, entre las cuales se tiene la descripción del modelo novedoso objeto de prueba, descripción, plazo de duración, entre otros. Una vez admitida la solicitud, la SBS efectuará la evaluación correspondiente y a expedir la correspondiente resolución, de no existir observaciones o requerimientos adicionales, conforme al numeral 8.2 del Reglamento.

En cuanto a la duración de la fase de pruebas, el Reglamento ha previsto como máximo que las pruebas piloto tengan una duración de 12 meses, renovable hasta un total de veinticuatro 24 meses, de acuerdo con el literal a) del numeral 5.1. del artículo 5 de dicho dispositivo —salvo en caso de las empresas en etapa de organización, en cuyo caso la duración total de una prueba piloto no puede ser mayor al plazo de vigencia de su autorización de organización, incluyendo extensiones, conforme previsto en el numeral 12.2 del Reglamento.

Tratándose de garantías, de acuerdo con el artículo 13 del Reglamento, la empresa participante deberá constituir mecanismos de garantía líquida a fin de asegurar la protección al consumidor de los usuarios involucrados, políticas de gestión de riesgos derivadas de las pruebas piloto, entre otros. El monto de la garantía será evaluado por la SBS en cada caso según la naturaleza de la prueba piloto y monto de recursos involucrados de los potenciales usuarios; además, se establece que estas garantías son constituidas a favor de los mismos.

Respecto a la salida y resultados, el Reglamento establece que, una vez finalizada la prueba piloto, en máximo 30 días hábiles contados desde la fecha que finalizó, la empresa debe remitir a la SBS un informe de estudios, considerando al menos la información del Anexo 1 sobre la Información requerida para la comunicación de resultados, según el artículo 6.3. del Reglamento.

Sobre la comunicación entre el participante y la SBS, el artículo 15 del Reglamento establece que la SBS establecerá los mecanismos pertinentes para las consultas sobre los regímenes, condiciones y requisitos para el desarrollo de las pruebas; y propuestas de adaptaciones normativas que se identifiquen necesarias a fin de facilitar la innovación.

Y, finalmente, el artículo 16 dispone que la SBS puede establecer criterios adicionales para: “el funcionamiento y reconocimiento mutuo de otros espacios de prueba piloto asociados a modelos novedosos implementados por otros organismos de gobierno o multilaterales, así como internacionales, y publicar dichos convenios en su portal institucional [...]”.

5.2 Proyecto normativo - Resolución SBS No. 03365-2025

Con fecha 22 de setiembre de 2025, mediante la Resolución SBS No. 03365-2025, la SBS publicó un Proyecto normativo con el objetivo introducir una serie de modificaciones al Reglamento (el “Proyecto”). De esa forma, entre las modificaciones principales se encuentran:

La propuesta de la SBS para ampliar el alcance inicial del Reglamento, incluyendo así la posibilidad que las AFOCAT, las cooperativas de ahorro y crédito no autorizadas a operar con terceros (Coopac), y demás empresas no supervisadas, nacionales o extranjeras, puedan solicitar a la SBS autorización para desarrollar las pruebas piloto para testear sus iniciativas financieras innovadoras. Es así que, con este planteamiento, el Proyecto estaría incorporando la posibilidad que empresas *fintech* no supervisadas puedan participar de este entorno de pruebas.

Respecto a la aplicación al *sandbox*, el Proyecto establece que las solicitudes grupales pueden realizarlas dos o más empresas, indistintamente si estas son supervisadas o no, o si se encuentran dentro de un procedimiento de organización. En cuanto a la solicitud, el Reglamento agregó como exigencia que esta solicitud presente, entre la información mínima requerida, el plan de salida que contemple un cronograma y plan de actividades que permitan llevar a cabo una salida controlada dentro de un plazo estimado, conforme al numeral 8 del Anexo 2 del Proyecto.

Ahora bien, el Proyecto propone incorporar el Capítulo V respecto a la realización de las pruebas por las empresas no supervisadas. De acuerdo con el artículo 18 y 19 de dicho capítulo, se establece que las empresas no supervisadas por la SBS pueden desarrollar sus pruebas piloto que involucren operaciones y/o actividades previstas o no en el marco regulatorio vigente bajo competencia de la SBS, mediante un régimen especial. Para tales efectos, la empresa deberá obtener una autorización previa por la SBS. Sobre ello, se precisa que la autorización obtenida no significa una autorización para



operar dentro de los sistemas supervisados por la SBS, así como la facultad para que la SBS excluya determinadas operaciones o actividades en la experimentación por razones prudenciales o por las características de la iniciativa.

Además, el Proyecto define que las empresas no supervisadas deberán definir políticas y lineamientos para la ejecución de pruebas piloto de modelos novedosos que permitan asegurar medidas de protección al consumidor, políticas de gestión de riesgos derivadas de las pruebas piloto, entre otros. Este dispositivo también propone establecer la posibilidad de que la SBS requiera a las empresas no supervisadas o a las empresas en organización la constitución de mecanismos de garantía líquida a fin de que estos sirvan para la protección de los usuarios que formarán parte de las pruebas piloto, sea para la protección de sus derechos y fondos, y su eventual resarcimiento.

En cuanto a la etapa de pruebas, este Proyecto establece un cambio respecto al Reglamento al ampliar la duración de esta etapa de 12 a 18 meses, con una extensión adicional de hasta 12 meses.

Finalmente, en cuanto a la comunicación entre la empresa y la SBS, el Proyecto establece que las empresas podrán reunirse con la SBS para explicar su proyecto y recibir comentarios generales sobre expectativas y lineamientos antes de presentar la solicitud formal.

5.3 Reflexiones sobre retos pendientes

A partir de los avances observados en el desarrollo del *sandbox* regulatorio de la SBS, es posible reconocer lo siguiente:

En primer lugar, resulta necesario ampliar el alcance del modelo de *sandbox* regulatorio, en línea con lo que propone el Proyecto de la SBS. Como hemos indicado, la regulación vigente restringe su acceso únicamente a las empresas supervisadas o próximas a ser supervisadas por la SBS, lo que deja fuera a un segmento importante del ecosistema *fintech* conformado por empresas que operan fuera de esta supervisión. Este diseño limita el propósito mismo del *sandbox* como instrumento de fomento a la innovación financiera, pues las *fintech* desempeñan un papel central en dicho proceso y, por su naturaleza, no siempre adoptan la forma de entidades financieras tradicionales. Por el contrario, suelen constituirse como *startups* o empresas emergentes que exploran nuevos modelos de negocio en el ámbito financiero con base en la tecnología. En esa

medida, mantener un acceso restringido de participantes que pueden aplicar a este espacio condiciona la esencia misma del *sandbox*, que no es otra que permitir un espacio de aprendizaje regulatorio y experimentación supervisada a fin de conciliar la innovación con los objetivos regulatorios.

De la experiencia comparada advertimos que lo esencial en el diseño de un *sandbox* no es limitar el acceso de los participantes, sino delimitar el tipo de innovaciones que se pretenden probar. En términos sencillos, el énfasis debe recaer en la calidad de los criterios de elegibilidad, los cuales permiten evaluar si la propuesta presentada es suficientemente innovadora y aporta valor al sistema financiero. Es de esa forma que el *sandbox* puede cumplir su rol natural como facilitador, pues su creación no ha tenido por finalidad excluir actores, sino gestionar de manera controlada la interacción entre innovación, riesgo y supervisión. Esto exige, además, establecer salvaguardas que garanticen la integridad y estabilidad del mercado, así como los derechos de los usuarios, evitando así convertir al *sandbox* en un espacio de sobre flexibilidad normativa que impida cumplir sus fines. Desde nuestra perspectiva, este último aspecto se encuentra adecuadamente desarrollado en el caso peruano, pues tanto el Reglamento vigente como el Proyecto abordan de manera sólida el tratamiento de las garantías, estableciendo pautas claras para la participación de las empresas en cuanto a condiciones de la solicitud, establecimiento de garantías e información a los usuarios en la realización de las pruebas piloto.

Otro aspecto que merece atención recae en la estructura del modelo, pues podría beneficiarse de un mayor desarrollo en sus aspectos procedimentales. Por ejemplo, fuera de la mención de evaluación de la solicitud una vez presentada, el Reglamento no advierte qué ocurre con aquellas solicitudes que, habiendo sido rechazadas, desean volver a postular, ni si los participantes pueden hacerlo con el mismo modelo o tras la subsanación de observaciones. En base a la experiencia comparada, Singapur representa un referente interesante, pues a través de su esquema de *sandbox express*, prevé un “periodo de enfriamiento” de tres meses para los casos de rechazo, durante el cual no se admiten nuevas solicitudes del mismo participante. Así, este mecanismo, además de introducir un control razonable para evitar postulaciones reiteradas sin mejoras sustantivas, opera también como una forma de retroalimentación, en tanto la comunicación de los resultados de la evaluación permite que las empresas ajusten y fortalezcan sus proyectos antes de volver a postular.

De igual modo, revisando el funcionamiento del *sandbox*, conviene recapitular respecto a la naturaleza misma de las *fintech*, pues solo comprendiendo sus particularidades es posible identificar los desafíos que plantea su incorporación en este espacio. Las *fintech* no tienen un modelo único, sino que cada una presenta características propias según el tipo de servicio que ofrece y la tecnología que emplea. Muchas de ellas desarrollan modelos de negocio que trascienden los límites tradicionales del sistema financiero, combinando elementos del crédito, pagos, intermediación o incluso de los mercados de valores y de seguros. Esta diversidad es justamente lo que las vuelve tan dinámicas e innovadoras, y les atribuye un grado de complejidad en su regulación y supervisión.

Con base a ello, observamos dos aspectos que el modelo de *sandbox* de la SBS podría considerar con mayor detenimiento. El primero se refiere a la duración de las pruebas piloto. Tanto el Reglamento como el Proyecto establecen un plazo máximo para su ejecución; sin embargo, este límite uniforme podría no ser suficiente para evaluar la sostenibilidad de proyectos tecnológicamente complejos, cuyos efectos solo se manifiestan con el tiempo. De la experiencia comparada puede aprenderse que la duración de las pruebas debe adecuarse al tipo de innovación admitida, pues no todos los modelos presentan el mismo nivel de riesgo ni requieren el mismo periodo de observación. En algunos casos, incluso podría evaluarse la pertinencia de una revisión intermedia que permita a la autoridad ajustar las condiciones o ampliar el periodo si los resultados lo justifican. De tal modo, se advierte que el plazo de duración debería pensarse en función del caso específico, y no como una medida estándar o formal.

El tercer aspecto se relaciona con la colaboración regulatoria entre las entidades competentes. En efecto, el artículo 16 del Reglamento reconoce la posibilidad de que la SBS establezca criterios adicionales y convenios de reconocimiento mutuo con otros organismos nacionales o internacionales. Sin embargo, a la fecha no existen otros espacios de prueba en el ámbito financiero peruano en caso de los *sandbox*. Es así que, partiendo del modelo actual de la SBS, y de cara a ciertas innovaciones, particularmente de aquellas que involucran a más de un sector financiero, creemos razonable que el procedimiento prevea la opción de solicitar la opinión técnica del Banco Central de Reserva del Perú o de la Superintendencia del Mercado de Valores, ya sea durante la evaluación de la solicitud o en la revisión de resultados, en caso corresponda.

En el fondo, lo que resulta particularmente relevante es que los supervisores trabajen de manera articulada, compartiendo información y criterios con el mercado en un ambiente colaborativo entre el sector público y privado, para que las innovaciones puedan desarrollarse de forma segura y ordenada.

6. A modo de conclusión

Los *sandboxes* no se limitan a una sola tecnología o modelo de negocio, de modo que este instrumento regulatorio lo convierte en una herramienta útil para fomentar la innovación y el desarrollo de la industria *fintech*. No obstante, no debemos confundir su propósito como un reemplazo de la regulación existente, sino como un complemento estratégico que promueve la innovación financiera, del mismo modo que otros instrumentos como los *innovation hubs* del Reino Unido.

El *sandbox* regulatorio constituye un espacio de pruebas mediante el cual la autoridad administrativa competente otorga una autorización operacional específica y excepcional –al no someter a los participantes a las reglas habituales de la regulación a su cargo– que se agota una vez finalizado el tiempo asignado para que las empresas puedan testear sus productos, servicios o modelos de negocio bajo condiciones regulatorias flexibles. Su diseño debe considerar la realidad de cada país y sus recursos, a fin de que su estructura permita lograr los fines que persigue.

La experiencia comparada evidencia que la mayoría de *sandboxes* comparten una estructura de cuatro fases, en la que las salvaguardas juegan un rol esencial. De su adecuado diseño y, sin duda, de la integración del mercado en la producción de regulación adecuada, dependerá la protección del consumidor, control de riesgos, eficiencia, y el *time to market* de modelos de negocio y tecnologías que benefician al mercado y a los usuarios finales.

En el caso peruano, la SBS ha mostrado una respuesta oportuna y avances significativos en la construcción del *sandbox*. El Proyecto normativo que amplía el alcance del *sandbox* representa un paso ambicioso al incluir la participación de empresas no supervisadas y establecer pautas claras para su operación. Sin embargo, aún requerimos consolidar una cultura de innovación regulatoria que combine apertura con prudencia.

Persiste el reto de fortalecer la articulación entre autoridades, bajo un claro liderazgo de la SBS.



Dado que muchas *fintech* operan en ámbitos que involucran más de un sector regulado, sería deseable que el procedimiento contemple la posibilidad de solicitar la opinión técnica del BCRP, de la SMV, o de otras autoridades según corresponda, de modo que se promueva una supervisión coherente y unificada.

Bibliografía

- Aguilar, I., & Lluesma, P. (2019). *Una introducción al sandbox regulatorio*. Foro de Actualidad Jurídica Uría Menéndez, (52), 95-100. <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/6676/documento/foro05.pdf?id=8961>
- Attrey, A., M. Leshner & C. Lomax (2020). "The role of sandboxes in promoting flexibility and innovation in the digital age". *OECD Going Digital Toolkit Notes*, No. 2, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/cdf5ed45-en>.
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2024, 20 de junio). *Estudio: Ecosistema fintech en América Latina y el Caribe supera las 3.000 startups* [Comunicado de prensa]. <https://www.iadb.org/es/noticias/estudio-ecosistema-fintech-en-america-latina-y-el-caribe-supera-las-3000-startups>
- Bijkerk, W. (2021). *Sandboxes regulatorios, hubs de innovación y más innovaciones regulatorias en América Latina y el Caribe: Una aproximación*. Herrera, D., & Vadillo, S. (Eds.). <https://doi.org/10.18235/0003196>
- Chakravarty, D. (2025). *Charting the Growth and Aspirations of India's Fintech Regulatory Sandboxes*. ORF Issue Brief No. 827, Observer Research Foundation. <https://www.orfonline.org/research/charting-the-growth-and-aspirations-of-india-s-fintech-regulatory-sandboxes>
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. (2018). *Buenas prácticas. Implicaciones de los avances en tecnofinanzas (fintech) para los bancos y los supervisores bancarios*. Banco de Pagos Internacionales. https://www.bis.org/bcbs/publ/d431_es.pdf
- Ernst & Young Law. (2024, 18 de octubre). *FinTech Business Guide 2024/2025*. https://www.ey.com/es_pe/insights/law/fintech-business-guide
- Financial Conduct Authority. (2019, 29 de abril). *The impact and effectiveness of Innovate*. <https://www.fca.org.uk/publications/research/impact-and-effectiveness-innovate>
- Finnovista, Banco Interamericano de Desarrollo, & BID Invest (2024). *Fintech en América Latina y el Caribe: un ecosistema consolidado con potencial para aportar a la inclusión financiera regional*. <https://doi.org/10.18235/0013032>
- Herrera, D., & Vadillo, S. (2018). *Sandbox regulatorio en América Latina el Caribe para el ecosistema Fintech y el sistema financiero*. <https://doi.org/10.18235/0007982>
- Indecopi (2023, 30 de setiembre). *Estudio de Mercado del Sector Fintech en Perú*. <https://www.gob.pe/institucion/indecopi/informes-publicaciones/5476585-estudio-de-mercado-del-sector-fintech-en-peru>
- Madiega, T., & Van de Pol, A. (2022). *Artificial intelligence act and regulatory sandboxes*. Parlamento Europeo. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/733544/EPRS_BRI\(2022\)733544_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/733544/EPRS_BRI(2022)733544_EN.pdf)
- Madir, J. (2024). Chapter 1: Introduction - what is fintech? En *FinTech* (pp. 1-22). Edward Elgar Publishing. <https://doi.org/10.4337/9781035314751.00010>
- McKee, M., & Troullinou, M. (2022). *Innovation: The evolution of the FCA sandbox*. *TechREG Chronicle*. <https://www.competitionpolicyinternational.com/wp-content/uploads/2022/05/2-INNOVATION-THE-EVOLUTION-OF-THE-FCA-SANDBOX-Michael-McKee-Marina-Troullinou.pdf>
- Monetary Authority of Singapore. (2022). *Regulatory Sandbox Guidelines*. <https://www.mas.gov.sg/-/media/mas-media-library/development/regulatory-sandbox/sandbox/fintech-regulatory-sandbox-guidelines-jan-2022.pdf>
- Monetary Authority of Singapore. (2022). *Sandbox Express Guidelines*. <https://www.mas.gov.sg/-/media/mas-media-library/development/regulatory-sandbox/sandbox-express/sandbox-express-guidelines-1-jan-2022.pdf>
- OECD (2024). "Regulatory experimentation: Moving ahead on the agile regulatory governance agenda", *OECD Public Governance Policy Papers*, No. 47, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/f193910c-en>.

OECD (2025). *Regulatory sandbox toolkit: A comprehensive guide for regulators to establish and manage regulatory sandboxes effectively*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/de36fa62-en>.

Ruof, C. (2023). *Regulating Financial Innovation: Fintech and the Information Deficit*. Palgrave Macmillan. <https://link.springer.com/book/10.1007/978-3-031-32971-5>

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. (2025). *Reporte de Indicadores de Inclusión Financiera*. https://www.sbs.gob.pe/app/stats_net/stats/EstadisticaSistemaFinancieroResultados.aspx?c=CIIF-0001

Thiruma, V. (2025). *RBI's Regulatory Sandbox: Driving Digital Lending Innovation for SMEs*. The

Indian Banker, vol. XII, No. 8. https://www.researchgate.net/publication/390065845_RBI's_Regulatory_Sandbox_Driving_Digital_Lending_Innovation_for_SMEs

World Bank Group. (2020). *How Regulators Respond to Fintech. Evaluating the Different Approaches. Sandboxes and Beyond* (Fintech Note No. 5). <https://documents1.worldbank.org/curated/en/579101587660589857/pdf/How-Regulators-Respond-To-FinTech-Evaluating-the-Different-Approaches-sandboxes-and-Beyond.pdf>

World Bank Group (2020). *Global experiences from regulatory sandboxes* (Fintech Note No. 8). <https://documents1.worldbank.org/curated/en/912001605241080935/pdf/GlobalExperiences-from-Regulatory-Sandboxes.pdf>

Breves apuntes sobre *embedded finance* en el ecosistema legal peruano

Brief notes on embedded finance in the Peruvian Legal Ecosystem

— Álvaro Castro Lora* y Lucas Pilco Prado** —

Resumen

En el presente trabajo los autores exploran diversas normas y conceptos para entender el impacto regulatorio de la implementación en el Perú de modelos de negocio apalancados en *embedded finance*, a través del análisis de los roles de las principales entidades reguladoras como la SBS, ANPD, UIF, INDECOPI y la SMV. Así, los autores exploran el ecosistema peruano desde un marco normativo que tiene como reto adaptarse a un ecosistema ágil e innovador y bajo una mirada comparada, señalando los puntos a tener en cuenta para desplegar exitosamente estos modelos al ofrecer un punto de partida sobre el cual profundizar. Finalmente, los autores brindan reflexiones sobre el estado actual del ecosistema peruano y recomendaciones de cara a los retos que afronta la innovación en servicios financieros.

Palabras clave

Ecosistema legal peruano, finanzas integradas, sandbox, fintech, softlanding, reformas legales.

Abstract

In this paper, the authors explore a range of regulations and legal concepts to understand the regulatory impact of implementing embedded finance business models in Peru, through an analysis of the roles of key regulatory bodies such as the SBS, ANPD, UIF, INDECOPI, and SMV. In doing so, the authors examine the Peruvian ecosystem within a legal framework that faces the challenge of adapting to a fast-moving and innovative environment. Adopting a comparative perspective, they identify the main points to consider for the successful deployment of these models, offering a starting point for deeper analysis. Finally, the authors present reflections on the current state of the Peruvian ecosystem and provide recommendations in response to the challenges posed by ongoing innovation.

Keywords

Peruvian legal ecosystem, embedded finance, sandbox, fintech, softlanding, legal reforms.

* Alvaro Castro Lora: Socio de Damma Legal Advisors. Profesor de Derecho y Tecnología y director del Laboratorio de Innovación Legal de la Facultad de Derecho de la Universidad del Pacífico. Co-fundador y *past president* de la Asociación Blockchain Perú, así como embajador de la Asociación Fintech Perú. Abogado por la Universidad de Piura, LLM Banking and Finance Law por Queen Mary University of London y estudios de especialización en Fintech por el Massachusetts Institute of Technology (MIT). Correo electrónico: alvaro.castro@damma.com.pe.

** Lucas Pilco Prado: Asociado de Damma Legal Advisors. Bachiller en Derecho por la Universidad Católica San Pablo. Cuenta con estudios en Filosofía por la Universidad Nacional de San Agustín y estudios de especialización en Gestión de Inversiones y Mercado de Capitales por Bursen (BVL). Correo electrónico: lucas.pilco@ucsp.edu.pe.

[...] *And on the pedestal these words appear:
 «My name is Ozymandias, king of kings:
 Look on my works, ye Mighty, and despair!» Nothing
 beside remains. Round the decay
 Of that colossal wreck, boundless and bare
 The lone and level sands stretch far away.*

Percy Bysshe Shelley (1792-1822)

Introducción

Las *embedded finance*, finanzas integradas o finanzas embebidas son el resultado de una respuesta global de la banca y finanzas tradicionales ante el desplazamiento de la masa de consumidores —la demanda— hacia modelos de negocio altamente disruptivos, que, si bien inicialmente no contemplaban un componente financiero, gozaban de un potencial natural para albergar soluciones digitales tales que, priorizando la experiencia del usuario, facilitaban o acercaban la adquisición de distintos productos y servicios financieros a potenciales consumidores.

Esta sinergia entre productos, servicios financieros y modelos de negocio —que inicialmente no fueron pensados para satisfacer necesidades financieras— es posible debido a dos simples factores: i) la capacidad de estos modelos para concentrar la demanda; y ii) la generación de valor agregado a partir de canales de venta en crecimiento o canales ya consolidados. El primer factor hace referencia a la masificación de servicios digitales, mientras que el segundo a la capacidad de *cross-selling*¹ de las empresas participantes.

En el Perú y en general en Latinoamérica, las *embedded finance* no han sido objeto de estudio bajo una perspectiva jurídica, pasando desapercibidas entre la ola del *open banking* y la marejada del *open finance*, lo que ha provocado que se las llegue confundir con estas y que se dé por sentado que la regulación peruana actual es suficiente para atender a esta nueva realidad, una que a todas luces avanza más rápido que la norma y que el regulador, en un ecosistema que se caracteriza por sectores altamente reglamentados y cuyas normas aplicables no fueron diseñadas pensando en este tipo de modelos de negocio.

Es así como este artículo pretende ofrecer un punto de inicio desde el cual se pueda ahondar en las *embedded finance* mediante el análisis de los principales cuerpos normativos en el Perú que las empresas deben considerar como parte de la validación de sus modelos de negocio. Entonces, y como su título anticipa, estos breves apuntes servirán como una guía o introducción a las *embedded finance* y su interacción con el derecho peruano en sus dimensiones más importantes.

I. Conceptos previos

Para poder entender a cabalidad el impacto de las *embedded finance* en el Perú, primero debemos definir algunos conceptos previos:

- a. **APIs:** Los *Application Programming Interfaces* (por sus siglas, “APIs”) o, en castellano, “Interfaces de Programación de Aplicaciones”, son un conjunto de reglas y protocolos que facilitan el intercambio de información entre distintas partes, fungiendo como un puente de datos. En el ecosistema financiero, su uso ha permitido la integración de distintos servicios como pagos, la evaluación del riesgo crediticio y la validación de identidad de los usuarios permitiendo la aparición de la banca abierta.
- b. **Banking-as-a-Service:** *Banking-as-a-Service* (por sus siglas, “BaaS”) es el modelo de infraestructura tecnológica que permite a empresas que no se dedican al rubro financiero o bancario ofrecer estos servicios o productos al integrarlos a sus plataformas mediante la conexión de APIs a entidades reguladas u otros proveedores. Su incorporación dentro del ecosistema financiero ha facilitado la innovación, reduciendo costos y mejorando la experiencia del usuario.
- c. **Open Banking:** *Open Banking* es un sistema que, vía el uso de APIs, le permite a los titulares de datos brindar acceso a su información bancaria y transaccional a entidades financieras distintas a aquella con la que se originó dicha data, con el fin de ofrecer servicios más personalizados como pagos y préstamos e incluso consolidarlos en un solo lugar gracias a la interoperabilidad.

¹ El *cross-selling* o venta cruzada es la práctica por la que una empresa agrupa y ofrece productos o servicios íntimamente relacionados o complementarios en etapas de decisión como el cierre de una compraventa, lo que incrementa considerablemente el porcentaje de éxito en la colocación del bien o del producto complementario.



- d. **Open Finance:** *Open finance* es el paso siguiente al *open banking*, en tanto en aquel se realiza un intercambio de datos financieros y no financieros entre entidades financieras y otras empresas (*fintech*, telcos, *bigtech*, etc.), siempre con consentimiento del usuario, para ofrecerle servicios personalizados e inclusivos (por ejemplo, en materia de inversiones y seguros).
- e. **Ecosistema digital:** Los ecosistemas digitales son redes dinámicas de plataformas, empresas, dispositivos y personas que se relacionan en línea e interactúan entre sí, transformando la forma en la que se relacionan y ven el mundo.
- f. **Fintech:** Es el nombre que reciben las empresas que aprovechan la tecnología para transformar los servicios financieros, haciéndolos más rápidos, accesibles y eficientes. Estas empresas ofrecen soluciones novedosas referidas a la banca móvil, pagos digitales, créditos alternativos e inteligencia artificial.

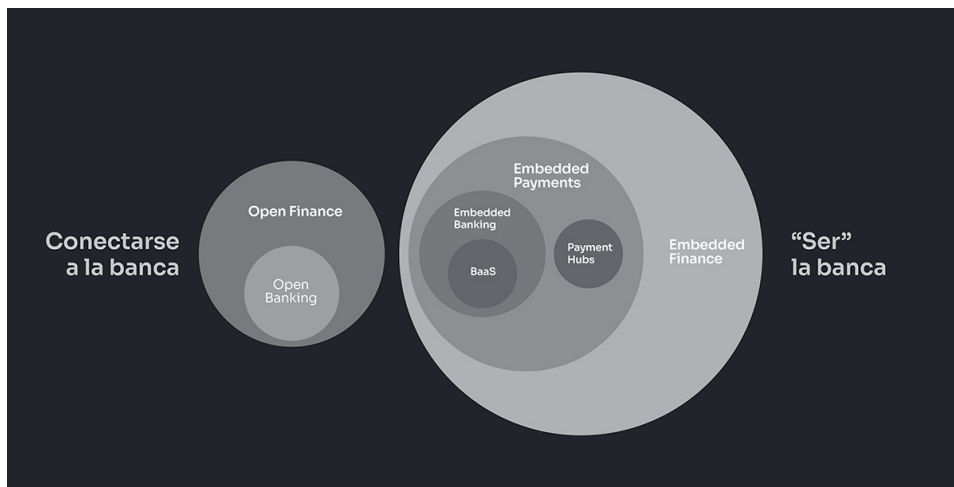
II. ¿Embedded finance, open banking u open finance?

Si distinguimos entre género y especie, podemos responder parcialmente a la interrogante incluyendo al *open banking* (banca abierta) dentro del *open finance* (finanzas abiertas). No obstante, las *embedded finance* (finanzas integradas) responden

a una lógica y un estadio tecnológico distintos. A continuación, desarrollaremos estos conceptos desde dicha perspectiva (ver figura 1).

- a. El *open banking* se posiciona como el bloque génesis de este proceso de apertura de datos, en tanto implica —en ocasiones, por mandato regulatorio— que las entidades bancarias faciliten el acceso a los datos vinculados a cuentas de pago a proveedores externos o terceros debidamente autorizados. La piedra angular del *open banking* radica en la regulación PSD2 de la Unión Europea, que ha logrado democratizar el acceso a la información bancaria y transaccional de los clientes. Sin embargo, su alcance resulta acotado al ser regional y su finalidad es más regulatoria que económica, al tratarse de un dispositivo normativo concebido para disciplinar el mercado y corregir asimetrías de información entre los consumidores y proveedores, antes que transformar integralmente la prestación de servicios financieros.
- b. El *open finance* en cambio, constituye una etapa de mayor envergadura y complejidad. Si el *open banking* se ciñe a la apertura a cuentas de pago, el *open finance* se proyecta y extiende hacia el universo de los servicios financieros: seguros, pensiones, productos de inversión, ahorros y gestión patrimonial, llegando inclu-

Figura. 1: Esquema de la relación y diferencias entre las *embedded finance* y el *open finance*



Nota. El gráfico explica la diferencia entre los géneros de *open finance* y de *embedded finance*. Adaptado de BaaS (Banking-as-a-Service), por Unnax, 2024, (<https://www.unnax.com/diferencias-open-banking-finance-baas-embedded-finance/?lang=e>)

so a operar con datos provenientes de sectores distintos al financiero siempre y cuando lo autorice el titular de los datos.

El *open finance* posee un enfoque dual. Por un lado, la regulación que, a través de instrumentos como la *PSD3* —parte del nuevo paquete normativo propuesto por la European Commission—, el *Payment Services Regulation* y el marco del *Financial Data Access* —enfocado en los proveedores de información financiera— diferencia las categorías de información de los consumidores y las entidades que se encuentran dentro del alcance de la norma. Y, por el otro lado, un enfoque dinámico, que exige soluciones personalizadas, asesoría especializada y el diseño de nuevas experiencias en el *journey* de los consumidores, buscando la consolidación de un ecosistema integral en el que el consumidor sea el verdadero dueño de la data y que, gracias a ese dominio, pueda acceder a una oferta plural, competitiva y eficiente que se ajuste a sus necesidades e intereses.

- c. Las *embedded finance* se orientan a la satisfacción instantánea de necesidades, mediante la oferta de productos o servicios financieros integrados en plataformas que ofrecen estos en el preciso instante en que las necesidades del

consumidor aparecen. Su lógica es eminentemente comercial buscando reducir fricciones, optimizar la experiencia del usuario y fidelizar al consumidor. A diferencia del *open banking* y el *open finance*, las *embedded finance* se nutren primordialmente de la interacción del cliente con otros servicios lo que representa una gama de retos regulatorios derivados de la protección de datos personales y la delimitación de la responsabilidad de los actores que participan en el modelo de negocio (ver figura 2).

En conclusión, más allá de identificar diferencias, el uso de estas categorías permite advertir una evolución y tendencia claras. El *open banking* se sitúa como la punta de lanza o el primer peldaño de un cambio regulatorio que allanará el camino al *open finance* como segunda gran conquista fintech en la regulación financiera y, finalmente, a las *embedded finance*, como epítome de la integración de servicios financieros y no financieros, diseñados teniendo al usuario y a su data al centro. Los tres conceptos, si bien comparten características como el uso de infraestructura tecnológica, se distinguen por su incidencia en la regulación y por su relación con la captación de la demanda al apostar por la integración de productos y servicios en cadenas de valor ya consolidadas.

Figura. 2: Esquema de funcionamiento de las *embedded finance*



Nota. El gráfico muestra el flujograma de un modelo de *embedded finance*. Elaboración propia.



III. Experiencia latinoamericana

En Latinoamérica, los países más avanzados en la implementación de esquemas de *embedded finance* son Brasil, México y Colombia, jurisdicciones que ocupan, respectivamente, los puestos veintisiete (27), treinta y seis (36) y cuarenta y tres (43) en el *Global Startup Ecosystem Index*, frente al puesto sesenta y siete (67) de Perú. Como se puede observar en el siguiente atlas del ecosistema, desde el 2010 hubo una proliferación de empresas *fintech* en la región, acompañada del nacimiento de unicornios² como Nubank (Brasil), Kavak (México) y Rappi (Colombia).



A la fecha en el Perú no se tiene una norma especial para la implementación del *open banking*, *open data* o *embedded finance*, a excepción de las normas de interoperabilidad de billeteras digitales aprobadas e impulsadas por el Banco Central de Reserva. Mientras que, en Brasil, el Banco Central de Brasil y el Consejo Monetario Nacional fijaron en el 2020 las pautas para la implementación del *open banking* a través de la Resolución Conjunta N.º 1/2020³, anticipando el boom de la banca digital.

México, por su parte, promulgó la ley *fintech* en el 2018, seguida de los estándares técnicos para el uso de APIs e integración de la información de centrales de riesgo publicados por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en el año 2021. Finalmente, Colombia el 14 de septiembre de 2020 aprobó el Decreto 1234, por el que se crea el espacio controlado de prueba para actividades de innovación financiera, o el *sandbox* regulatorio colombiano junto a la Circular Externa N.º 016-2021 emitida por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Si comprobamos el crecimiento de la industria *fintech* y los modelos de negocio que se valen de las *embedded finance* en estos países desde el 2020 en el atlas del *Cambridge Centre for Alternative Finan-*

ce –año en el que entraron en vigor las principales normas sobre la materia– solo Colombia se habría desarrollado menos que el Perú en cuanto a cantidad de iniciativas, pero manteniendo la delantera si se toma en consideración la valoración conjunta de sus *fintech*.

IV. Implicancias legales en el Perú

a. Sobre la regulación bancaria y de seguros

Si partimos de la premisa que las *embedded finance*, por definición, necesitan de una plataforma no financiera, entonces el análisis a realizar recae sobre la interacción de estas plataformas y la colocación de productos o servicios financieros.

En el Perú, la norma que regula el uso de APIs y la prestación de servicios de terceros es el Reglamento para la Gestión de la Seguridad de la Información y la Ciberseguridad⁴, norma aplicable a empresas del sistema financiero supervisadas por la Superintendencia de Banca y Seguros (en adelante, la “SBS”), conforme a lo dispuesto en su alcance, entre las que encontramos a las empresas de operaciones múltiples⁵.

El citado Reglamento define lo que se entiende por canales digitales y cómo la empresa debe implementar procesos de autenticación para que los clientes puedan acceder a los servicios ofrecidos por el proveedor.

En la misma línea, la norma recalca que el tercero que provee los servicios solo podrá acceder a la información autorizada por el usuario. Además, tendrá que cumplir con las especificaciones del Reglamento, así como respetar el Reglamento de Gobierno Corporativo y Gestión Integral de Riesgos y el Reglamento para la Gestión de Riesgo Operacional.

Por lo demás, en nuestro país no se requiere ser una entidad supervisada por la SBS para “prestar

2 Cuando hablamos de unicornios nos referimos a aquellas empresas que han superado los mil (1000) millones de dólares sin cotizar o listar en bolsa y son empresas independientes.

3 Esta norma se encuentra acompañada de la Resolución N.º 32/2020, la Circular N.º 4015/2020 ambas emitidas por el Banco Central de Brasil; y el Comunicado N.º 33455/2019 que fijó los requisitos esenciales para la implementación del *open banking* en el país.

4 Resolución SBS N.º 504-2021.

5 Del art. 16 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la SBS, Ley N.º 26702 se desprende que las empresas de operaciones múltiples son: i) Empresas Bancarias, ii) Empresas Financieras, iii) Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, iv) Cajas Municipales de Crédito Popular, v) Empresas de Créditos, vi) Cooperativas de Ahorro y Crédito autorizadas a captar recursos del público, y vii) Cajas Rurales de Ahorro y Crédito.

dinero” u “otorgar créditos”, sino que basta con encontrarse inscrito en el Registro de Empresas y Personas que efectúan Operaciones Financieras o de Cambio de Moneda⁶ y cumplir con las obligaciones legales en materia de Prevención del Lavado de Activos y del Financiamiento del Terrorismo (por sus siglas “PLAFT”).

Ante esta flexibilidad, muchas empresas con modelos de negocio no financieros poco a poco han optado por adecuar su objeto social y ofrecer préstamos a sus usuarios y colaboradores, logrando abrir nuevos frentes y líneas de negocio dentro de una misma plataforma, como en el caso de la plataforma uruguaya PedidosYa.

Cabe señalar que la inscripción en el referido registro es una obligación que debe cumplirse previamente al inicio de actividades del proveedor, lo que permite que tanto personas naturales como jurídicas puedan desarrollar actividades de préstamo de forma electrónica a través de plataformas tecnológicas⁷ sin temor a que la SBS constate un incumplimiento y solicite el bloqueo inmediato del medio electrónico mediante el cual se desarrollan las actividades de préstamo.

Véase aquí que la incorporación en el Perú de modelos de *embedded finance* en lo relativo a créditos se halla sujeto a un esquema regulatorio acotado en materia de prevención de lavado de activos, con un evidente enfoque sancionador, que no da más luces sobre la operativa, principios, mecanismos y pautas que estos esquemas deben seguir o a los cuales deben ceñirse como sí ocurre en el caso de las empresas supervisadas. Ello nos lleva a cuestionar si la metodología empleada por el regulador peruano es en extremo rígida y si el ecosistema peruano carece de los espacios para que las empresas iteren sus productos o servicios sin el riesgo de ser expulsadas del mercado.

Estamos además frente ante un régimen paralelo, con desventajas claras para las empresas no supervisadas, quizás la principal de ellas es el no poder beneficiarse de la inafectación de los intereses de

préstamos frente al Impuesto General a las Ventas, beneficio del que sí gozan las operaciones de las Empresas Bancarias y Financieras⁸.

Aunque esta inafectación se da bajo los matices formales de la norma tributaria, en la práctica la distinción no obedece a una razón económica aceptable, pues el impuesto general a las ventas le genera un sobre costo al consumidor final, lo que quiebra una de las finalidades de las *embedded finance* –la inclusión financiera– limitando, además, la competitividad de estos actores frente a las empresas reguladas.

Si se toma en cuenta que existe una menor valla regulatoria para las *fintech* como señal de beneficio, esto en realidad es otro problema, porque cuando el regulador tenga que crear una nueva norma o adaptar la vigente, tendrá que hacerlo a partir de una tabula rasa. En ese sentido, la única ventaja frente a las empresas supervisadas será que los costos de adaptación no serán tan altos como para la mayoría de los agentes de la banca tradicional⁹.

Ahora bien, un modelo común dentro de las *embedded finance* es el *embedded insurance*. En el que plataformas tecnológicas y aseguradoras unen esfuerzos para agregar valor mediante la integración perfecta de seguros en un determinado ecosistema (The Geneva Association, 2024, p. 27). Usualmente, los seguros ofertados mejoran la experiencia en la adquisición de un producto o servicio, y pueden ser contratados en cuestión de segundos al verse integrados en la plataforma del oferente.

En el Perú, la viabilidad de esta figura debe ser analizada también desde la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, en cuyo artículo undécimo (11) se enumeran las actividades que requieren autorización de la SBS, dentro de este listado hallamos las actividades de intermediación y actividades complementarias a la oferta directa o indirecta de coberturas de seguros.

Por lo que si la plataforma o aplicación realiza actividades de intermediación más allá de conectar a

6 Resolución SBS N.º 00650-2024.

7 La norma define a las plataformas tecnológicas como el conjunto de aplicaciones, software o recursos informáticos por los que se realiza la actividad de préstamo a través de internet.

8 Ver más en: Informe N.º 000055-2025-SUNAT/7T0000.

9 Por banca tradicional, nos referimos a las empresas que se encuentran supervisadas por la SBS. Es verdad que los principales bancos del país han dejado de ser “tradicionales” y cuentan con divisiones dedicadas al desarrollo de nuevos productos enfocados en la experiencia del usuario, anticipando lo que creemos será un escenario de mayor competitividad donde no bastará brindar el mejor servicio o ser el más barato.



la empresa de seguros –la empresa regulada– con el contratante o asegurado potencial entonces se estaría ante un supuesto de infracción.

Como explica Fornasier (2024), en Reino Unido se observa un parámetro similar, en donde si se establece que la actuación del corredor configura una actividad de corretaje de seguros, esta deberá ser previamente autorizada por la *Financial Conduct Authority* bajo la Ley de Mercados y Servicios Financieros del año 2000 (párr. 9).

b. Sobre la prevención y lavado de activos

En línea con lo anterior, por la Resolución SBS N.º 789-2018 las empresas de préstamos califican como sujetos obligados¹⁰, por lo que deben contar con: i) un sistema de prevención del lavado de activos y del financiamiento del terrorismo, ii) un oficial de cumplimiento, iii) políticas de conocimiento del cliente y beneficiario final, iv) políticas y procedimientos de debida diligencia, v) un registro de operaciones, vi) el reporte de operaciones sospechosas, y vii) un manual y código de conducta de prevención y gestión de los riesgos de lavado de activos y financiamiento del terrorismo.

Todos estos requisitos son importantes, pero no toman en cuenta que las *embedded finance* tienen un componente inclusivo, lo que difícilmente abre la ventana a movimientos cuantiosos u operaciones que mensualmente superen los umbrales señalados por la norma. *Contrario sensu*, insertan a la población en canales de acceso al crédito que, al encontrarse dentro del sistema formal, mantienen alejadas a estas personas del radar de organizaciones criminales o de la necesidad de acudir a préstamos irregulares como los famosos préstamos “gota a gota”.

La norma PLAFT es imprescindible en un país como el nuestro, pero si se busca descubrir y explotar el potencial del ecosistema esta debe repensarse desde sus características y necesidades particulares. Así, estimamos pertinente la recomendación de la Financial Action Task Force¹¹ (2025) que explica que para minimizar los riesgos en esquemas de *embedded finance* se pueden limitar las funciones del servicio o la disposición del producto mediante

límites en el número de transferencias y en la cantidad máxima por transacción (p. 62).

Algo similar a lo que ocurre con el dinero electrónico y los montos límites establecidos por el Reglamento de Operaciones con Dinero Electrónico¹². Ello nos deja una interrogante y es si el regulador estaría abierto a contemplar un régimen especial o flexible para los modelos de negocio más osados por su alcance y mérito innovador.

c. Sobre la protección y defensa del consumidor

En el ordenamiento peruano, existen hasta tres (3) principios que se encuentran íntimamente relacionados con las *embedded finance*, de los cuales uno (1) se plasma en la norma especial aplicable a la prestación de servicios financieros, y además la orienta. Estos principios son: i) el principio de corrección de la asimetría, ii) el principio de primacía de la realidad y iii) el principio de transparencia.

El principio de corrección de la asimetría según Villota Cerna (2010) “se manifiesta en la prevención y eliminación de las cláusulas abusivas de los contratos por adhesión o con cláusulas generales de contratación” al menos desde un plano contractual (p. 24). Esto quiere decir que el regulador, verificará con mayor ahínco el contenido del contrato ya sea mediante un análisis previo o uno posterior para evitar un aprovechamiento indebido de la empresa que ofrece el producto o presta el servicio, tomando en cuenta que el canal de contratación difiere al canal de captación o de colocación.

Aunado a ello, el principio de primacía de la realidad nos invita a entender que la materialidad de las actuaciones de las empresas que implementan estos modelos de negocio prima por sobre las formas adoptadas en el contrato, no por nada la doctrina argentina le atribuye una función hermenéutica a este principio, que aunque limitado por la buena fe, ayuda a examinar el contenido de una cláusula sobre todo si versa sobre tasas de interés, gastos o comisiones, prescindiendo de su denominación u otro factor irrelevante para dicho análisis (Colman Vega, 2018, p. 181).

10 Al ser parte de los sujetos obligados la Unidad de Inteligencia Financiera (por sus siglas “UIF”) será el órgano rector encargado de su supervisión.

11 Por sus siglas en español Grupo de Acción Financiera Internacional “GAFI”, también denominado como Financial Action Task Force o “FATF”.

12 Resolución SBS N.º 6283-2013 y modificatorias.

Por otro lado, el principio de transparencia, protagonista en la materia que nos convoca, vela por la veracidad y nitidez de la información brindada a los consumidores. Que, de cara a los servicios financieros, exige prestaciones respecto a proporcionar información previamente solicitada por el consumidor sobre los productos y servicios ofertados; así como incorporar los aspectos más relevantes en materia de beneficios, riesgos y condiciones que estos contengan¹³.

La tendencia en la interpretación de este principio ha virado hacia un enfoque relacional, en donde las empresas “deben asegurar un equilibrio saludable entre la información que divulgan y el cómo educan a los clientes sobre el cumplimiento de sus responsabilidades” (Alliance for Financial Inclusion, 2020, p. 3). Esto en concordancia con lo desarrollado en los Principios de Alto Nivel sobre Protección del Consumidor Financiero del G20 y la OECD, que resaltan la oportunidad que ofrecen los canales digitales para mantener informados a los consumidores a través de distintos formatos y herramientas que ofrecen los entornos virtuales¹⁴.

La transparencia de la información atraviesa hoy por hoy un reto no menor y es superar la infodemia¹⁵, la que podemos encontrar en medios de comunicación, en contratos, términos y condiciones, entre otros. En este contexto entonces, el consumidor premiará la honestidad y el trato de la empresa y castigará la oscuridad en las relaciones de consumo con el cambio de proveedor, porque como reza el refrán “cuentas claras, amistades largas”; y son justamente estas amistades largas las que deben resguardar las empresas, sobre todo en un mercado que se encuentra en expansión y que en los próximos años verá cómo ingresan *game changers* a cambiar la industria y a duplicar la oferta.

En adición a lo ya expuesto, de la literalidad de la Ley complementaria a la Ley de protección al consumidor en materia de servicios financieros¹⁶, resulta evidente que su ámbito de aplicación no se extiende a cualquier modelo de negocio, sino solamente a aquellos desarrollados por empresas de operaciones múltiples. Si bien esto significa que el estándar de protección para consumidores cuya relación de consumo no se entabla con este tipo de empresas es distinto, en la práctica se sugiere que las empresas no reguladas o supervisadas por la SBS adopten los estándares más rigurosos, siempre y cuando los costos de transacción lo permitan, tomando en consideración que existe la posibilidad de un cambio de paradigma normativo o la aparición de un régimen especial.

Esta situación no ha pasado desapercibida por las empresas obligadas, quienes al parecer denuncian que existiría un trato desigual en la prestación de servicios o productos *core* como en el caso de los préstamos de consumo y créditos al exigirles una mayor diligencia que a los no regulados; y es que a la banca tradicional le preocupa estar operando en campos de juego desiguales en donde las mismas actividades y los mismos riesgos no reciben la misma supervisión ni se encuentren dentro del mismo marco regulatorio (European Banking Authority, 2017, como se citó en Durán Euribe, 2021, p. 33).

d. Sobre la protección de datos personales

El insumo principal y receta secreta del éxito de cualquier modelo de negocio en el que se contemplan las *embedded finance*, al igual que en cualquier *fintech* es la *data*. La *data*, esa información precisa, cuantificable y cuyos dígitos revelan las tendencias de consumo, preferencias y perfiles del consumidor es la nueva materia prima, la manzana de Eris moderna¹⁷, y el punto de unión entre todas las ra-

13 Aunque estas obligaciones emanan del artículo segundo (2) de la Ley complementaria a la Ley de protección al consumidor en materia de servicios financieros, no debemos dejar de atender a que a partir del 10 abril 2025 se ven complementadas por la obligación de las empresas del sistema financiero de informar expresamente en caso desapruében una solicitud crediticia los motivos de la denegatoria. Obligación que no comprende a empresas fuera de esta categoría, las mismas que por sus modelos de negocio se centran en este público desatendido o en un mercado que busca acceder por primera vez a un crédito.

14 Al igual que el uso de canales digitales para la adecuada divulgación de la información, las empresas deben generar procesos robustos de *onboarding* y contratación tomando en cuenta que la verificación de la identidad del cliente a la luz del Reglamento de Gestión de Conducta de Mercado del Sistema Financiero es una obligación cuya transgresión para INDECOPI puede acarrear la configuración de métodos comerciales coercitivos, estándar que las empresas no supervisadas no deberían pasar por alto. Ver más en: Resolución N.º 3470-2024/SPC-INDECOPI.

15 Según distintos autores, la infodemia (concepto acuñado durante la pandemia) se puede entender como aquella cantidad ingente de información que aunque a veces correcta genera serios obstáculos para acceder a fuentes legítimas de información, y para que las personas puedan orientarse ante una sobreabundancia de información que satura.

16 Ley N.º 28587.

17 Las discusiones sobre el *open banking* y el *open finance* indefectiblemente llevan a dialogar entre sonrisas sobre cuál es el nivel y cantidad de data que los actores del ecosistema están dispuestos a compartir. Porque si el único valor agregado de tu modelo de negocio es la información es evidente que estás en un gravísimo problema.



mas del derecho que hoy desarrollamos. El axioma es simple: sin data no hay innovación.

Con la entrada en vigor del nuevo Reglamento de la Ley N.º 29733, Ley de Protección de Datos Personales, se introducen conceptos como la elaboración de perfiles y la portabilidad de datos personales. El primero comprende el tratamiento automatizado de datos que buscan predecir aspectos como hábitos, situación económica, intereses, conductas y hábitos. Y el segundo, permite que el responsable del tratamiento de datos o el propio titular del banco de datos determine o no que estos perfiles o cualquier dato derivado pueda ser o no objeto de portabilidad, facultad que debería pertenecer al titular de los datos personales pudiendo obligar a las instituciones financieras a compartir sus datos con terceros como empresas *fintech* (Doerr et al., 2023, p. 13).

A estos conceptos se suma el derecho al tratamiento objetivo de datos personales, que como describe el artículo ochenta y siete (87) del reglamento brinda una protección frente a las decisiones de la empresa basadas en determinados datos del consumidor, que puedan producir efectos jurídicos salvo en caso se encuentren en una etapa de negociación, celebración o ejecución del contrato. Ahora bien, si somos detallistas, propiamente la causal de negociación no aplica ante contratos de adhesión y contratos con cláusulas generales de contratación.

En consecuencia, esta protección se mantiene al momento de contratar, y además obliga a la empresa a informar al titular de los datos personales de cualquier toma de decisiones en la que este no participe siempre y cuando estas traten sobre sus datos personales. Este deber de información cobra relevancia en la medida que como observa la OECD (2020) pueden presentarse casos en donde los consumidores se vean imposibilitados de conocer e impugnar lo que podría ser una decisión injusta sin entender qué pueden hacer para mejorar su score crediticio (p. 16).

Por otra parte, las empresas generalmente dejan de lado o desconocen que existe una Directiva de Seguridad de la Información Administrada por los Bancos de Datos Personales¹⁸; que a pesar de contener las medidas técnicas, condiciones y re-

quisitos en materia de seguridad que permiten un adecuado cumplimiento de la ley, sigue siendo un terreno inexplorado para muchos abogados.

La observancia de esta directiva, al menos provisionalmente, nos permite ficcionar sobre los criterios que la Autoridad Nacional de Protección de Datos Personales podría adoptar a raíz del nuevo reglamento en las disposiciones complementarias pendientes de aprobación. Incluso, el nuevo reglamento hace suyo a modo de recomendación el estándar de gestión de seguridad NTP-ISO/IEC 27001, estándar que la directiva reservaba para los tratamientos calificados como complejos o críticos.

Este giro en el reglamento hacia especificaciones técnicas acompaña la transición hacia el desarrollo de deberes especiales en materia de medidas de seguridad aplicable a medios digitales a través de los cuales se realice un tratamiento de datos como aplicaciones, plataformas y servicios digitales. Esta regulación; sin embargo, es insuficiente para proteger la arquitectura técnica empleada por las APIs, que exige estrictas medidas de ciberseguridad en razón a su topología, protocolo, software y componentes (Zeller et al., 2024, p. 10).

Es así que, aparecen conceptos como la distribución de riesgo o el riesgo compartido entre las partes que intervienen en un esquema de finanzas integradas. Al respecto, reguladores como la *Hong Kong Monetary Authority* (2022) consideran que si las entidades autorizadas se asocian o contratan con terceros proveedores de servicios para lanzar productos con finanzas integradas estas deben ser también responsables por las acciones de estos proveedores (p. 2). Tomando en cuenta la perspectiva del consumidor final y la posición que ocupan estas entidades en la relación de consumo.

Los riesgos que afrontan estas empresas no solo se abocan a prevenir cualquier brecha o vulneración a los bancos de datos, sino que se mezclan con la responsabilidad del corporativo respecto a la transparencia en el uso de la información recolectada, pues como menciona el Consumer Financial Protection Bureau (2022), “los consumidores pueden desconocer el alcance total en que una empresa o un proveedor de servicios utiliza o comparte sus datos, lo que en algunos casos lleva a la resignación digital”¹⁹ (p. 17).

18 Aprobada por Resolución Directoral N.º 019-2013-JUS-DGPD.

19 La resignación digital es un fenómeno psicológico que lleva a las personas a aceptar un rol pasivo sobre la administración de su propia información al sentir que han perdido el control de esta o al sentirse abrumadas por presiones externas como la presencia de cookies “obligatorios”, políticas de privacidad o condiciones del servicio. Esto lleva a que la persona se deslice de su data, cambiando su estatus de “titular de datos personales” a “espectador de datos”.

La protección de datos personales ha obligado a muchos países a adoptar normas generales o específicas en el caso de sectores que exigen una mayor regulación como el financiero, tal como se puede observar en el siguiente mapa interactivo elaborado por la Comisión Nacional de Informática y Libertades, autoridad encargada de la protección de datos personales en Francia. Otras realidades como la europea han podido estandarizar criterios normativos como demuestra la General Data Protection Regulation (por sus siglas “GDPR”); *ergo* esto facilita a que las empresas puedan aterrizar rápidamente en nuevos países.



Esta creciente preocupación como señala Feyen et al. (2023) se traduce en esfuerzos colaborativos en materia de ciberseguridad, mediante la inclusión de *sandbox* regulatorios para que las autoridades de datos personales al haber comprendido el funcionamiento de las nuevas tecnologías identifiquen las respuestas más adecuadas (p. 79). Esta colaboración en el Perú debe ser interinstitucional, multidisciplinaria y multinivel, al menos si se quiere que el país sea pionero en la región y no asfixie a las empresas con estos modelos de negocio en el intento, sobre todo a las startups.

e. Sobre la protección del inversionista

La protección de los inversionistas en el Perú se encuentra a cargo de la Superintendencia del Mercado de Valores (por sus siglas “SMV”), quien en su rol supervisor se encarga de tutelar los derechos de los inversionistas, así como de cautelar sus intereses a través de la Defensoría del Inversionista.

En ese sentido, uno de los retos a los que se enfrenta la SMV, como recalcó la International Organization of Securities Commissions (2017), es el poder abordar el desarrollo tecnológico sin desatender su mandato regulador y la promoción de protección de los inversionistas junto a la estabilidad financiera y la equidad del mercado (p. 71).

En la actualidad, los mayores riesgos de cara a la protección del inversionista se presentan por el desconocimiento sobre el funcionamiento del

mercado de valores, los riesgos que este implica; y la negociación y adquisición de valores a través de aplicaciones e intermediarios²⁰.

Un ejemplo de la magnitud de estos riesgos se dio entre los años 2023 y 2024 con la participación de nuevos inversionistas en nuestra plaza bursátil, que con su presencia quintuplicaron (500%) la participación de inversionistas debido a la fiebre por los valores representativos del 40% sobre el Mega Puerto de Chancay; y gracias a la aparición de nuevas aplicaciones.

Del caso “Chancay” se recogen diversas enseñanzas, como el peligro de la difusión de información errónea o superficial y la sensibilidad de los inversionistas *retail* a la misma. Aparte de ello, ni siquiera se contó con un espacio para probar o predecir el impacto de las nuevas aplicaciones o plataformas que pudieran preparar al regulador para una respuesta más eficiente.

Por su parte, la Comisión Nacional del Mercado de Valores —el regulador español— se aventuró a impulsar, desde el 2020, espacios en los que se resuelven consultas específicas sobre innovación, open finance, fintech y más. Tan solo “desde su puesta en marcha el Portal Fintech de la CNMV ha recibido más de 700 consultas sobre diversos temas, que van desde criptoactivos/blockchain hasta canales de asesoramiento automatizados y plataformas de crowdfunding” (International Monetary Fund, 2024, p. 30). Esta práctica podría importarse al Perú como paso previo ante la inminente aparición de plataformas y aplicaciones centradas en el mercado de valores.

Retomando la discusión, un caso interesante de *embedded finance* en nuestro mercado de valores es la aplicación Tiii, cuyas reglas de juego —términos y condiciones²¹— ejemplifican a la perfección como una plataforma puede interactuar con diversos actores como sociedades agentes de bolsa y sociedades administradoras de fondos sin padecer las peripecias de un procedimiento administrativo sancionador. Además de ir construyendo las bases para escalar sus servicios a servicios cross-border apenas se integren las plazas bursátiles de Perú, Chile y Colombia.

20 A este panorama se suma el desconocimiento sobre la actividad de Financiamiento Participativo Financiero o *crowdfunding*, por la falta de actores y debido a la reducida oferta. Actividad que mayor éxito ha alcanzado en modelos de *embedded finance* alrededor del mundo.

21 Ver más en: <https://tiii.pe/terms/>



En los términos y condiciones de esta aplicación, se menciona que son los “Aliados” de Trii quienes prestan los productos y servicios regulados, explicando que la aplicación solo actúa como “un mero facilitador tecnológico”, sin perjuicio que pueda asistir al cliente con su línea de soporte y de experiencia del consumidor. Estos términos y condiciones parecen ser suficientes para que el regulador no enmarque las actividades de Trii como una intermediación de valores y sí como servicios de terceros mediante medios electrónicos o telemáticos, supuestos permitidos por el Reglamento de Agentes de Intermediación aprobado mediante Resolución SMV N.° 034-2015-SMV-01.

V. Nuevas tendencias y reflexión final

Una vez identificado el esquema general en el que se presentan las *embedded finance* se puede observar que, hoy en día, existen aplicaciones y plataformas desarrolladas en el Perú que, teniendo funcionalidades financieras o bancarias, han aprovechado su uso masivo y entorno amigable para acercar otro tipo de servicios a los clientes finales en una especie de cambio de roles.

En este contexto, serán estos *non-financial services* los que se encontrarán integrados en aplicaciones, que por su naturaleza, sí son aplicaciones financieras o bancarias como en el caso de Yape, pasando así a denominarse como *embedded services* o servicios integrados. Nótese entonces, que son dos caras de una misma moneda (como las caras del dios Jano), solo que en este caso representan la transición en la que nos encontramos.

De hecho, si nos remitimos a los términos y condiciones de esta aplicación veremos que se definen conceptos como “Marketplaces”, “Operador”, “Plataforma Complementaria”, “Proveedor” y “Verticales”. Es así como, Yape establece que los productos comercializados y los servicios prestados por los Proveedores al igual que las Verticales desarrolladas y administradas por los Operadores se prestan por cuenta y riesgo de estos, dejando claro que su función es la de un simple intermediario.

Como se ahondó en el punto c. anterior, una de las principales preocupaciones que tiene el IN-

DECOPI respecto las cláusulas que delimitan la responsabilidad del intermediario²² frente a la responsabilidad de terceros ofertantes en este tipo plataformas²³ es la ausencia de definiciones en nuestro Código de Protección y Defensa del Consumidor de las cuales podamos partir para analizar o establecer si existe o no una relación jurídica entre los clientes finales y los intermediarios que merezca algún tipo de protección *sui generis*, sobre todo ante la falta de conceptos que atiendan a la naturaleza y funcionamiento de las economías colaborativas.

El fin de estas lagunas normativas parece estar muy cerca, en las últimas semanas del mes de agosto del año en curso, se conoció que la SBS estaría conformando un comité para darle vida al Open Banking en el país, pero ¿qué significa esto? Primero, que la SBS ha decidido subirse a la ola de la ejecución; y segundo que otros reguladores como la SMV tienen mayor presión de cara a generar sinergias como en su momento se observó en el par SBS/BCRP, exigencia de un trabajo conjunto que se puso sobre la palestra en el I Congreso Internacional de Pagos Digitales en el 2021.

Sinceramente esperamos que, a diferencia de lo ocurrido con la Resolución SBS N.° 2429-2021 por la que se aprobó el Reglamento para la realización temporal de actividades en modelos novedosos —el famoso *sandbox* regulatorio de la SBS—, esta vez se pueda tomar en cuenta a empresas no reguladas, puesto que, como defienden Herrera y Vadillo (2018) el alcance de un *sandbox* debe perseguir la participación de empresas con: i) productos o servicios que no existan previamente o que no se encuentren licenciados; y ii) cuya aplicación no se haya probado antes en el país (p. 17). Solo de esta manera se contará con una participación significativa y con resultados útiles que nos permitan impulsar la innovación en el Perú.

La lección del último *sandbox* es reveladora: Circunscribir un *sandbox* regulatorio a la exclusiva participación de empresas supervisadas desnaturaliza la institución y, de volver a hacerlo, la visión dentro de otros cuatro (4) años será la de la arena desierta en un *sandbox* en ruinas... *Nothing beside remains. Round the decay...*

22 La condición de intermediario podrá transformarse en condición de proveedor toda vez que se verifique: “i) el grado de participación e intensidad de los esfuerzos empleados por el intermediario en la [operación], y ii) las circunstancias en las que el bien se mostró al consumidor o el comportamiento de este último” según señalan las “Propuestas para la protección del consumidor en el comercio Electrónico y la seguridad de productos” del INDECOPI citando a su vez un criterio del Tribunal de Justicia Europeo.

23 Como las que recogen los Términos y Condiciones de Yape.

Conclusión

En el Perú no existe un panorama regulatorio claro para las *embedded finance* y, a pesar de ello, los modelos de negocio que las utilizan se abren paso atendiendo a una normativa acotada, cuyo ámbito de aplicación no refleja una intención del regulador por el desarrollo o la expansión fintech. A su vez, estos modelos de negocio pueden ser objeto de investigación y sanción por una variedad de órganos reguladores —como la SBS, UIF, ANPD, INDECOPI y SMV— de no delimitarse bien las responsabilidades de las partes que intervienen en el modelo, sobre todo en materia de protección de datos personales y de seguridad de la información. Finalmente, observamos que existen lagunas normativas que deberían ser llenadas mediante un *sandbox* regulatorio que cumpla con su verdadera finalidad: la validación de modelos de negocio innovadores. Así, también en los próximos años será importante la colaboración entre actores del ecosistema para impulsar normas que fomenten la innovación financiera, como sucede en el caso brasileño, mexicano y colombiano.

Referencias bibliográficas

- Alliance for Financial Inclusion. (2020). *Bringing smart policies to life: Experiences in the implementation of the principle of disclosure and transparency in AFI member countries (Series 1: Credit Products. Policy guidance note and results from regulators survey)*. Consumer Empowerment and Market Conduct Working Group, Alliance for Financial Inclusion.
- Colman, L. (2018). La primacía de la realidad en las relaciones financieras de consumo. Estudios de Derecho del Consumidor. Séptimas Jornadas Chilenas de Derecho de consumo Revista.
- Consumer Financial Protection Bureau. (2022). *The Convergence of Payments and Commerce: Implications for Consumers*. Consumer Financial Protection Bureau.
- Doerr, S., Gambacorta, L., Guiso, L., & Sánchez del Villar, M. (2023). *Privacy regulation and fintech lending (BIS Working Paper No. 1103)*. Bank for International Settlements
- Durán, M. (2021). El rol del Indecopi y los principales desafíos en la Industria Fintech del Perú. Indecopi – Oficina de Estudios Económicos.
- Feyen, E., Natarajan, H., & Saal, M. (2023). *Fintech and the Future of Finance: Market and Policy Implications*. The World Bank Group.
- Financial Action Task Force (FATF). (2025). *Guidance on Financial Inclusion and Anti-Money Laundering and Terrorist Financing Measures*. FATF/OECD
- Herrera, D., & Vadillo, S. (2018). *Sandbox regulatorio en América Latina el Caribe para el ecosistema Fintech y el sistema financiero*. Banco Interamericano de Desarrollo.
- Hogan Lovells. (2024). *Embedded Insurance in the UK: Growth and UK Regulation*. Insights and Analysis
- Hong Kong Monetary Authority. (2022). *Enhancing Consumer Protection in Respect of “Buy Now, Pay Later” Products (Circular)*.
- International Monetary Fund. (2024). Spain: Financial Sector Assessment Program—Technical Note on Fintech Developments and Oversight. International Monetary Fund.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). (2017). *IOSCO Research report on financial technologies (Fintech)*. IOSCO.
- OECD. (2022). *G20/OECD High-Level Principles on Financial Consumer Protection*. OECD
- OECD. (2020). *Personal Data Use in Financial Services and the Role of Financial Education: A Consumer-Centric Analysis*. OECD.
- Ruo, A. (2024). *Digital Platform Ecosystems in Insurance: Connecting with customers in new ways*. The Geneva Association
- Villota, M. (2010). Avances y orientaciones del nuevo código de protección y defensa del consumidor. Revista de la Competencia y la Propiedad Intelectual, Vol. 6 Núm. 11, 5-39.
- Zeller, A. J., Formulevics, A., & Pinesi, N. (2024). *API Security in Embedded and Open Finance (white paper)*. Adorsys.

Towards Comprehensive Open Banking Regulation in Mexico: Legal and Supervision Issues

Hacia una regulación integral del Open Banking en México: aspectos legales y de supervisión

— Sergio Chagoya Díaz* y Esteban Soto Loecken** —

Resumen

Este artículo analiza el estado actual y los desafíos regulatorios del modelo de Open Banking (“OB”) en los Estados Unidos Mexicanos (“México”), en el contexto de la inclusión financiera y la transformación digital del sector financiero. A pesar de avances como la Ley para regular las Instituciones de Tecnología Financiera (“Ley Fintech”) de 2018, México carece de un marco normativo integral que permita la implementación plena del OB. A través de un análisis comparativo con los modelos de la Unión Europea, así como con otras jurisdicciones, se identifican buenas prácticas internacionales aplicables al caso mexicano. El estudio examina la legislación vigente, los tipos de datos compartidos, los requisitos técnicos de las APIs, la protección de datos personales, la interoperabilidad, la supervisión regulatoria y los riesgos de exclusión financiera. Se proponen recomendaciones de política pública para fortalecer el ecosistema de OB en México, incluyendo su implementación escalonada, estandarización técnica, reciprocidad en el intercambio de datos, así como una mayor coordinación entre autoridades, industria y sociedad civil.

Palabras clave

Open Banking, regulación financiera, inclusión financiera, protección de datos personales, APIs estandarizadas, interoperabilidad tecnológica, innovación Fintech y el contexto regulatorio mexicano.

Abstract

This article explores the current state and regulatory challenges of the Open Banking (“OB”) model in Mexico, within the broader context of financial inclusion and digital transformation. Despite progress such as the 2018 Law to Regulate Financial Technology Institutions (“Fintech Law”), the United Mexican States (“Mexico”) lack a comprehensive regulatory framework for full OB implementation. Through comparative analysis with the European Union as well as with other jurisdictions, the paper identifies international best practices relevant to Mexico. It examines the existing legal landscape, data classification, API technical requirements, personal data protection, interoperability, regulatory oversight, and risks of financial exclusion. The article offers policy recommendations to strengthen Mexico’s OB ecosystem, including its phased implementation, technical standardization, data reciprocity, as well as an enhanced coordination among regulators, industry stakeholders, and civil society.

Keywords

Open Banking, financial regulation, financial inclusion, personal data protection, standardized APIs, technological interoperability, Fintech innovation and the Mexican regulatory landscape.

* **Sergio Chagoya Díaz** is a Mexican lawyer with over 26 years of experience, currently a partner at Santamarina y Steta, S.C. He holds a law degree from Escuela Libre de Derecho, a master’s degree in EU Law from Universidad Carlos III in Madrid, and a PhD in Business Law from Universidad Complutense de Madrid. His practice focuses on corporate and regulatory matters, project finance, privatizations, M&A, banking, securities, Fintech, and crypto regulation. He has advised both private and public entities and participated in legislative drafting. He serves on the boards of several major companies and associations, teaches at various law schools, and has spoken at prominent financial and legal conferences.

** **Esteban Soto Loecken** specializes in financial and corporate law, currently serving as an associate at Santamarina y Steta, S.C. With more than 9 years of professional experience, he has advised major banks, fintech and payment companies on regulatory matters, acquisitions, and securities issuances, and contributed to pro bono initiatives in Mexico City. He holds a law degree from the Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM) and a master’s degree in Comparative Business Law from the University of Mannheim, complemented by graduate diplomas in finance and insolvency law.

1. Introduction

In marketing terms, the current outlook for providing financial services in Mexico is becoming increasingly complex. On the one hand, Mexico is a country that has been making advances in the financial inclusion in recent years, such as the enactment of the Law Regulating Financial Technology Institutions (hereinafter, the “**Fintech Law**”) in March 2018 and the active promotion by the financial regulators and the Central Bank with several sectors of the population to participate in the Mexican financial system, the 2024 National Financial Inclusion Survey (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, 2025) reported that 77% of respondents had at least one financial product, which contrasts with the 68% that existed in 2021. Such growth is directly related to the implementation of social programs by the federal government through state-owned banks, which increased the percentage of bank accounts of this type from 9% of the total in 2021 to 18% in 2024. Notwithstanding the above, the most surprising finding of this survey is the ten percentage point increase (i.e., from 50% to 60%) in the use of ATMs as a recurring means of disposal by the Mexican population, which means that, despite the rapid growth in banking penetration and access to financial products, cash continues to have a predominant role in the finances of most Mexicans, as after receiving funds electronically at a regulated institution, they proceed to withdraw them in cash.

In light of the above, and despite legal advances, Mexico does not currently have a full regulatory framework that allows Financial Institutions (“**FIs**”) to implement the Open Banking (“**OB**”) model, which would clearly represent a huge step forward not only in terms of regulatory modernization, but also a major advance in the modernization of financial services and, above all, in financial inclusion.

As defined by Laplante and Kshetri (2021), OB is a term commonly known to describe a special kind of financial ecosystem, whereby such ecosystem provides FIs and other financial services providers with open access to several data, such as consumer banking, transaction, and other financial data from users, FIs and other institutions through the use of application programming interfaces (“**APIs**”). Such access is usually granted only with the consumer’s explicit consent, thereby enabling the networking, and sharing of financial information across different FIs, facilitating a more connected, transparent, and innovative financial

ecosystem. Accordingly, OB allows consumers to manage their financial information across multiple platforms, enhances competition among financial service providers, and drives innovation by enabling new financial products and services. OB can offer consumers greater control and convenience over their finances while also posing considerations about data security and privacy (Clemon & Melody, 2025).

In that sense, OB shall enable financial services providers to offer better products and better credit access to their customers. Additionally, it may contribute to increasing competition, innovation, and transparency in financial services, assuming that an adequate regulatory framework sets a level playing field and, most importantly, it ensures privacy and security to users.

1.1. Global and regional context.

OB has emerged as a transformative trend across multiple jurisdictions, each of them adopting distinct approaches shaped by local market dynamics, pre-existing regulations, and policy priorities. In the European Union (EU), the foundation lies in the Second Payment Services Directive (PSD2), issued in 2015 and implemented in 2018, which requires banks to provide secure access to customer data to licensed third-party providers. Faheem (2024) reports that an analysis performed by the European Commission in 2023 revealed that PSD2 has played a pivotal role in advancing OB throughout Europe, fostering innovation and enhancing competition in the payments sector. Nonetheless, significant challenges persist, particularly in achieving full standardization and ensuring uniform implementation across all EU Member States, leading to varied user experiences and slower adoption across member states. In Mexico, for example, the first advances in the regulation for OB were achieved in 2018 with the enactment of the Fintech Law, in a similar way as the introduction by the Member States of the EU, i.e., through a direct requirement for FIs to enter into this new legal scheme.

In contrast, the United Kingdom (UK) has pursued a more centralized and standardized model. Following an investigation conducted by the Competition and Markets Authority (CMA) in 2017 (and updated in 2025), it was determined that incumbent FIs operate in an environment with limited competitive pressure to attract and retain customers, whereas newer market entrants face significant structural barriers to entry and



expansion (Competition and Markets Authority, 2025). To mitigate this imbalance and foster a more dynamic competitive landscape, the CMA identified OB as a key regulatory instrument and established a roadmap that mandated the UK's nine largest banking institutions (collectively known as CMA9) to adopt uniform APIs under the supervision of the Open Banking Implementation Entity (OBIE, now transformed into Open Banking Limited, or "OBL"), which has resulted in higher adoption rates, improved user experience, and a more competitive ecosystem (Open Banking Limited, 2025).

Meanwhile, Brazil has positioned itself as one of the global leaders for OB through a phased implementation led by the Central Bank of Brazil (BCB), which was launched in 2021. Brazil's model highlights assisted self-regulation, interoperability, coordination between financial regulators, and consumer consent, aligning closely with its broader Open Finance strategy. Such regulatory framework promotes competition, financial inclusion, and innovation, with strong safeguards for data privacy. According to the BCB, as of 2022, 10 million consents for data sharing had been obtained in the country (Ribeiro Damaso, 2022). It is important to note that the Brazilian and the Mexican markets for financial services are very similar in many of their components and participants.

In conclusion, the comparative analysis of OB frameworks across the European Union, the United Kingdom, Brazil, and Mexico reveals the multifaceted nature of regulatory design in this domain. While the EU's PSD2 has laid the groundwork for data-driven financial innovation, its decentralized implementation has resulted in heterogeneous outcomes across Member States. In contrast, the UK's centralized and prescriptive model—anchored in regulatory mandates and institutional oversight—has facilitated greater standardization and market penetration. Brazil's approach, characterized by phased deployment and assisted self-regulation, reflects a strategic alignment with broader Open Finance objectives, emphasizing interoperability, consumer agency, and regulatory coordination. While sharing many characteristics with the Brazilian market, the Mexican model followed a similar approach to the one from the EU. These different models underscore the necessity of context-sensitive regulatory frameworks, while also inviting reflection on the potential for international standardization and the development of transnational standards to support a uniform development of OB.

1.2. The relevance of addressing regulatory challenges on OB in Mexico.

As OB continues to reshape the financial ecosystem at a global level, Mexico has encountered a great opportunity not only for continuing with the modernization of the provision of financial services, but also with the financial inclusion among its population. In line with this, and while the national financial law in Mexico is exclusively of federal competence, in accordance with Section X of Article 73 of the Mexican Constitution, the regulatory framework needs to be adjusted in order to meet standards that increasingly tend to be followed by the world's largest economic powers. Although some initial steps have been taken, such as the enactment of the Fintech Law in 2018 (which allowed regulatory authorities to share information from regulated entities among them), the country still lacks adequate regulation for the provision of secure and inclusive financial services. In line with that, OB provides an ideal opportunity to foster this much-needed development.

2. The Legal and Regulatory Landscape in Mexico

2.1. Applicable regulatory framework.

The Mexican legal framework for OB is primarily anchored in the Fintech Law, enacted in March 2018. This statute marked a pioneering step in Latin America by formally recognizing and regulating financial services provided through technological platforms. Articles 74 and 76 of the Fintech Law established the legal basis for data sharing among FIs, including provisions for the use of standardized APIs, subject to regulatory oversight by the National Banking and Securities Commission ("CNBV", for its acronym in Spanish) and the Mexican Central Bank ("**Banxico**").

Moreover, the Fintech Law has as its main objectives the financial inclusion, technological neutrality, consumer protection, and market competition. It applies to two main categories of entities: crowdfunding institutions and electronic payment funds institutions. However, its scope extends beyond these entities, as it also governs the exchange of financial data among traditional banks, fintechs, and other authorized participants.

Complementing the Fintech Law on OB is the *Law on Credit Institutions* ("**LIC**", for its acronym in Spanish), which governs the operations of banking institutions in Mexico, as they represent the

most relevant group of providers of financial services. The Law on Credit Institutions (LIC) has been amended to accommodate the requirements of OB, particularly in relation to data sharing obligations and the integration of digital financial services. These amendments aim to ensure that banks comply with interoperability standards and data protection requirements when participating in OB schemes.

In addition to these primary laws, several secondary regulations and circulars issued by Banxico and the CNBV provide operational guidance. For instance, Banxico has issued technical specifications for APIs, and rules for the registration of fees associated with data exchange, as mandated by Article 76 of the *Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera* (Fintech Law). These provisions are crucial for ensuring transparency and fairness in the monetization of data access among financial entities.

Furthermore, the fragmented nature of the regulatory framework (spread across multiple laws and governmental agencies) poses challenges for legal certainty and compliance. The lack of harmonized standards and enforcement mechanisms has led to inconsistent adoption of OB practices, particularly among smaller FIs. As such, there is a pressing need for a more integrated and comprehensive regulatory approach that consolidates existing norms and clarifies the roles of supervisory authorities.

Notwithstanding the foregoing, several regulatory provisions necessary for the full deployment of these tools across different sectors remain pending. To date, only the secondary rules applicable to Credit Information Companies (*sociedades de información crediticia*) and clearinghouses have been published, leaving other areas of the financial ecosystem without comprehensive regulatory guidance (Estrada, Open finance avanza en espera de la regulación, 2024).

2.2. Role of the regulatory authorities.

The implementation and supervision of OB in Mexico involves a multi-agency framework, with key roles played by the CNBV, Banxico, and the Ministry of Finance and Public Credit (SHCP).

Each of these institutions contributes distinct regulatory, supervisory, and policy-making functions that shape the development of OB within the broader financial system.

The CNBV serves as the primary supervisory authority for financial institutions, including banks and fintech entities. Under Article 76 of the Fintech Law, the CNBV is responsible for issuing secondary regulations that govern the use of APIs, the classification of data types (listed as open, aggregated, or transactional), and the security protocols required for data exchange. The CNBV also oversees compliance with technical standards and has the authority to conduct inspections and impose sanctions for non-compliance. Its role is essential in ensuring that OB practices align with consumer protection and financial stability objectives.

Banxico, as the central bank, plays a complementary role by setting operational and technical standards for interoperability among FIs and consequently has issued circulars detailing the specifications for APIs and the mechanisms for registering and pricing data access services, which are essential for promoting transparency and fairness in the monetization of data exchange. The Central Bank also contributes to systemic risk management by monitoring the impact of OB on the payment ecosystem and financial infrastructure.

The SHCP, through its policy-making and normative functions, provides strategic direction for financial innovation and inclusion. While not directly involved in day-to-day supervision of financial activities (including OB), the Ministry is in close coordination with the CNBV and Banxico to ensure that OB regulations are consistent with the national financial policy and the international best practices, while also playing a role in evaluating the macroeconomic implications of digital finance and in promoting intra-governmental collaboration.

In addition to these core institutions, other supervisory bodies such as CONDUSEF, CONSAR, and CNSF¹ may intervene depending on the nature of the financial services involved. For example, CONDUSEF is tasked with safeguarding consumer rights and may issue guidelines on transparency and consent mechanisms in data sharing.

1 CONDUSEF: National Commission for the Protection and Defense of Users of Financial Services.

CONSAR: National Commission for the Retirement Savings Systems.

CNSF: National Commission for Insurance and Bonding.



The fragmented nature of the governing provisions in Mexico presents both opportunities and challenges from a practical standpoint. On one hand, it allows for specialized oversight tailored to different segments of the financial system. On the other hand, it risks regulatory overlap and inconsistent enforcement, particularly in the absence of a unified regulator; therefore, a coordinated approach among these institutions is essential to ensure legal certainty, operational efficiency, and trust in the OB ecosystem.

2.3. Types of interfaces and data: aggregators.

According to Mexican financial regulations, specifically the Fintech Law and its secondary provisions issued by the CNBV, the OB framework in Mexico establishes a comprehensive system of data sharing through standardized APIs.

2.3.1. Regulatory Framework for APIs

Although there are several alternative methods that financial service providers can employ to gain access to user information (such as techniques like *screen scraping* or web scraping², as well as private arrangements between industry participants to *exchange data* through other channels) the defining characteristic of the OB model lies in its reliance on APIs. This technological approach enables two distinct systems to establish a standardized, secure, and highly efficient communication channel, allowing them to transmit and share information almost instantaneously, often within just a few milliseconds (Robles, 2024, p. 50).

In that regard, Article 76 of the Fintech Law establishes the obligation for FIs, financial technology institutions (ITFs), money transmitters, credit information companies, clearinghouses, and companies authorized to operate with Novel Models (*modelos novedosos*) to establish standardized APIs to enable connectivity, access, and sharing of information between these entities and specialized third parties in information technology. Accordingly, the CNBV published the general provisions related to standardized APIs on June 4, 2020 (hereinafter, the “**OB Provisions**”), in the Official Gazette of the Federation (*Diario Oficial de la Federación*). In addition to the OB Provisions, Banxico issued

Circular 2/2020, applicable only for credit information companies (*sociedades de información crediticia*) and clearinghouses.

2.3.2. Classification of Data Types

Article 76 of the Fintech Law classifies the information that must be shared through APIs into three distinct categories, each with different access requirements and security protocols:

- a. *Open Data* (Datos Abiertos): This category includes non-confidential financial information related to products and services offered to the general public, such as information about products and services, location of offices and branches, ATMs, and other access points for products and services. Since open data does not contain confidential information, sharing it freely does not constitute a risk for those entities that generate it; in accordance with the Fintech Law, financial entities are required to make this information publicly available without requiring customer consent.
- b. *Aggregated Data* (Datos Agregados): This refers to statistical information related to operations carried out by or through financial entities. Aggregated data consists of anonymized statistical information that provides insights into transaction patterns and operational metrics without revealing individual customer information. The sharing of aggregated data requires specific authorization from the relevant supervisory authorities, and Banxico has issued Circular 2/2020 governing the sharing of aggregated information by credit information companies and clearinghouses.
- c. *Transactional Data* (Datos Transaccionales): This category encompasses the most sensitive information, consisting of transactional information of a client related to their activities within contracted products, including deposit accounts, credits, and means of disposal contracted in the name of customers of financial institutions. Transactional data requires prior written consent from the client for its exchange and is subject to the most stringent security and authorization requirements.

² Screen scraping, also known as web scraping, is the practice of using automated programs or bots to interact with a website in the same way a human user would. For OB, some early adopters relied on this method by asking users to share their online banking credentials. The bot would then log in on the user's behalf and extract the necessary data to be transmitted to the intended recipient.

2.3.3. Data Providers and Data Requesters

The OB Provisions explicitly identify and categorize two fundamental types of entities that operate within and give structure to the broader data-sharing ecosystem

- a. Data Providers (*Proveedores de Datos*), which include FIs, ITFs, companies authorized to operate with Novel Models, and money transmitters that are obligated to establish APIs to share data according to the first paragraph of Article 76 of the *Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera* (Fintech Law). Data Providers must comply with strict infrastructure requirements, including security policies that protect the computing infrastructure supporting API operations, as well as the confidentiality and integrity of shared data.
- b. Data Requesters (*Solicitantes de Datos*), which comprise FIs, ITFs, companies authorized to operate with Novel Models, money transmitters, and specialized third parties in information technology. Data requesters whose APIs comply with the technical specifications established in the regulatory annexes of the OB Provisions shall be deemed as automatically authorized by the CNBV to access data from various Data Providers without requiring additional declarations.

2.3.4. Technical and Security Requirements for APIs

Article 5 of the *OB Provisions* issued by the CNBV establishes comprehensive technical requirements for API implementation, whereby Data Providers shall ensure that their infrastructure for sharing data through APIs complies with specific security standards, including configuration that guarantees read-only access to shared data, segregated infrastructure from operational systems with security mechanisms that limit access under the principle of minimum privilege, procedures that guarantee service availability, and comprehensive audit logs, including detailed information on access attempts and activities performed on the infrastructure.

Additionally, Data Providers must have clear policies regarding security incident reporting, requiring immediate notification to the CNBV through electronic means when security incidents occur. The regulations also establish requirements for service level agreements and fee structures that must be transparently published and authorized by the supervisory authorities.

2.3.5. Regulatory Oversight and Authorization Processes

The implementation of OB in Mexico involves multiple regulatory authorities with distinct responsibilities. The CNBV oversees the authorization and regulation of APIs for open data sharing, while Banxico has authority over the regulation of aggregated and transactional data sharing. Entities seeking to establish APIs for aggregated data must obtain prior authorization from Banxico, which includes demonstrating compliance with interoperability standards, providing draft interconnection agreements, and submitting comprehensive work plans covering technical, legal, corporate governance, and operational measures.

The regulatory framework also establishes reciprocal data sharing obligations, meaning that entities voluntarily joining the system must both provide and receive customer data (with appropriate consent), promoting fair competition and interoperability across the Mexican financial ecosystem. This reciprocity principle ensures that all participants contribute to the OB infrastructure while benefiting from enhanced data access capabilities.

3. Key Legal Challenges

3.1. Protection of personal data and user consent.

The protection of personal data and user consent within Mexico's OB framework is governed by a comprehensive legal structure that combines the provisions of the Fintech Law with the broader data protection regime established by the *Ley Federal de Protección de Datos Personales en Posesión de los Particulares* (the "**Data Privacy Law**"). This regulatory intersection creates a robust system of safeguards specifically designed to protect financial consumers while enabling innovation in the financial technology sector.

The right to the protection of personal data in Mexico is constitutionally guaranteed under Article 16 of the Mexican Constitution, which establishes the fundamental right to privacy and data protection. This constitutional mandate is operationalized through the Data Privacy Law, which came into effect in its updated version on March 21, 2025, replacing the previous regulation and introducing significant strengthening of data protection requirements (Morales, Bustamante, & González, 2025). The new Data Privacy Law is particularly relevant for FIs as it establishes en-



hanced obligations for entities processing financial and sensitive personal data, making it, therefore, a key regulatory provision for the implementation of OB in Mexico.

Under Mexican regulations, financial data is classified into distinct categories, each with specific consent requirements and protection levels. As mentioned above, Article 76 of the Fintech Law establishes three categories of data that can be shared through OB APIs: open data, aggregated data, and transactional data. Transactional data, which includes information related to customer use of financial products and services such as deposit accounts, credits, and payment instruments, requires prior written consent from the data owner.

The updated Data Privacy Law significantly strengthened consent requirements by establishing, through its Article 14, that consent must be obtained freely, specifically, and in an informed manner. This new definition eliminates the previous possibility of processing personal data for purposes similar or analogous to those stated in the privacy notice without obtaining new consent. For FIs participating in OB, this means that any expansion of data usage beyond the originally specified purposes requires fresh, explicit consent from customers. Article 13 of the Data Privacy Law also introduced the principle that data controllers must prioritize the protection of the data subject's interests, creating an obligation for FIs to consider customer welfare as paramount when designing data sharing mechanisms. This requirement is particularly significant in OB contexts where multiple entities may have access to customer financial information (Espejel, et al., 2025).

3.1.1. Banking secrecy.

Furthermore, Mexican FIs operate under strict banking secrecy provisions (*secreto bancario*) that traditionally limit the disclosure of customer financial information. Article 142 of the LIC and related provisions establish comprehensive confidentiality obligations for banks and other financial entities. Nonetheless, Article 76 of the Fintech Law creates a specific legal framework that allows for the sharing of customer financial data through APIs, provided that explicit customer consent is obtained, and proper security measures are implemented. This integration of banking secrecy with OB requirements means that FIs must maintain dual compliance: respecting traditional confidentiality obligations while enabling authorized data sharing through standardized APIs when customers

provide consent. The regulatory framework (as of today, the OB Provisions and Banxico's Circular 2/2020) establishes that data sharing must be interrupted when customers withdraw consent, when security vulnerabilities are detected, or when third parties fail to comply with agreed terms and conditions (Moreno González & Solange Maqueo, n.d.).

3.1.2. Privacy Notice and Transparency Requirements.

The Data Privacy Law mandates that all data controllers must provide comprehensive privacy notices to data subjects before collecting or processing personal data. Under the OB Provisions, FIs participating in OB, have the extended requirement to provide detailed disclosure of how customer data will be shared through APIs, which third parties may access the information, and for what specific purposes (Torres, 2022).

Privacy notices must be easily accessible, written in clear and simple language, and available in Spanish. They must specify the types of data being collected, the purposes for processing, whether the data will be transferred to third parties, and the mechanisms available for customers to exercise their so-called "ARCO" rights (Access, Rectification, Cancellation, and Opposition) (Viplana, 2025).

3.1.3. Regulatory Oversight and Enforcement

Following the dissolution of the *Instituto Nacional de Transparencia, Acceso a la Información y Protección de Datos Personales* (INAI), and the entry into effect of the new Data Privacy Law, oversight of personal data protection has been transferred to the Ministry of Anticorruption and Good Governance (*Secretaría de Anticorrupción y Buen Gobierno*, or SABG). This transition represents a significant change in Mexico's data protection governance structure, moving from an autonomous constitutional body to an executive branch entity. For FIs, this change means that data protection compliance will now be overseen by the SABG in coordination with traditional financial regulators like the CNBV and Banxico (Directorio Legislativo, 2025).

3.1.4. Technical Security and Data Protection Measures.

The OB Provisions establish comprehensive technical security requirements that complement data protection obligations. Financial institutions must implement security measures that are at least

equivalent to those used for their own internal information, including encryption, access controls, audit logging, and incident response procedures. These technical safeguards are designed to ensure that customer consent is not only legally valid but also practically protected through robust cybersecurity measures. The regulations require immediate notification to supervisory authorities within two hours of any security incident that could compromise customer data (Moreno González & Solange Maqueo, n.d.).

3.1.5. Cross-Border Data Transfer Considerations.

For FIs involved in international operations or partnerships with foreign FIs, the Data Privacy Law establishes specific requirements for cross-border data transfers. Such transfers require either explicit consent from data subjects or the implementation of the adequate protection measures equivalent to those provided under Mexican law. This requirement is particularly relevant for OB platforms that may involve cloud services or international technology providers.

Several global companies that focus on offering technological and compliant services for FIs, including Google LLC (n.d.) recognize that governing applicable provisions in Mexico identify the global nature of modern financial services while ensuring that Mexican customers' data protection rights are preserved regardless of where their information is processed or stored. In that regard, it is essential that FIs conduct proper due diligence on international partners and implement contractual safeguards to maintain compliance with Mexican data protection standards.

3.2. Interoperability and technological standardization.

The Mexican legal framework on OB establishes comprehensive requirements for interoperability and technological standardization through the Fintech Law and its secondary regulations, including the OB Provisions. As mentioned earlier in this document, Article 76 of the Fintech Law mandates that several kinds of FIs establish standardized APIs to enable connectivity, access, and sharing of information between entities and specialized third parties. In connection therewith, the OB Provisions establish the detailed technical requirements for API standardization, including configuration that guarantees read-only access to shared data, segregated infrastructure from operational systems with security mechanisms that limit

access under the principle of minimum privilege, and procedures that guarantee service availability. Additionally, Banxico's Circular 2/2020 requires entities seeking authorization for APIs to provide evidence that the relevant API meets the interoperability standards set forth in the regulation, along with draft interconnection agreements and comprehensive work plans covering technical, legal, corporate governance, and operational measures.

The regulatory framework emphasizes that the successful implementation of open finance requires interoperable systems of various financial institutions, involving the establishment of common technical standards that enable secure and efficient communication between platforms ensures that all participants in Mexico's OB ecosystem can communicate effectively while maintaining the security and integrity of shared financial data (Galardo, 2024).

3.3. Legal liability between participants.

In a similar way to several countries, the legal liability framework between OB participants in Mexico is governed by the financial regulatory authorities with distinct responsibilities and oversight functions, such as the CNBV, Banxico, the CONSAR, and the CNSF (depending on the type of entity involved). On the one hand, the CNBV oversees the authorization and regulation of APIs for open data sharing, while Banxico has authority over the regulation of aggregated and transactional data sharing. For example, under Article 46 Bis of the LIC, banks are allowed to conduct activities through third parties that render services to them, subject to relevant commitments, regulatory compliance requirements, and supervision from the CNBV. Other financial entities (including ITFs) have similar provisions for services rendered by third parties, especially for those related to their daily operation and their cybersecurity.

The regulatory framework assigns supervisory responsibilities to both the CNBV and Banxico, allowing them to request, either directly from regulated entities or indirectly through them from third parties with whom they exchange data and information, any information deemed necessary to verify compliance with Article 76 of the Fintech Law and its secondary regulations. Accordingly, FIs must maintain comprehensive liability frameworks that address their responsibilities when sharing data with third-party providers, including obligations to ensure that third parties comply with the same security and operational standards as



traditional banks (International Monetary Fund, 2023, pp. 7-10).

The liability framework also incorporates reciprocal data sharing obligations, meaning that entities voluntarily joining the system must both provide and receive customer data (with appropriate consent), creating mutual responsibilities and accountability measures across the ecosystem. This structure ensures that all participants bear appropriate responsibility for maintaining the security and integrity of shared financial data while promoting fair competition and innovation.

3.4. Cybersecurity and fraud prevention.

In terms of cybersecurity, the OB Provisions from the CNBV dedicate an entire Exhibit (Exhibit 1) that requires Data Providers to have information security policies that protect the computing infrastructure supporting API operations, as well as the confidentiality and integrity of shared data. Additionally, and as set forth in Article 5 thereof, such policies shall include security mechanisms that guarantee read-only access to shared data, segregated infrastructure from operational systems, and comprehensive audit logs including detailed information on access attempts and activities performed on the infrastructure.

Additionally, the OB Provisions establish that a requirement for obligated subjects to immediately notify supervisory authorities when security incidents occur. According to the OB Provisions, entities must notify the CNBV of information security incidents via email (ciberseguridad-cnbv@cnbv.gob.mx) immediately upon detection, including the date and time of the incident onset. As informed by Estrada (2024) the CNBV reported 15 cybersecurity incidents in 2024, including five attacks on systems, three information leaks, two credential thefts, and two ATM-related incidents, though authorities acknowledge that the actual number may be higher due to underreporting by financial institutions.

Strong Customer Authentication (SCA) requirements form a cornerstone of fraud prevention in OB. All SPEI³ participants are required to provide secure electronic channels and use two-factor authentication (2FA) schemes according to regulatory guidelines from the CNBV and Banxico. These authentication standards ensure that customers

must use at least two independent authentication factors when accessing financial services through OB platforms, significantly reducing the risk of unauthorized access and fraud (The World Bank).

3.4. Competition and fair market access.

Mexico's OB framework is designed to promote competition and financial inclusion by requiring financial entities to share data through standardized APIs, facilitating interoperability and enhanced competition in the financial services market. In 2022 the Federal Economic Competition Commission (COFECE, the then-existing antitrust regulator) recommended that the CNBV and other supervisory commissions issue comprehensive regulations on OB, as well as clear guidelines to promote fair competition in the financial sector (Comisión Federal de Competencia Económica, 2022).

As of this date, the governing provisions applicable to OB in Mexico provide for equitable access to the OB infrastructure by expressly establishing that data requesters whose APIs comply with technical specifications are automatically authorized by the CNBV to access data from various data providers without requiring additional declarations, as set forth in Article 2 of the OB Provisions issued by the CNBV. This automatic authorization mechanism reduces barriers to entry for fintech companies and other FIs, promoting innovation and competition in the market.

According to Pérez (2024), Mexico's banking sector is notably concentrated, with the top seven banks (also known as the "G-7") controlling around 80% of total assets in the country (from which the majority belongs to foreign major banks). This concentration poses significant barriers to entry for new financial players, particularly in terms of access to customer data and market visibility. In response, the OB framework directly addresses this structural imbalance by mandating mechanisms that facilitate data access for emerging entities. Specifically, the OB Provisions establish reciprocal data-sharing obligations for Data Providers and Data Requesters: any entity that joins the OB ecosystem must both provide and receive customer data, subject to user consent and to the corresponding provisions. This reciprocity ensures that dominant institutions cannot retain exclusive control over valuable data, thereby leveling the

3 SPEI (for its acronym in Spanish) refers to the Mexican Interbank Electronic Payments System.

playing field and fostering fair competition across the financial ecosystem.

3.6. Risks of financial exclusion and technology gaps.

Despite the potential benefits of OB for the Mexican financial services market, significant challenges remain regarding financial exclusion and technology gaps in Mexico. As of 2024, more than 23% of adults in Mexico did not have any financial product, according to the data published by the CNBV (2025). This substantial unbanked population faces additional barriers in accessing OB services, as participation typically requires existing relationships with formal FIs.

The digital divide presents significant challenges for the adoption of OB, as the framework relies heavily on digital literacy and access to technology that may not be uniformly available across Mexico's diverse population. Additionally, according to the survey conducted by the CNBV (2025), consumer awareness of financial products in general remains limited, with many potential users lacking understanding of how the financial system works, what benefits it provides, and how to adequately manage personal finances. Although there is no official data for OB, it is likely that this lack of awareness may also be an obstacle to the implementation of OB in Mexico, where the means to exercise control over their financial information are unknown for many users. According to the abovementioned survey, this awareness gap is particularly pronounced among lower-income segments and rural populations who may face additional barriers to accessing digital financial services.

4. Oversight and Supervisory Opportunities

4.1. Role of financial authorities: CNBV, Banxico, CONDUSEF.

The implementation and supervision of OB in Mexico involves three primary financial authorities, each with distinct but complementary roles; such regulators work in coordination to ensure the proper functioning, security, and consumer protection within the financial and OB ecosystem while promoting financial innovation and inclusion.

4.1.1. National Banking and Securities Commission (CNBV).

As discussed, several times in this paper, the CNBV serves as the primary regulator for OB in

Mexico, functioning as a decentralized agency of the Ministry of Finance and Public Credit (SHCP) with technical autonomy and executive powers, in accordance with its organic law. The CNBV's mandate is to supervise and regulate the entities that constitute the financial system in Mexico, in order to protect its stability and proper functioning, as well as maintain and promote the sound and balanced development of the financial system as a whole, safeguarding the interests of the public.

In the context of OB, the CNBV has primary responsibility for regulating and authorizing APIs for financial institutions, fintech companies, and other entities participating in data sharing, as set forth in Article 76 of the Fintech Law and in the OB Provisions. The latter establishes comprehensive technical requirements for the implementation of APIs. Such provisions require Data Providers to implement security policies that protect computing infrastructure supporting API operations, ensure read-only access to shared data, maintain segregated infrastructure from operational systems, and provide comprehensive audit logging.

Typically, authorization processes under CNBV jurisdiction are rigorous and comprehensive. For instance, for financial institutions seeking to operate legally in Mexico, the authorization process involves submitting detailed business plans, demonstrating financial capacity, complying with security measures, and implementing robust anti-money laundering (AML) handbooks. The CNBV requires applicants to provide extensive documentation, including corporate bylaws, business plans, account separation policies, risk disclosure policies, information security measures, technological support descriptions, compliance manuals, fraud prevention policies, and financial viability studies. As of this date, authorization processes are estimated to take approximately six to eight months for initial applications.

4.1.2. Bank of Mexico (Banxico).

Banxico, Mexico's central bank, plays a crucial complementary role in OB regulation, particularly concerning payment systems, aggregated data sharing, and APIs for credit information companies and clearinghouses. Article 28 of the Mexican Constitution grants Banxico constitutional autonomy and the mandate to regulate financial services, including the authority to promote the well-functioning of Mexican payment systems.

Under Article 76 of the Fintech Law, Banxico has specific authority over the regulation of aggregated



and transactional data sharing by credit information companies and clearinghouses. Accordingly, Circular 2/2020, established the first secondary provisions for OB, specifically governing APIs for such kinds of entities. This regulation requires these entities to obtain prior authorization from Banxico to establish APIs, demonstrate compliance with interoperability standards, provide draft interconnection agreements, and submit comprehensive work plans covering technical, legal, corporate governance, and operational measures.

Additionally, Banxico's role extends to other consumer-oriented capacities, such as approving fees and access terms for data sharing through APIs. The central bank must authorize the fees charged by entities for data and information exchange, ensuring they are equitable and transparent. Additionally, entities seeking to access information through APIs must obtain prior authorization from Banxico, and the sharing of transactional user information requires additional specific authorization.

The central bank also serves as the operator of Mexico's most important payment system, SPEI (*Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios*), which is fundamental to the country's financial infrastructure. Through SPEI and other payment systems, Banxico promotes interoperability and the development of secure, efficient payment mechanisms that complement OB initiatives. The bank's oversight of payment systems ensures that OB developments align with broader financial stability and monetary policy objectives.

4.1.3. National Commission for the Protection and Defense of Users of Financial Services (CONDUSEF).

The *Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros* (CONDUSEF) serves as the primary consumer protection authority in Mexico's financial sector, with specific responsibilities related to fintech institutions and OB services. CONDUSEF's mandate is to ensure fairness in relations between users and financial institutions while promoting transparency and sound practices across the financial system.

Under the Law for the Protection and Defense of Users of Financial Services, CONDUSEF has comprehensive authority to protect financial ser-

vices customers and promote a culture of responsible financial consumption. In the fintech sector, the CONDUSEF has issued General Provisions on Transparency and Sound Practices applicable to Financial Technology Institutions⁴, which establish specific requirements for consumer protection in digital financial services. Furthermore, the CONDUSEF's role in OB includes several critical consumer protection functions. The commission requires fintech institutions to obtain explicit consent for using personal data for marketing, advertising, or any other purpose, with prior user authorization independent of service or product adhesion contracts. This requirement is particularly relevant for OB, where customer data sharing is fundamental to service provision.

Additionally, the commission operates specialized complaint and dispute resolution mechanisms for fintech users, including an electronic fintech complaint system that allows consumers to file grievances against financial technology institutions. CONDUSEF's supervisory approach focuses on ensuring that fintech institutions establish clear and accessible products and services. The commission emphasizes that financial institutions should listen to customer needs to determine which products adapt to their requirements, promoting greater customer loyalty through transparent and accessible financial services. This approach is important in the OB context, where complex data-sharing arrangements must be communicated clearly to consumers.

4.1.4. Coordination and Collaborative Framework

All financial regulators operate within a coordinated regulatory framework designed to ensure comprehensive oversight while avoiding regulatory gaps or conflicts. As mentioned in Section 3.5 above, the Federal Economic Competition Commission (COFECE) has recommended that the CNBV and other financial regulators issue comprehensive OB regulations and clear guidelines to promote fair competition in the financial sector.

Additionally, Article 74 of the Fintech Law establishes a comprehensive framework for information exchange among financial authorities to enhance regulatory coordination and supervision effectiveness. The article establishes that the Ministry of Finance and Public Credit (SHCP), the CNBV,

4 Disposiciones de carácter general de la CONDUSEF en materia de transparencia y sanas prácticas aplicables a las instituciones de tecnología financiera.

the CONSAR, the CNSF, and Banxico may exchange information they possess for three primary purposes: preserving financial stability, preventing disruptions in the financial system or payment systems, and facilitating the proper fulfillment of their regulatory functions. The information subject to exchange can be obtained through one of the following means:

- a. the exercise of their regulatory powers;
- b. as a result of coordination actions with other entities or authorities; or
- c. directly from other regulatory bodies.

The aforementioned Article 74 requires these financial regulatory authorities to enter into formal information exchange agreements that specify the type of information to be shared among them, determine the terms and conditions for such exchanges, define the degree of confidentiality or reservation of the information, and establish control instances to report cases of denial or delayed delivery of information. In any case, Article 74 of the Fintech Law establishes that such information-sharing mechanisms are fundamental to effective cross-border supervision and regulatory coordination, which ensures that OB development in Mexico balances innovation, security, consumer protection, and financial stability. The CNBV focuses on institutional authorization and technical standards, Banxico oversees payment systems and data sharing infrastructure, while CONDUSEF ensures consumer rights are protected throughout the process. This multi-layered regulatory structure positions Mexico as a leader in comprehensive fintech regulation while maintaining the flexibility necessary for continued innovation in the financial services sector.

4.2. Possibilities for regulatory innovation.

Mexico's regulatory approach to OB represents a significant opportunity for regulatory innovation that extends beyond traditional financial supervision models. Article 80 of the Fintech Law established a pioneering framework that incorporates regulatory sandboxes, known as "*Modelos Nove-dosos*" (Novel Models), which allow innovative business models to operate temporarily under supervisory oversight while not fully complying with existing regulations. The sandbox authorization enables nonfinancial entities to temporarily (two years, extendable for one more year) offer financial services by means of a novel model using tools or technological means differing from those existing

in the market, provided they receive approval from applicable authorities.

The CNBV has established specific infrastructure to support regulatory innovation, including a dedicated work division that maintains open communication with the public to address questions from startups and entrepreneurs interested in the regulatory sandbox (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, 2019). The sandbox framework is designed to promote financial innovation and greater competition in the sector, facilitate the adoption of new technologies, contribute to promoting greater financial inclusion, and break paradigms in the provision of financial services. Despite this comprehensive framework, implementation challenges persist, with no entities having been authorized to operate under such a flexible framework as of 2025, reflecting ongoing regulatory caution and the high technical and legal burden that either the regulator or many startups cannot meet.

A significant regulatory challenge in the implementation of OB in Mexico is the limited issuance of secondary provisions by the competent financial authorities. In accordance with an analysis performed by Mastercard (2024), the country is currently navigating a "t rough of disillusionment", in comparison with other Latin American countries; however, it will inevitably recover. As of today, the only binding instruments that operationalize the Fintech Law in this domain are the "OB Provisions issued by the CNBV and Banxico's Circular 2/2020, which apply exclusively to Credit Information Companies and clearinghouses. This narrow scope has left a substantial regulatory vacuum for other key financial entities such as banks, savings and loans cooperatives, and popular finance companies. Unlike Brazil, where OB has been implemented through a structured and multi-phase regulatory rollout (Ribeiro Damaso, 2022), Mexico's progress remains partial and fragmented, where the full implementation of OB hinges on the timely issuance of complementary provisions by Banxico, the CNBV, and other supervisory bodies. Such regulatory development would not only align Mexico with international best practices but also foster greater competition, innovation, and financial inclusion within the national financial ecosystem.

Once all the pending applicable provisions for OB in Mexico have been issued, regulatory innovation opportunities will extend to proportional and progressive requirements tailored to different business models and risk profiles. As noted in a recent



analysis, the sandbox should be viewed as a transitional stage toward more flexible regulation, built upon supervised experience and mutual learning between innovators and regulators. Some major companies in the Mexican fintech industry (Bitso, 2025) expect an update to the Fintech Law and secondary regulations in the near future to allow for the gradual and flexible development of innovative models, implementing frameworks that recognize the varying risk profiles and operational complexities of different fintech business models. This evolution toward an updated “*Fintech Law 2.0*” would address current limitations in areas such as OB implementation, payment initiation services, and enhanced API standardization that could reflect the sector’s maturity and diversity. However, since the enactment of several secondary regulations for OB remains pending, the future of a Fintech Law 2.0 is unlikely, since the legislative agenda has focused on other priorities for the current Mexican government.

4.3. International best practices applicable to the Mexican case.

Mexico’s position as a pioneer in fintech regulation provides both advantages and challenges when adapting international best practices to its specific context. Brazil’s comprehensive OB implementation serves as the most relevant benchmark for Mexico, with Brazil achieving 15 million users with Phase 3) to full open finance and processing over 4.8 billion successful API calls by June 2023, more than quadrupling the UK’s 1.1 billion calls. Brazil’s approach demonstrates the importance of comprehensive regulation implemented in specific phases, moving from open data (Phase 1) through account information services (Phase 2) and payment initiation services (Phase 3) and to full open finance including insurance and investments (Phase 4) (Mastercard, 2024).

The European Union’s PSD2 framework offers valuable lessons for Mexico regarding Strong Customer Authentication (SCA) requirements and comprehensive third-party provider licensing. European experience demonstrates that successful OB implementation requires clear technical standards, robust security protocols, and well-defined liability frameworks between different ecosystem participants. The UK’s success in achieving over 10% customer adoption compared to Australia’s 0.3% adoption rate illustrates the critical importance of consumer education, user experience design, and clear value proposition communication. Mexico’s current 35% consumer awareness rate

suggests significant opportunity for improvement through targeted education campaigns and simplified user interfaces (Weidemann, 2024).

South Korea’s expansion from OB to a broader open finance ecosystem provides a model for Mexico’s future development, demonstrating how data-sharing frameworks can extend beyond traditional banking to include insurance, investments, and pensions. The Korean experience shows that successful expansion requires coordinated regulatory oversight across different financial sectors and standardized technical interfaces that can accommodate diverse financial products. Similarly, India’s focus on financial inclusion through OB frameworks offers insights for Mexico, where over 42 million individuals remain unbanked. India’s approach emphasizes mobile-first solutions, simplified onboarding processes, and integration with existing digital identity systems that could be particularly relevant for Mexico’s underbanked population (Digital Finance Group, 2025).

Key international best practices applicable to Mexico include the shifting from a cash-oriented economy toward a digitalized banking one. Additionally, other good practices include a comprehensive API standardization (addressing Mexico’s current limitation of multiple private aggregators operating around different standards), clear payment initiation service (PIS) regulation (currently absent despite central bank interest), and enhanced consumer protection frameworks. The OECD’s analysis of regulatory sandboxes indicates that successful implementations require clear entry requirements, appropriate testing periods, real customer participation, and cross-agency coordination (Attrey, Leshner, & Lomax, 2020, pp. 12-13). Those elements are currently incorporated into Mexico’s framework, but could be strengthened through more flexible implementation mechanisms. Additionally, Mexico’s unique reciprocal data sharing requirement under the OB Provisions represents an innovative approach that other countries are beginning to consider, positioning Mexico as a potential source of best practices for balanced ecosystem development.

The Financial Action Task Force (FATF) standards that Mexico already follows provide a solid foundation for AML/CFT compliance in OB contexts, though implementation must be adapted for cross-border transactions and enhanced data sharing scenarios. International experience suggests that successful OB frameworks require continuous regulatory evolution, with regular review and updat-

ing of technical standards, security requirements, and consumer protection measures to keep pace with technological innovation and market development. Mexico's regulatory authorities can leverage these international insights while maintaining the innovative elements that distinguish Mexican fintech regulation, such as comprehensive fintech institution licensing, regulatory sandboxes, and balanced incumbent-challenger dynamics (Neme, Alonzo, López-Malo, & Reilly, 2025).

5. Comparative Insights

5.1. Lessons from the United Kingdom (Open Banking Limited).

The United Kingdom is regarded as a global reference in OB implementation, primarily through the work of Open Banking Limited (OBL), established in 2017 by the Competition and Markets Authority (CMA) to address the lack of competition in the retail banking sector. The UK's government required the nine largest banks (the "CMA9") to provide third-party providers with secure, standardized API access to customer account and transaction data, subject to client consent (Competition and Markets Authority, 2025). Some relevant lessons from the UK's experience include the following (Open Banking Limited, 2025):

- a. **Regulatory Coordination:** A clear and enforceable regulatory mandate ensured the country's largest banks' participation and compliance, removing ambiguity that has stalled progress in other jurisdictions with voluntary or partial approaches (such as Mexico).
- b. **Technical Standardization:** Implementation of rigorous, unified technical API and security standards was central. OBL's role included drafting, maintaining, and evolving these standards, facilitating seamless, secure integration for fintechs and incumbents alike.
- c. **Centralized Directory and Accreditation:** OBL operates a central directory of authorized third parties, making it easy for users and financial institutions to verify a provider's regulatory status, thereby bolstering trust and market participation.
- d. **Consumer Rights and Consent Management:** The framework established robust consent protocols, giving users granular control over which data could be shared and for how long, and making revocation of consent straightforward.

- d. **Ecosystem Building and Support:** OBL invested in education, technical support, and advocacy to nurture a vibrant ecosystem of regulated third parties and to increase public awareness. This combination led to over 7 million active users by 2024 and widespread fintech adoption.

5.2. Brazil's experience with its Open Finance framework.

Brazil's open finance journey, coordinated by the Central Bank of Brazil (BCB), is benchmarked as one of the most comprehensive and rapid implementations globally. Launched in February 2021, Brazil's Open Finance moved in phases, starting with open sharing of product data, then progressing to the sharing of client data (upon consent), payment initiation, and finally to broader integration across insurance, investments, credit, and pensions (Ribeiro Damaso, 2022):

- a. **Phased Expansion and Strong Leadership:** The phased rollout, with strict regulatory supervision and ambitious deadlines, accelerated adoption. Over 800 institutions participate; as of early 2025, more than 4.8 billion API calls in 2023 have been recorded, representing the largest open finance ecosystem globally.
- b. **Comprehensive Technical Governance:** Standardized APIs and operational arrangements, overseen by industry governance groups and the Brazilian Central Bank (BCB), ensured technical interoperability and consistent customer journeys across participants.
- c. **Data Reciprocity:** Brazil's model requires any institution that receives customer data also to be willing to share its own clients' data (with consent). This reciprocity principle enhances fair competition among both incumbents and new entrants.
- d. **Customer-Centric Principles:** Strong consent management systems, real-time data sharing, and user-friendly opt-in/opt-out mechanisms have emphasized data ownership and control, setting a new global benchmark for customer empowerment (Mastercard, 2024).

5.3. Adaptability of these models to the Mexican legal context.

We consider that both models could offer critical reference points in order to improve the Mexican regulations and financial system:



- a. **Legal Mandate and Regulatory Authority:** Based on our experience, as well as the current standard of the domestic market, effective OB will likely require a clear, binding regulatory mandate rather than leaving participation to voluntary agreements. Mexico's Fintech Law already provides a solid regulatory base, but further secondary regulation and forceful, epoch-marking mandates (as seen with the UK's CMA order or Brazil's BCB's resolutions) are required for wide-scale adoption.
- b. **Technical Standardization and Governance Structure:** Mexico can draw from the unified standardization efforts of the UK's OBL and Brazil's BCB-led governance. With multiple aggregators and disparate interfaces currently operating, Mexico must embrace unified and evolving technical API standards, potentially supported by a dedicated governance entity or public-private forum.
- c. **Data Reciprocity and Competition:** Brazil's data reciprocity principle is especially relevant for Mexico's competitive landscape. To level the playing field, regulations should ensure that all participants reciprocally share data, preventing the dominance of a few large players or any other anti-competitive practice.
- d. **Consent and Consumer Protection:** Adapting strong consumer consent and data management practices is essential, alongside Mexico's recently updated data-protection laws, to foster user confidence and clarify liability.
- e. **Phased and Inclusive Rollout:** After the experience with the evolution of the Mexican Fintech ecosystem, Mexico can structure its evolution from OB to open finance by opening more verticals (e.g., investments, insurance), learning from implementation challenges and successes. For this point, the enactment of the pending secondary provisions on OB by the Mexican regulatory authorities will be essential.

In conclusion, while the UK and Brazil provide robust templates, successful Mexican adaptation hinges on continuous regulatory innovation, strong governance, commitment to standardization, and policies that actively advance both consumer protection and marketplace competition.

6. Conclusions and Policy Recommendations

6.1. Current status of Mexican OB.

Mexico's OB framework, established by the Fintech Law and its secondary regulations, has laid a broad legal and technical grounds for data sharing and innovation in financial services and in general for the improvement of the Mexican financial system, as well as the financial inclusion of the vulnerable population groups. Among such legal strengths are clear categorization of data types under the Fintech Law (open, aggregated and transactional), robust consent requirements under the updated Data Privacy Law, and comprehensive cybersecurity and incident-reporting mandates as set forth in the OB Provisions. Notwithstanding the foregoing, implementation has been hindered by fragmented API standards, underutilization of the regulatory sandbox, low consumer awareness in comparison with other economies, and the significant delay to address the foregoing issues; making it therefore critical for the financial regulatory authorities to enact the secondary provisions. International benchmarks highlight the importance of binding regulatory mandates, phased implementation, reciprocal data-sharing rules, and strong governance bodies to drive adoption and ensure interoperability and an expedited launch.

6.2. Proposals for a more comprehensive and effective regulation for OB.

To strengthen Mexico's current OB ecosystem, the following regulatory enhancements are proposed:

- a. **Mandated Phased Rollout with Clear Deadlines:** We think that this could be adopted in a phased approach by defining successive regulatory phases, beginning with open data and product information, advancing to account information services and payment initiation, and culminating in full open finance (including insurance and investment data), with legally binding timelines and penalties for non-compliant FIs, all of this while ensuring a level playing field for all financial institutions, taking into consideration those ones with a greater economic leverage.
- b. **Unified API Standardization Body:** Establish a public-private Open Banking auto-regulatory organism (in a similar way as the ones contemplated for banking institutions or stock market intermediaries) under CNBV supervision, charged with developing, updating, and enforcing uniform API and security standards, maintaining a central provider directory (without prejudice to interconnection agreements), and accrediting third-party providers,

representing the principles set forth in the Fin-tech Law of consensual guidelines for OB.

- c. **Mandatory Data Reciprocity:** Establish reciprocal data-sharing obligations in secondary regulations to ensure that any institution that accesses customer data also provides data under the same terms, fostering fair competition between incumbents and fintech challengers in full compliance with the Data Privacy Law.
- d. **Enhanced Consumer Outreach and Education:** Launch a coordinated national campaign (and integrate financial education curricula) emphasizing the benefits and safeguards of OB, simplified consent flows, and user control mechanisms, to increase consumer participation and trust.

6.3. Call for collaboration between regulators, industry and civil society.

Collaboration among regulators, industry participants, and civil society is essential to realize the full potential of Mexico's OB ecosystem. Financial authorities including the CNBV, Banco de México, and the other financial regulatory commissions should formalize the creation of the auto-regulatory organism to coordinate technical standard setting, supervisory methodologies, and consumer protection measures. This public and private auto-regulatory organisms have been successful in the banking and capital markets industries (*Asociación de Bancos de México* and *Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles*, among others) would facilitate unified enforcement, prevent regulatory gaps, and ensure that Mexico's OB rules evolve in step with market developments and technological innovation.

Industry stakeholders including banks, fintech companies, payment processors, and data aggregators must actively participate in technical working groups to co-create and maintain interoperable API standards. Regular dialogue between incumbents and challengers will foster best-practice sharing, reduce implementation barriers, and accelerate the rollout of new services that meet both regulatory requirements and customer needs.

Civil society organizations, consumer advocates, and academic institutions have a critical role in representing end-user interests, monitoring data protection compliance, and advancing financial inclusion research. Institutionalizing public consultations, advisory councils, and stakeholder

roundtables will ensure diverse perspectives inform ongoing regulatory refinements and that consumer trust remains at the heart of OB initiatives.

To continue with good and significant institutional collaboration through these formalized structures and collaborative processes, Mexico's regulators, industry, and civil society can build a secure, innovative, and inclusive OB framework that empowers consumers, drives competition, and sustains long-term growth in the financial sector.

7. References

- Asia-Pacific Economic Cooperation. (2021). *Fin-Tech Regulatory Sandboxes Capacity Building Summary Report*. *APEC Economic Committee*. Retrieved from https://www.apec.org/docs/default-source/publications/2021/3/FinTech-regulatory-sandboxes-capacity-building-summary-report/221_ec_FinTech-regulatory-sandboxes-capacity-building-summary-report.pdf?sfvrsn=387b04bc_1
- Attrey, A., Leshner, M., & Lomax, C. (2020, July 12). The role of sandboxes in promoting flexibility and innovation in the digital age. *OECD Going Digital Toolkit Notes*(No. 2). Retrieved from https://www.oecd.org/en/publications/the-role-of-sandboxes-in-promoting-flexibility-and-innovation-in-the-digital-age_cd-f5ed45-en.html
- Bitso. (2025, June 13). *The next chapter in Mexico's fintech regulation: What businesses need to know*. Retrieved from [business.bitso.com: https://business.bitso.com/en/blog/the-next-chapter-in-mexicos-fintech-regulation-what-businesses-need-to-know](https://business.bitso.com/en/blog/the-next-chapter-in-mexicos-fintech-regulation-what-businesses-need-to-know)
- Clemon, D., & Melody, K. (2025, August 2). *Open Banking: Definition, How It Works, and Risks*. Retrieved from Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/o/open-banking.asp>
- Comisión Federal de Competencia Económica. (2022, November 17). *Cofece recommends to the SHCP, Banxico and CNBV measures to promote competition in the Financial Technology Institutions sector*. Retrieved from [cofece.mx: https://www.cofece.mx/wp-content/uploads/2022/11/COFECE-038-2022_ENG.pdf](https://www.cofece.mx/wp-content/uploads/2022/11/COFECE-038-2022_ENG.pdf)
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores. (2019, December 2). *Registro de Modelos Novedosos*.



- Retrieved September 16, 2025, from gob.mx: <https://www.gob.mx/cnbv/acciones-y-programas/registro-modelos-novedosos>
- Comisión Nacional Bancaria y de Valores. (2025, March 13). *CNBV y el INEGI presentan los resultados de la Encuesta Nacional de Inclusión Financiera 2024*. Retrieved from Encuesta Nacional de Inclusión Financiera 2024: https://www.cnbv.gob.mx/Inclusi%C3%B3n/Anexos%20Inclusi%C3%B3n/Financiera/Reporte_ENIF2024.pdf
- Competition and Markets Authority. (2025, March 3). *Retail banking market investigation*. Retrieved from gov.uk: <https://www.gov.uk/cma-cases/review-of-banking-for-small-and-medium-sized-businesses-smes-in-the-uk>
- Digital Finance Group. (2025, February 13). *What is the world's best open-banking regime? Banking & Payments: What is the world's best open-banking*. Retrieved from digfingroup.com: <https://www.digfingroup.com/best-open-banking/>
- Directorio Legislativo. (2025, February 11). *Following INAI's closure: Changes in Transparency and Access to Information in Mexico*. Retrieved from directoriolegislativo.org: <https://directoriolegislativo.org/en/following-inais-closure-changes-in-transparency-and-access-to-information-in-mexico/>
- Espejel, E., García Gómez, F., Mosquera, A., Pacheco Mendoza, J. J., Luna, W., Arellano, C. A., & Torres Montalvo, R. (2025, March 27). *Mexico Enacts New Data Protection Regime*. Retrieved from www.whitecase.com: <https://www.whitecase.com/insight-alert/mexico-enacts-new-data-protection-regime>
- Estrada, S. (2024, September 2). CNBV: Instituciones financieras tardan en reportar incidentes de ciberseguridad. *El Financiero*. Retrieved from <https://www.eleconomista.com.mx/sectorfinanciero/CNBV-Instituciones-financieras-tardan-en-reportar-incidentes-de-ciberseguridad-20240902-0095.html>
- Estrada, S. (2024, September 17). Open finance avanza en espera de la regulación. *El Economista*. Retrieved from <https://www.eleconomista.com.mx/sectorfinanciero/Open-finance-avanza-en-espera-de-la-regulacion-20240917-0104.html>
- European Union. (2015, November 25). *Directive (EU) 2015/2366 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 on payment services in the internal market*. Retrieved from EUR-Lex: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2015/2366/oj/eng>
- Faheem, A. (2024, August 5). *PSD2 Regulation and Compliance*. Retrieved from Thales Blog: <https://cpl.thalesgroup.com/blog/access-management/psd2-compliance>
- Gallardo, M. (2024, July 22). *Legal Perspective on Regulation and Challenges in Mexico's Fintech Sector*. Retrieved from bgbg.mx: <https://bgbg.mx/legal-perspective-on-regulation-and-challenges-in-mexicos-fintech-sector/?lang=en>
- Google LLC. (n.d.). *Latin America - Financial Services - CNBV Compliance Offerings*. Retrieved from Google Cloud Services: <https://cloud.google.com/security/compliance/cnbv-mexico>
- International Monetary Fund. (2023). *IMF Country Report No. 23/104 - Mexico: Financial Sector Assessment Program*. Washington D.C.
- Laplante, P., & Kshetri, N. (2021). Open Banking: Definition and Description. *Computer*, 54.10, 122-128.
- Mastercard. (2024, July 17). *Open banking in Latin America. Lessons from Mexico, Brazil, Colombia, Chile, Argentina and Peru on open banking and real-time payments*. Retrieved from mastercard.com: <https://www.mastercard.com/europe/en/news-and-trends/Insights/2024/how-open-banking-is-transforming-small-business-loans-in-the-us/open-banking-latin-america.html#brazil>
- Morales, P., Bustamante, M., & González, R. (2025, March 24). *The new laws on transparency, access to public information, and data protection in Mexico have entered into force*. Retrieved from santamarinasteta.mx: <https://www.santamarinasteta.mx/en/publicaciones-y-eventos/updates/entraron-en-vigor-en-mexico-las-nuevas-leyes-en-materia-de-transparencia-acceso-a-la-informacion-publica-y-proteccion-de-datos-personales/>
- Moreno González, J., & Solange Maqueo, M. (n.d.). *Protección de datos personales en el mercado de servicios financieros digitales*. Retrieved from mexicoexponencial.mx: <https://mexicoexponencial.mx>

exponencial.mx/proteccion-de-datos-personales/

- Neme, L., Alonzo, L., López-Malo, A., & Reilly, S. (2025, March 25). *Fintech 2025*. Retrieved from Chambers and Partners: <https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/comparison/964/15466/24538 - 24539 - 24540 - 24541 - 24542 - 24543 - 24544 - 24545 - 24546 - 24547 - 24548 - 24549>
- OECD. (2023). Shifting from Open Banking to Open Finance: Results from the 2022 OECD survey on data sharing frameworks. *OECD Business and Finance Policy Papers*. Retrieved from <https://doi.org/10.1787/9f881c0c-en>
- Open Banking Limited. (2025, March 3). *About Open Banking Limited*. Retrieved from Openbanking.org.uk: <https://www.openbanking.org.uk/about-us/>
- Pérez, G. (2024, October 10). *Banking & Finance 2024: Mexico - Trends and Developments*. Retrieved September 15, 2025, from Chambers and Partners: <https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/banking-finance-2024/mexico/trends-and-developments>
- Ribeiro Damaso, O. (2022, October 24). *Open Finance*. Retrieved from Banco Central do Brasil: <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Brazil%20-%20Damaso%20-%20Open%20Finance%20-%20Central%20Banking%20Autumn%20Meetings%20-%20V01.pdf>
- Robles, R. (2024). Open Banking y Open Finance: avances regulatorios globales y desafíos pendientes en México. In PricewaterhouseCoopers, *Explorando Nuevos Horizontes. Riesgos y Oportunidades del Open Banking en México*. (pp. 58-56). Mexico City: PwC.
- The World Bank. (n.d.). *World Bank Fast Payments Toolkit - Case Study: Mexico*. Retrieved from worldbank.org: https://fastpayments.worldbank.org/sites/default/files/2021-09/World_Bank_FPS_Mexico_SPEI_Case_Study.pdf
- Torres, A. (2022, Marzo 24). *Fintechs and KYC, keys to identity verification in the banking sector in Mexico*. Retrieved from veridas.com: <https://veridas.com/en/fintechs-and-kyc-keys-to-identity-verification-in-the-banking-sector-in-mexico/>
- Viaplana, G. (2025, July 23). *Does Your Website Comply with Mexico's LFPDPPP? A Practical Guide for Digital Businesses*. Retrieved from lawwwing.com: <https://lawwwing.com/en/does-your-website-comply-with-mexicos-lfp-dppp-a-practical-guide-for-digital-businesses/>
- Weidemann, M. (2024, July 9). *Open Banking in Mexico: Current Landscape and Future Prospects*. Retrieved September 16, 2025, from weidmann.tech: <https://weidemann.tech/open-banking-in-mexico-current-landscape-and-future-prospects/>

Activos digitales: Límites y fronteras de la regulación chilena

Digital assets: Limits and boundaries of Chilean regulation

— Cristián Reyes Cid* y Óscar Gárate Maudier** —

Resumen

Los activos digitales son representaciones digitales de valor, basadas en tecnologías como el *blockchain*, que pueden transferirse, almacenarse o intercambiarse de forma electrónica, y que pueden asociarse a bienes, servicios o derechos. Estos activos han sido objeto de grandes debates y controversias debido a las complejidades que presentan en relación con los objetivos tradicionales del mercado bancario y financiero, especialmente en cuanto a su control conforme a la normativa tradicional y la prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo. Este trabajo aborda el marco regulatorio de los activos digitales a partir de la experiencia chilena, contenida principalmente en la Ley N° 21.521 (en adelante, *Ley Fintech*). El objetivo de este trabajo es ofrecer una visión general sobre los activos digitales, su regulación, y los conflictos y desafíos que presenta la gestión de activos descentralizados, cuyo valor depende exclusivamente de la oferta y la demanda del propio activo.

Palabras clave

Activos digitales, regulación económica, *fintech*, *compliance* y prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo.

Abstract

Digital assets are digital representations of value, based on technologies such as *blockchain*, which can be transferred, stored, or exchanged electronically, and which can be associated with goods, services, or rights. These assets have been the subject of great debate and controversy due to the complexities they present in relation to the traditional objectives of the banking and financial market, especially in terms of their control under traditional regulations and the prevention of money laundering and terrorist financing. This paper addresses the regulatory framework for digital assets based on the Chilean experience, contained mainly in Law N° 21.521 (“*Fintech Law*”). The objective of this paper is to provide an overview of digital assets, their regulation, and the conflicts and challenges presented by the management of decentralized assets, whose value depends exclusively on the supply and demand of the asset itself.

Keywords

Digital assets, economic regulation, *fintech*, *compliance*, and prevention of money laundering and terrorist financing.

* Abogado y Magíster en Derecho de la Empresa de la P. Universidad Católica de Chile. Se ha destacado en investigaciones, fusiones y litigios ante tribunales civiles, FNE, TDLC y Corte Suprema, así como en cumplimiento normativo, innovación tecnológica y Fintech, y participa en el Centro de Libre Competencia UC y el Colegio de Abogados de Chile. Socio en Aninat Abogados. Email: creyes@aninat.cl.

** Abogado y Magíster en Derecho Económico de la Universidad de Chile y Máster en Razonamiento Probatorio de la Universitat de Girona y la Universitat de Génova. Su práctica se centra en libre competencia, regulación, *compliance*, protección al consumidor, Fintech y litigios. Es profesor de Derecho y Economía, Derecho Económico y Derecho Regulatorio de la Universidad Diego Portales y Director del Área de Regulación Económica de Aninat Abogados. Email: ogarate@aninat.cl.

I. Introducción

Los activos digitales se han posicionado como una de las innovaciones más disruptivas del sistema financiero global, provocando con ello un verdadero cambio de paradigma en el modo que se desarrollan el comercio y las transacciones entre personas. En efecto, estas representaciones digitales de valor, basadas en tecnologías como el *blockchain*, pueden transferirse, almacenarse o intercambiarse electrónicamente, y asociarse de manera única a bienes, servicios o derechos, de modo que su uso ha tenido una expansión sin precedentes en las últimas décadas.

Sin embargo, junto a su rápida expansión se ha observado una serie de cuestionamientos e importantes desafíos regulatorios vinculados –por una parte– a su concepto legal y –por otra– al control de riesgos en materia de prevención de lavado de activos y financiamiento de actividades ilícitas, protección de los derechos de los consumidores –que enfrentan importantes asimetrías de información–, resguardo de la fe pública y, finalmente, desafíos sobre el modo en que este tipo de activos –según algunos– podría afectar la estabilidad financiera, dada su masificación. Los activos digitales generan importantes tensiones en el sistema financiero dado que si bien democratizan el acceso y agilizan el intercambio, su propia naturaleza descentralizada y anónima abre grietas por donde pueden filtrarse riesgos de ilicitud. El desafío regulatorio, entonces, no es sofocar esta ola de innovación, sino encauzarla para que no erosione la estabilidad del mercado ni la fe pública.

Así las cosas, independiente del activo digital que observemos¹, estos mantienen una identidad común asociada precisamente a la estructura de su criptografía, el carácter habitualmente descentralizado y/o distribuido de los sistemas de validación de información, la verificabilidad de las transacciones que son realizadas dentro del sistema, la imposibilidad de replicar y/o falsificar dado el uso de tecnología *blockchain*, el vínculo persona a persona que ellas tienen –lo cual vuelve innecesaria la existencia de intermediarios–, la general irreversibilidad de las transacciones ejecutadas, la libre circulación e intercambiabilidad y, por último, la privaci-

dad que permiten, dado que suele no ser necesario conocer la identidad de las personas que ejecutan la transacción y básicamente se requiere conocer la dirección del monedero digital que recibirá el activo (Pera, 2025, pp. 242-243).

La forma en que se concreta una operación y/o transacción, como ocurre con la transferencia de información empleando sistemas *blockchain*, implica el registro en bloques enlazados de forma cronológica y segura entre sí, que contienen datos y un “código” único (*hash*) que conecta la cadena, sin que ninguno de los usuarios controle por sí mismo el registro, funcionando generalmente de forma descentralizada. En dichos términos, el *blockchain* es una tecnología que permite mantener un registro de cualquier tipo de información, a través de bloques que se van sumando a medida que nueva información se agrega al sistema, tal como un registro público cuya mantención y administración se entrega a todos los participantes del sistema (Mella y Larrain, 2018, pp. 301-302).

Existen diferentes tipos de activos digitales, siendo los principales: (i) *criptomonedas*, que sirven como medios de intercambio y/o reserva de valor, tal como Bitcoin o Ethereum, (ii) *tokens de utilidad*, que permiten el acceso a un producto o servicio dentro de una plataforma, tales como binance coin o uniswap; (iii) *tokens de seguridad*, que representan participación en un activo subyacente como inmuebles; (iv) *stablecoins*, que sirven como medios de intercambio en base a moneda fiduciaria o dinero fiat, tal como los USDT; (v) *tokens no fungibles*, usados para representar la propiedad de activos no fungibles; (vi) *tokens de gobernanza*, que permiten la toma de decisiones en plataformas como Maker o Compound, y; (vii) *tokens de recompensa*, usados como incentivos dentro de un ecosistema o plataforma (Marin, 2025, p. 26). Cada uno de estos tiene diferentes funcionalidades y por lo tanto, presenta riesgos diversos que deben ser abordados por la regulación dada la particular naturaleza jurídica que puede ser observada en cada caso.

Como ocurre con la generalidad de las tecnologías disruptivas, los activos digitales han generado un enorme debate y una resistencia inicial por los actores tradicionales de la industria que rápidamente

1 La confiabilidad de una criptomoneda depende de la solidez de la tecnología que la respalda, la estabilidad económica que ofrece, la legitimidad regulatoria que alcanza y la trayectoria que ha demostrado en el tiempo. Redes descentralizadas, seguras y transparentes, junto con mecanismos que reduzcan la volatilidad y aseguren liquidez en los mercados, generan mayor certeza. Asimismo, el reconocimiento institucional y regulatorio, sumado a una operación sostenida sin incidentes y con comunidades activas de usuarios y desarrolladores, hacen que una criptomoneda sea percibida como más confiable frente a otras con menor respaldo o experiencia.



acusaron a los agentes económicos que los empleaban de ejercer actividades ilícitas, propiciar el lavado de activos y, por consiguiente, a iniciar guerras legales orientadas a declarar la ilicitud de dichas actividades y propiciar su exclusión del mercado (Reyes y Gárate, 2022, p.2-21).

La experiencia comparada nos demuestra la necesidad de establecer mecanismos regulatorios específicos y/o emplear la estructura regulatoria ya existente (Mella y Larrain, 2018, p.312), a efectos de dar certezas y confianza al sistema, en el uso de este tipo de instrumentos.

Es precisamente ese el camino que siguió la regulación en Chile con la entrada en vigor de la Ley *Fintech* y la normativa reglamentaria que la complementa, emanada de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF) y la Unidad de Análisis Financiero (UAF). Sin embargo, dado que dicha norma se centró más en regular ciertas actividades financieras que los criptoactivos propiamente tales, con su entrada en vigencia no fue posible resolver todos y cada uno de los desafíos regulatorios en la materia, siendo sí un correcto punto de partida para aclarar diversas cuestiones hasta la fecha imprecisas en Chile.

II. El aporte de la Libre Competencia

En Chile, el año 2018 marcó un hito en la tensión entre las plataformas de intermediación de criptomonedas y la banca tradicional. Las empresas Buda, OrionX y CryptoMKT acudieron al Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC) para demandar a los diez principales bancos del país, acusándolos de levantar barreras artificiales de entrada destinadas a proteger su posición de dominio y dificultar la aparición de nuevos competidores en el mercado. Este litigio no fue un hecho aislado, sino el síntoma de las tensiones propias que surgen del uso de este tipo de activos en el mercado financiero: la colisión de velocidades entre unos actores tradicionales, guardianes de la prudencia institucional y entrantes tecnológicos (*fintech*) que vienen a desafiar las estructuras tradicionales con un dinamismo que pretende maximizar y crear valor a partir de nuevas aplicaciones tecnológicas. La banca tradicional reaccionó activando, en cierto

modo, una respuesta inmunitaria ante lo que percibía como una amenaza a la integridad del sistema de prevención de lavado de activos.

La respuesta de los bancos fue enfática al señalar que sus actuaciones no tenían carácter arbitrario ni discriminatorio, sino que respondían a obligaciones normativas en materia de prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo. En medio de la tramitación se logró un avenimiento con dos de dichos bancos, quienes se comprometieron a abrir cuentas a las plataformas demandantes bajo criterios objetivos, claros y replicables, lo que representó un avance en la búsqueda de mecanismos de integración regulada entre los servicios bancarios y las empresas vinculadas a activos digitales. Dicho acuerdo fue visto como un precedente para futuras relaciones entre instituciones financieras tradicionales y actores emergentes de la economía digital, teniendo incluso un impacto legislativo.

En efecto, si bien el fallo definitivo del TDLC desestimó las demandas por supuesta falta de prueba, los efectos del caso fueron significativos. Por una parte, el Tribunal dispuso mantener abiertas las cuentas bancarias de las *Fintech* demandantes durante todo el juicio, que tardó cerca de 7 años, lo que en los hechos permitió que la industria se desarrollara y consolidara. Además, este juicio trascendió el ámbito litigioso, influyendo directamente en la Ley *Fintech* de 2023, cuyo propósito fue precisamente otorgar certeza jurídica y facilitar una relación más equilibrada entre la banca y las empresas de innovación financiera.

III. Marco regulatorio actual en Chile

El principio rector de la regulación se encuentra expresado en el artículo 19 N° 21 de la Constitución Política de Chile, que establece el derecho a todas las personas de desarrollar cualquier actividad económica lícita, respetando las normas legales que la regulen². Desde dicha norma es posible afirmar que, incluso desde antes de la Ley *Fintech*, la orientación competitiva que transversalmente inspira la regulación económica en Chile y desde la cual es posible pensar el desarrollo de industrias a partir de un enfoque basado en el libre emprendimiento y la competencia.

2 Sentencia TDLC N° 97 (2010), confirmada por la Corte Suprema en sentencia de enero de 2011 en causa Rol N°2140/2010. Considerando 77°: “en nuestro país el principio rector en materia económica es el de la libertad empresarial, la que es garantizada constitucionalmente en el artículo 19° N° 21 de la Carta Fundamental. En razón de tal garantía, sólo la ley puede establecer limitaciones a las actividades económicas, y ello siempre respetando tal derecho en su esencia, según lo dispone el número 26 del mismo artículo. Por ello, en tanto no exista una ley que regule en forma específica y clara una determinada actividad económica, ésta puede ser realizada libremente siempre que no sea contraria a la moral, al orden público o a la seguridad nacional”.

Gracias al Caso Criptomonedas ante el TDLC, el fenómeno asociado a los activos digitales surgió con mayor fuerza como un foco de desarrollo y consolidación de la industria *Fintech* en Chile, la que hoy en día suma cada vez más reconocimiento y apoyo por parte de las diferentes autoridades y actores tradicionales, que se han visto en la necesidad no sólo de ratificar su trascendencia, sino además de recoger sus necesidades y particularidades regulatorias, como agentes económicos clave para la innovación, la competencia y una mayor inclusión financiera, procurando vincular a estos nuevos actores que desafían constantemente los modelos regulatorios tradicionales, con los competidores preexistentes (Reyes y Gárate, 2022, p. 3).

En dicho contexto, y considerando las garantías económicas establecidas a nivel constitucional y que permiten el desarrollo de actividades económicas, mientras dichas actividades no se encuentren sujetas a un ámbito especial de regulación, es que se dio paso a la Ley *Fintech*, publicada el 4 de enero de 2023, que establece el marco general aplicable a los activos digitales y que incluso fue impulsada por las empresas reguladas, dados los problemas de competencia previamente sufridos.

Esta Ley promueve la competencia e inclusión financiera a través de la innovación y tecnología en la prestación de servicios financieros y, en términos generales, establece el estatuto marco que regula la existencia y operación de algunas empresas *Fintech* especialmente relacionadas con valores, activos digitales y plataformas de financiamiento colectivo junto con crear el denominado Sistema de Finanzas Abiertas entre diversos actores tradicionales e innovadores de la industria financiera (Reyes y Gárate, 2021).

En particular, las actividades que –a partir de esta ley– ingresan al ámbito regulatorio de la CMF, son las siguientes:

- (a) Plataformas de financiamiento colectivo (*crowdfunding*), entendidas como el lugar físico o virtual en donde quienes tienen proyectos de inversión o necesidades de financiamiento, se contactan con quienes cuentan con recursos disponibles con el objeto de facilitar la materialización del financiamiento.

- (b) Sistemas alternativos de transacción, definidos como el lugar físico o virtual que permite cotizar, ofrecer o transar instrumentos financieros o valores de oferta pública, incluyendo criptoactivos.
- (c) Custodia de instrumentos financieros, entendida como la mantención a nombre propio por cuenta de terceros, o a nombre de éstos, de instrumentos financieros (incluye criptoactivos), dinero o divisas que provengan de los flujos o enajenación de los primeros.
- (d) Enrutamiento de órdenes, definida como canalización de órdenes para la compra y venta de valores de oferta pública o instrumentos financieros.
- (e) Intermediación de instrumentos financieros, esto es, servicio de compra y venta de instrumentos financieros para terceros, incluidos los criptoactivos.
- (f) Asesoría de inversión, entendida como el servicio de evaluaciones y recomendaciones a terceros respecto de la conveniencia de realizar ciertas inversiones.
- (g) Asesoría crediticia, definida como el servicio de evaluaciones y recomendaciones a terceros respecto de la capacidad de obtener financiamiento y de renegociar un crédito o modificarlo.

Cabe reiterar que la Ley *Fintech* define un instrumento financiero como “todo título, contrato, documento o bien incorporal, diseñado, empleado o estructurado con la finalidad de generar rentas monetarias, o representar una deuda insoluta o un activo financiero virtual”, incluyendo expresamente los criptoactivos, que son, a su vez, definidos expresamente en su artículo 3° numeral 3° como “toda representación digital de unidades de valor, bienes o servicios, con excepción de dinero, ya sea en moneda nacional o divisas, que pueden ser transferidos, almacenados o intercambiados digitalmente”³.

En dichos términos, la Ley *Fintech* autoriza a los prestadores de servicios *Fintech* para desarrollar ciertas actividades reguladas que se estiman inhe-

3 Según veremos, esta definición no es del todo armoniosa con la definición que concede el artículo 3 numeral 1 del Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados de criptoactivos que los define como “una representación digital del valor o derecho que puede transferirse y almacenarse electrónicamente, mediante la tecnología de registro descentralizado o una tecnología similar”.



rentes a cada servicio, sin requerir su autorización como actividad complementaria. En este sentido, todos los prestadores de servicios *Fintech* pueden prestar las siguientes actividades sin otra autorización especial: (i) Comercialización y desarrollo de herramientas tecnológicas para la prestación de servicios financieros o para dar sustento a los mismos, siempre que tengan relación con los servicios autorizados, y (ii) Inversión del capital propio en instrumentos financieros y valores.

Por su parte, los prestadores de los diversos servicios regulados por la Ley *Fintech* están autorizados para realizar además las actividades que para cada caso se indica, destacando a efectos de la regulación de activos digitales, las siguientes:

- (a) *Intermediación de Instrumentos Financieros*: que permite la realización de operaciones de (i) cambio de divisas Cobranza y ejercicio de derechos emanados de la intermediación; (ii) Control de límites de inversión para clientes y (iii) la intermediación de valores de oferta pública exceptuados de su inscripción en los registros que lleva la Comisión; y,
- (b) *Custodia de Instrumentos Financieros*: que permite la realización de actividades asociadas a la (i) realización de operaciones de cambio de divisas; (ii) cobranza y ejercicio de derechos emanados de la custodia; (iii) Control de límites de inversión para clientes y (iv) Custodia de valores de oferta pública exceptuados de su inscripción en los registros que lleva la Comisión.

De ello se desprende claramente que la Ley *Fintech* establece un marco regulatorio claro sobre los servicios de *exchange*, custodia, intermediación y oferta inicial de criptoactivos, que en tanto actividades reguladas por la CMF exige el cumplimiento estricto de condiciones señaladas en la Norma de Carácter General N° 502 (NCG 502), a partir de los criterios de proporcionalidad regulatoria señaladas por la propia CMF y que establece un sistema de controles en función de los riesgos de cada actividad.

Sin perjuicio de lo anterior y tal como señala la Ley *Fintech*, todas las empresas que realizan estas actividades deben estar inscritas en el Registro de Prestadores de Servicios Financieros de la CMF y además contar con una autorización de dicha Comisión para poder operar, conforme a los plazos que la misma norma indica⁴.

Cabe agregar que la misma ley otorga a la CMF la facultad de dictar normas de carácter general que definan los umbrales a partir de los cuales las empresas que realicen alguna de estas actividades pasarán a la esfera regulatoria, de manera que aquellas que no alcancen ciertos volúmenes de ventas, clientes u otros parámetros similares, puedan desarrollar sus emprendimientos sin esta carga regulatoria inicial.

Así, en los términos descritos, la principal regla dictada por la CMF en relación con la Ley *Fintech* es la NCG 502, del 12 de enero de 2024, sin perjuicio de otras que la autoridad ha dictado en torno a dicha ley, en materia de asesoría de inversión y Sistema de Finanzas Abiertas, entre otras.

En lo que se refiere a activos digitales y plataformas vinculadas a su transferencia y almacenamiento, son objeto de regulación y los prestadores de dichos servicios se encuentran obligados a cumplir con los requisitos de autorización, registro, supervisión y transparencia establecidos por la CMF en su calidad de órgano fiscalizador (Gallegos, 2022, pp. 84–140).

Ahora bien, a la vez que se encarga a la CMF la fiscalización de servicios *Fintech*, también se le exige aplicar criterios de proporcionalidad basada en riesgos al dictar la normativa necesaria para implementar la Ley *Fintech*. Lo anterior se traduce en que, para aquellos casos en que la prestación de los servicios *Fintech* no implica riesgos para los consumidores ni la estabilidad del mercado financiero, la NCG N° 502 contempla diversas excepciones a las obligaciones mencionadas en el párrafo anterior.

De igual manera, los activos digitales –en tanto instrumentos financieros– podrían entenderse como

4 El artículo segundo transitorio de la Ley señala que: “Las personas que presten los servicios regulados en el título II de esta ley y que deban estar inscritos en el Registro de Prestadores de Servicios Financieros, deberán dar cumplimiento a la obligación de solicitar su registro y autorización para operar ante la Comisión en los términos en que se establezca en la norma de carácter general que para tal efecto se emita, en un plazo que no exceda de doce meses contado a partir de la entrada en vigor de la señalada norma. Dichas personas podrán continuar realizando tales actividades hasta que la Comisión resuelva su solicitud en la forma y plazos previstos en el artículo 7. “Las entidades a que se refiere el inciso anterior que no soliciten su registro y autorización para operar en el plazo de doce meses previsto en dicho inciso o no la obtengan una vez solicitada, deberán abstenerse de continuar prestando sus servicios para la celebración de nuevas operaciones y deberán realizar únicamente los actos tendientes a la conclusión de las operaciones existentes reguladas en esta ley. Deberán notificar a sus clientes dicha circunstancia y la forma en que se concluirán las operaciones”.

subsidiariamente sujetos a la regulación general prevista en la Ley N° 18.045, sobre Mercado de Valores, lo que ciertamente es un parecer discutible y que se plantea a partir de las imprecisiones regulatorias que presenta su normativa en Chile.

Las normas antes señaladas no son las únicas aplicables a los activos digitales. Por ejemplo, la autoridad tributaria (SII) ha explicitado cómo se determina el mayor valor y qué impuestos pagan los contribuyentes —esto es, personas naturales— que obtienen rentabilidad positiva al realizar operaciones de compra y venta de criptomonedas (Servicios de Impuestos Internos, 2021). Además, la propia Ley *Fintech* modifica la Ley N° 19.913, que regula en Chile las normas en materia de lavado de activos y financiamiento del terrorismo y crea la UAF, incorpora expresamente como sujetos obligados a las empresas *Fintech* obligando en definitiva a las empresas que ejecuten actividades asociadas a activos digitales a inscribirse y sujetarse al cumplimiento de las obligaciones contenidas particularmente en la Circular N° 62 de la UAF (2025), que derogó todas las anteriores dictadas por dicha autoridad en esta materia.

Ha sido precisamente el ámbito de la UAF y particularmente en la Circular N° 62 en la que se han incorporado mayores controles regulatorios a los activos digitales. Dicha norma, ha instituido una serie de modificaciones entre las cuales destaca: el plazo de diez (10) días con que contarán las entidades fiscalizadas para registrarse y/o modificar al Oficial de Cumplimiento registrado ante la UAF; las nuevas exigencias en materia de reporte de Operaciones Sospechosas, que deberán ser enviadas asegurando la seguridad, confidencialidad y oportunidad de la información; la identificación más precisa de los beneficiarios finales, y la necesidad de agregar a los registros tradicionales que debían tener las entidades fiscalizadas un nuevo registro que permita identificar los movimientos de los activos que transen.

Esta última modificación resulta de gran interés, ya que supone una modificación sustancial en las reglas de *compliance* aplicables a los activos digitales, instalando con ello la discusión sobre el modo que se implementará la supervisión de transacciones que empleen este tipo de activos y que superen los USD 1.000. De forma indubitable, la denominada *travel rule* (regla de viaje) que la nueva normativa incorpora requerirá estándares razonables para identificar el originador y el beneficiario de las transacciones con activos virtuales, en la medida que sea posible para cada institución, y siempre bajo la perspectiva

de que el *compliance* busca prevenir riesgos y no necesariamente eliminarlos por completo.

La regla del viaje se refiere a la obligación de:

“obtener, conservar y presentar la información relevante sobre el ordenante y el beneficiario de las transferencias de Activos Virtuales con el fin de identificar y reportar las transacciones sospechosas, adoptar medidas de bloqueo y prohibir las transacciones con las personas y entidades designadas” (Gafilat, 2023, p.44).

Como se puede apreciar, la Circular N° 62 obligará a modificar y ajustar los modelos de prevención de las entidades supervisadas por la UAF, estableciendo una lógica de control que se adapte de forma más precisa a los nuevos requerimientos internacionales en la materia, presentando enormes desafíos en torno a las nuevas realidades de la economía, que hacen evidente la necesidad no solo de un compromiso institucional, sino también de una colaboración estrecha entre el sector público y privado para garantizar una sociedad más segura, informada y transparente.

IV. Diferencias con la regulación europea

Como se indicó, en la Ley *Fintech* chilena, los activos digitales se entienden como representaciones digitales de unidades de valor, bienes o servicios, con excepción del dinero, ya sea en moneda nacional o extranjera, que pueden ser transferidos, almacenados o intercambiados digitalmente. Esta definición excluye expresamente que los activos digitales constituyan dinero y se centra en su carácter de representación digital de valor, bienes o servicios con capacidad de circulación en entornos digitales.

Esta definición contrasta con la normativa de la Unión Europea, a través del Reglamento MiCA (Reglamento (UE) 2023/1114, Markets in Crypto-Assets Regulation), que define a los criptoactivos como representaciones digitales de valor o de derechos que pueden transferirse y almacenarse electrónicamente mediante tecnologías de registro descentralizado o similares. A diferencia del régimen chileno, la regulación europea no excluye necesariamente las representaciones digitales de dinero, sino que contempla categorías específicas, como los *tokens* de dinero electrónico y los *tokens* referenciados a activos, que regulan expresamente aquellos activos digitales que buscan desempeñar funciones similares a las del dinero.



Otra diferencia relevante es que la legislación europea incorpora de manera explícita la idea de que los criptoactivos pueden representar no sólo valor, sino también derechos, mientras que en Chile se habla de valor, bienes o servicios, sin hacer mención expresa a derechos contractuales u otros. Además, MiCA exige que el soporte tecnológico para estos activos digitales sea la tecnología de registro distribuido o similar, mientras que la *Ley Fintech* chilena no impone una exigencia tecnológica específica, bastando con que la representación digital pueda ser transferida, almacenada o intercambiada.

Finalmente, la regulación europea establece un esquema de clasificación y categorías diferenciadas dentro de los criptoactivos, lo que permite asignar obligaciones regulatorias específicas a cada tipo. En cambio, la *Ley Fintech* chilena utiliza una definición más general y uniforme, regulando principalmente los servicios asociados a estos activos sin desarrollar subcategorías en la definición. En el caso europeo, además, se excluye expresamente del ámbito de MiCA a los instrumentos financieros ya regulados por otras normativas, mientras que en Chile sólo se consigna la exclusión del dinero y de las divisas, sin establecer una exclusión tan detallada respecto de instrumentos financieros previamente regulados.

Todo lo anterior da cuenta de que los espacios de aplicación práctica de la normativa chilena podrían no contar con toda la certeza jurídica que se podría pensar a priori con la dictación de la *Ley Fintech*.

V. Conclusiones

Con ocasión de la *Ley Fintech* y su normativa complementaria, la regulación de activos digitales en Chile ha logrado un avance significativo en el camino a conceder un marco institucional adecuado para otorgar mayor certeza jurídica, resguardar la fe pública y promover la innovación tecnológica y financiera.

Sin embargo, este marco aún se encuentra en una etapa inicial de maduración que plantea múltiples desafíos. Resulta fundamental armonizar las regulaciones nacionales con los estándares internacionales en materia de prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo. Si bien la adopción en Chile de la *travel rule* pareciera ir en el camino correcto, en el sentido de seguir un camino orientado a adoptar medidas de una mayor rigurosidad en el cumplimiento de las obligaciones de *compliance*, tales medidas deben ser consistentes con los sistemas tecnológicos que respaldan los

activos digitales y el dinamismo de los modelos de negocios sobre los cuales operan.

El carácter heterogéneo de los activos digitales —que abarca desde criptomonedas hasta *tokens* de gobernanza y de utilidad— tensiona la capacidad del regulador para adaptar sus mecanismos de fiscalización a realidades tecnológicas y modelos de negocio en permanente evolución y que exigen un nivel de flexibilidad de la cual muchas veces los instrumentos regulatorios carecen. A ello se suma el reto de equilibrar, de manera dinámica, la protección de consumidores y la estabilidad financiera con la promoción del emprendimiento y la inclusión financiera que inspira la *Ley Fintech*.

La experiencia chilena, pone de relieve que la regulación de los activos digitales no puede concebirse como un marco estático, sino como debe establecerse la visión de un proceso que se adapte y responda a las innovaciones tecnológicas, riesgos emergentes y cambios en la percepción social y económica de estos instrumentos. Por consiguiente, es clave avanzar modelos regulatorios que permitan construir una cultura de cumplimiento flexible y capaz de acompañar los ritmos de la disrupción digital sin renunciar a los principios de transparencia, seguridad y confianza pública.

La frontera regulatoria de los activos digitales en Chile aún se encuentra en construcción. Si bien los primeros pasos han sido dados a partir de las normas antes observadas, en modo alguno es posible estimar que se trata de un camino trazado, siendo necesario dar una mirada estratégica al desarrollo de nuevos modelos de negocios y analizar cómo las exigencias regulatorias pueden incentivar y promover el desarrollo y competencia en los mercados, combinando innovación, inclusión y resguardo institucional con las enormes oportunidades que ofrecen los activos digitales y los beneficios que ellos pueden traer para el sistema financiero, los consumidores y la sociedad en su conjunto.

Referencias bibliográficas

- Gafilat (2023) *Guía para la Regulación ALA/CFT de Activos Virtuales y Proveedores de Servicios de Activos Virtuales en la Región del GAFILAT*.
- Gallegos, J. (2022). *Derecho Bancario y Financiero de Chile*.
- Marin, L (2025). *Bitcoin, criptoactivos e impuestos: manual pymes*.

Mella, R. y Larrain, A. (2018). *Derecho Bancario*. Thomson Reuters.

Pera, I. (2025). *Regulación, tecnología y servicios financieros: Análisis del mercado fintech*. Ediciones DER.

Reyes, C. y Gárate, O. (2021). *Proyecto de Ley Fintech: Innovación, inclusión y competencia (Opinión Técnica N°16)*. Programa UC – Libre Competencia

Reyes, C. y Gárate, O. (2022). *Libre competencia y mercado financiero: Tensiones ante el TDLC*.

Servicios de Impuestos Internos. (7 de abril de 2021). ¿Cómo se determina el mayor valor y qué impuestos pagan los contribuyentes personas naturales que obtienen rentabilidad positiva al realizar operaciones de compra y venta de criptomonedas?. https://www.sii.cl/preguntas_frecuentes/criptomonedas/001_250_7873.htm

Tokenización de activos reales en Argentina. Análisis de la nueva regulación, limitaciones y oportunidades

Tokenization of Real-World Assets in Argentina: Analysis of the New Regulation, Limitations, and Opportunities

— Juan Manuel Campos Álvarez* —

Resumen

La tokenización de activos es una técnica que permite crear activos o representar activos de todo tipo mediante tokens digitales. Esta técnica es relevante para el sistema financiero ya que permite aumentar la liquidez de los activos representados, fraccionar su titularidad y simplificar su circulación. A pesar de su potencial, la adopción a gran escala de la tokenización se ha visto frenada por la falta de un marco regulatorio claro. Recientemente, Argentina ha aprobado diversas normas que representan un avance significativo en esta materia. Este artículo analiza la regulación actual del país, identifica sus limitaciones y propone oportunidades de mejora para facilitar la implementación de la tokenización de activos en el ecosistema financiero.

Palabras clave

Tokens digitales, activos, Comisión Nacional de Valores, PSAVs.

Abstract

Tokenization of assets is a technique that allows the creation of assets, or the representation of all types of assets, through digital tokens. This technique is relevant to the financial system because it can increase the liquidity of the represented assets, enable fractional ownership, and simplify their circulation. Despite its potential, large-scale adoption of tokenization has been hindered by the absence of a clear regulatory framework. Recently, Argentina has approved several regulations that represent a significant step forward in this area. This article analyzes the country's current regulatory framework, identifies its limitations, and proposes opportunities for improvement to facilitate the implementation of asset tokenization within the financial ecosystem.

Keywords

Digital tokens, assets, National Securities Commission (NSC), VASPs (Virtual Asset Service Providers).

* Juan Manuel Campos Álvarez es abogado por la Pontificia Universidad Católica Argentina y Magíster en Derecho Empresario Económico (LL.M.). Es socio y Head of General Corporate and Finance Regulation en Salaberrén & López Sansón, donde ejerce desde 2009. Su práctica se centra en derecho corporativo, M&A, corporate finance, inversión extranjera y venture capital, con foco en tecnología y fintech. Ha sido reconocido por publicaciones especializadas y es coautor de obras sobre gobierno corporativo e inversión extranjera en Argentina.

1. Introducción

En una primera aproximación, se puede definir a la tokenización como un proceso para la creación de activos o la representación de activos ya existentes en un registro o base de datos digital (Agur, 2025). En sentido similar, el Banco de Pagos Internacionales (Bank for International Settlements o BIS) en su reporte anual del 2023 define a la tokenización como “el proceso de representar digitalmente derechos en una plataforma programable”¹ (BIS, 2023, p. 85).

Cada anotación en este registro se denomina token. Si los tokens existen únicamente en el registro, se denominan nativos; si por el contrario, son representaciones virtuales de activos existentes fuera del registro, son tokens no-nativos (Agur, 2025). Cuando se trata de la representación de activos existentes fuera del mundo digital, el dueño de un activo tangible o intangible crea un activo digital o token consistente en una anotación en un registro que se identifica con el activo original (Moringiello & Odinet, 2021).

La base de datos puede ser centralizada o descentralizada. En el caso de estar descentralizada, entra dentro de la categoría de DLT, que son bases de datos gestionadas por varios participantes, sin una autoridad central que ejerza de árbitro y verificador (Santamaría & León Santamaría, 2021). La descentralización se da mediante nodos que poseen una copia de la base de datos y cada una procesa los cambios a la base de datos.

Una *blockchain* es una especie de DLT, donde los datos se procesan en bloques en forma secuencial, cada uno sellado con una especie de firma criptográfica llamada “hash” compartido con el siguiente bloque (Santamaría & León Santamaría, 2021). Esta firma criptográfica permite que las operaciones registradas sean inmutables.

Como características relevantes del registro, donde se anotan los tokens, y a los efectos de la operación de tokenización, se menciona que debe ser un registro compartido, programable y confiable. Que el registro sea compartido se refiere a la capacidad de las partes que realizan transacciones sobre el mismo para poseer, adquirir y transmitir sus derechos sobre los activos allí representados (Agur, 2025).

En igual sentido, la programabilidad implica que los activos en sí, las condiciones para transaccionar y las mismas transacciones pueden ser incluidas en un código informático (*Smart contract*) y ejecutadas por el registro (Agur, 2025).

Por último, la característica de confiabilidad se refiere a la certeza respecto a la titularidad de los activos y la predictibilidad de las órdenes de transacción (Agur, 2025).

Existen distintos tipos de tokens, los que se pueden diferenciar basados en su función y los derechos que otorgan (Rodríguez Ariola & Gravango 2024; Heredia Querro 2022):

- *Security Tokens*, son aquellos tokens que califican como un valor negociable. Aquí se debe distinguir entre los tokens que representan un valor negociable existente en la economía tradicional, tales como acciones, bonos, certificados de participación en fideicomisos (valor negociable tokenizado, claro ejemplo de un token no-nativo descrito anteriormente) de los tokens que son nativos del mundo digital y que no hacen referencia a un activo externo (*security tokens* propiamente dichos).
- *Utility Tokens*, son aquellos tokens que otorgan derechos de acceso digital a apps o plataformas y sólo pueden ser utilizados en el entorno virtual para ser intercambiados por bienes o servicios. Estos tokens pueden incluir derechos adicionales, tales como derechos de voto en plataformas del protocolo *blockchain* sobre el que fueron emitidas.
- *Payment tokens*. Son tokens que se pueden usar para la compra de bienes o servicios.

Se pueden distinguir otros tipos de tokens que representan otro tipo de derechos, tales como identidad, etc., pero no serán relevantes para este artículo.

La representación de activos reales o tokenización de activos reales (RWA, por sus siglas en inglés) constituye un mercado que hoy representa aproximadamente un volumen de activos tokenizados por un valor de USD 0,6 billones, y que se espera que crezca exponencialmente en los próximos años, con estimaciones de USD 18,9 billones para 2033 (Ripple and Boston Consulting Group, 2025).

1 “The process of representing claims digitally on a programmable platform”



Este interés del mercado por la tokenización de activos está relacionado con las ventajas que trae aparejadas esta técnica:

- Como consecuencia de la característica de programabilidad del registro, se indica la posibilidad de automatizar transacciones, lo que implica mayores eficiencias para los mercados, eliminando en muchos casos los intermediarios o reduciendo los costos de dicha intermediación (Allen, 2024).
- De igual modo, la programabilidad permite la componibilidad del sistema transaccional, lo que se ha denominado un Lego financiero. Se pueden usar distintos *smarts contracts* para crear productos financieros específicos, permitiendo armar y automatizar transacciones complejas (Allen, 2024).
- La tokenización permite también fraccionar activos del mundo real en múltiples tokens, permitiendo que muchas personas puedan acceder a la titularidad de una porción de un activo de mayor valor.
- En registros que operan de manera eficiente, es posible alcanzar lo que se conoce como liquidación atómica, que ocurre cuando dos activos pueden ser intercambiados simultáneamente, sin demoras en el pago de la contraprestación (Allen, 2024), a diferencia de lo que ocurre en mercados tradicionales, donde se requiere uno o más días para la liquidación de la contraprestación.
- Los mercados de activos virtuales tienen por característica la posibilidad de operar todo el tiempo, sin las limitaciones impuestas a los mercados tradicionales (operación 24/7), y en muchos casos en forma global.
- La combinación de las características anteriores constituye la base para que incremente la liquidez de todo tipo de activos (Argonz, 2023), ya sean de baja liquidez o ilíquidos.
- En los casos de redes *blockchain* públicas, todas las transacciones son registradas en la *blockchain*, siendo transparentes e inmutables (Argonz, 2023). Ello da mayor seguridad y transparencia a los participantes.
- La tecnología *blockchain* otorga la posibilidad de auto custodia por parte de cada uno de los titulares. Esto quiere decir que los activos di-

gitales pueden estar custodiados por el propio titular, sin necesidad de recurrir a terceros proveedores del sistema de custodia (por ejemplo, bancos, agentes de mercado de capitales, etc.), bajando costos y otorgando mayor control al usuario sobre sus activos.

Pero, por otro lado, existen barreras de distinta índole a la implementación de sistemas de tokenización:

- El uso de la tecnología *blockchain* aún requiere conocimientos técnicos no tan extendidos, brindando una experiencia de usuario no del todo accesible (Argonz, 2023). Ello ocurre en especial cuando se opera bajo la modalidad de auto custodia, sin intermediarios, donde un error en una operación puede ser irreversible.
- A diferencia de la securitización (proceso que se analiza más abajo), el proceso de representación de los activos se realiza utilizando código informático y no mediante documentos, lo que puede dificultar la comprensión y/o evaluación por parte de una autoridad de contralor o un juez (Argonz, 2023).
- De igual forma, el código informático puede tener vulnerabilidades (Argonz, 2023), lo que impone en cabeza de quien realiza la tokenización la obligación de tomar todos los recaudos necesarios para prevenir hackeos o errores.
- La inexistencia o insuficiencia de la regulación sobre activos virtuales, lo que genera inseguridad jurídica (Argonz, 2023).
- La forma de representación de la titularidad sobre determinados activos no contempla la representación digital mediante tokens, lo que requiere la creación de un vehículo (Fernández Madero et al., 2020). Por ejemplo, la titularidad de un bien inmueble requiere una escritura pública y la registración en el registro de la propiedad inmueble correspondiente.
- En sentido similar, para los usuarios puede resultar poco claro qué activo y qué derechos están adquiriendo. Por ejemplo, en el caso de la tokenización de inmuebles, los usuarios muchas veces no tienen claro si están adquiriendo un derecho real sobre el inmueble. Esto requiere condiciones y publicidad clara por parte de quien realiza la tokenización.

Dadas las limitaciones respecto a la posibilidad de representación de la propiedad sobre ciertos acti-

vos que mencionamos más arriba, el proceso de tokenización tiende a guardar similitudes con un proceso de securitización.

La securitización consiste en la “segregación de determinados activos de una persona, contra el que se emiten valores negociables respaldados por dichos activos, teniendo a estos (los activos) como principal fuente de repago de las obligaciones que surgen de los valores negociables” (Fernández Madero et al., 2020, p. 2). En una securitización, a los efectos de la segregación de los activos se suele crear un vehículo jurídico que será titular de los activos subyacentes y emitirá los valores negociables correspondiente. Es decir, que se requiere un intermediario para ser titular de los activos tokenizados (Fernández Madero et al., 2020).

Idéntica situación se plantea en la tokenización, donde dada la imposibilidad de reflejar la titularidad sobre los activos directamente en tokens, resulta necesario crear un vehículo jurídico que será titular del activo subyacente y emitirá los tokens representativos de los derechos sobre el activo. Como han señalado diversos autores, una emisión de tokens puede calificar o no como una securitización, dependiendo si los tokens emitidos se consideran valores negociables (Fernández Madero et al., 2020).

La principal diferencia entre ambas formas de desmaterialización de activos radica en la forma de negociación. En tanto, los valores negociables emitidos en una securitización se negocian en mercados de valores tradicionales, en una tokenización, los tokens potencialmente pueden ser negociados en la *blockchain* sobre la cual fueron emitidos (Fernández Madero et al., 2020).

Finalizando esta introducción, en el marco de una tokenización de activos reales, será necesario considerar:

- (i) Activos a ser tokenizados, ya que de su naturaleza se desprenderá su régimen de titularidad, de transmisibilidad o de responsabilidad civil

o comercial (Hillar Pudxeddu, 2020), lo que influye en el siguiente punto;

- (ii) El vehículo jurídico a ser utilizado para la tokenización, con las protecciones y limitaciones propias de su regulación; y
- (iii) La naturaleza del token emitido como consecuencia de la tokenización. Sobre este punto profundizaremos más adelante, pero la naturaleza del token determinará si se trata de un valor negociable, lo que impacta en su régimen de oferta y circulación.

2. Régimen general de tokenización de activos bajo el derecho argentino. Limitaciones.

Conforme se analiza en este capítulo, es preciso distinguir entre tokens que califican como valores negociables y aquellos que no.

A estos efectos, será necesario analizar en cada caso particular los derechos que confiere el token, su forma de emisión y circulación, contrastándolo con la enumeración de valores negociables².

En 2024, la Ley 27.739 introdujo la noción de activo virtual considerando como tal a la representación digital de valor que se puede comercializar y/o transferir digitalmente y utilizar para pagos o inversiones.

Si bien en distintas comunicaciones o resoluciones de distintos organismos se habían utilizado definiciones para activos virtuales, criptoactivos o criptomonedas, en la ley 27.739 se creó un marco para toda la actividad relacionada con los activos virtuales.

A los fines del presente artículo, entendemos que el concepto de activo virtual es funcionalmente idéntico a token.

Así, la ley 27.739 encomendó a la Comisión Nacional de Valores (“CNV”) la regulación de

2 Conforme el artículo 2° de la Ley 26.831 son valores negociables: Títulos valores emitidos tanto en forma cartular así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, los valores de crédito o representativos de derechos crediticios, las acciones, las cuota partes de fondos comunes de inversión, los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores; que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. Asimismo, quedan comprendidos dentro de este concepto, los contratos de futuros, los contratos de opciones y los contratos de derivados en general que se registren conforme la reglamentación de la Comisión Nacional de Valores, y los cheques de pago diferido, certificados de depósitos de plazo fijo admisibles, facturas de crédito, certificados de depósito y *warrants*, pagarés, letras de cambio, letras hipotecarias y todos aquellos títulos susceptibles de negociación secundaria en mercados.



los proveedores de servicios de activos virtuales (“PSAVs”), pero no la regulación de los activos virtuales propiamente dichos. Es decir, la CNV sólo puede regular la actividad de quienes dan ciertos servicios relacionados a los activos virtuales.

Conforme la ley 27.739 y su reglamentación por CNV, un PSAV es una persona humana o jurídica que realicen una o más de las siguientes operaciones para o en nombre de otra persona humana o jurídica:

- Categoría 1: Intercambio entre activos virtuales y monedas de curso legal (monedas fiduciarias);
- Categoría 2: Intercambio entre una (1) o más formas de activos virtuales;
- Categoría 3: Transferencia de activos virtuales;
- Categoría 4: Custodia y/o administración de activos virtuales o instrumentos que permitan el control sobre los mismos; y
- Categoría 5: Participación y provisión de servicios financieros relacionados con la oferta de un emisor y/o venta de un activo virtual.

Cada categoría tiene sus requisitos propios, en cuanto a patrimonios mínimos; pudiendo las personas humanas sólo proveer los servicios correspondientes a las categorías 1 y 2.

Por otro lado, conforme la Ley 26.831, en su artículo 2, de Mercado de Capitales, la CNV es el organismo que tiene a su cargo la regulación del mercado de capitales y de los valores negociables.

En el marco de la tokenización de activos, esta asignación de funciones acota el marco de actuación de la CNV a la regulación de los PSAV y los activos virtuales que constituyan valores negociables (Rodríguez Ariola, 2025).

Es decir que, habrá que distinguir entre activos virtuales que califican como valores negociables y activos virtuales que no lo son.

De esta forma, los activos virtuales que no califican como valor negociable se encuentran excluidos de la competencia de la CNV, no existiendo mayores restricciones a su emisión y circulación, salvo que por su naturaleza este sujeto a otro régimen regulatorio. Aquí el argumento que sirve de sustento para la emisión de activos virtuales es la autonomía de la voluntad consagrada en el artículo 958 del Código Civil y Comercial Argentino (CCyC).

Por otro lado, es importante recordar que, si bien el marco de actuación de la CNV se limita a la oferta pública de valores negociables, dado el limitado efecto que tendría la oferta privada de tokens, nos enfocaremos en alternativas que contemplen la oferta pública de los mismos.

A los efectos de determinar la existencia de oferta pública, en los diversos sumarios instruidos a lo largo de los años, CNV ha identificado los elementos que configuran la oferta pública: invitación a personas en general, sectores o grupos determinados para la realización de cualquier acto jurídico con valores negociables a través de cualquier procedimiento de difusión (Fernández Madero et al., 2019). Asimismo, en el reciente safe harbor de oferta privada, la CNV ha dispuesto limitaciones en cuanto a cantidades de inversores, medios de difusión y circulación de valores negociables, que permiten separar casos de oferta privada y oferta pública con mayor precisión.

En primer lugar, cabe analizar la posibilidad de tokenizar valores negociables. En este sentido, es importante destacar que el artículo 1820 del CCyC introdujo la libertad de creación de títulos valores, donde cada persona puede emitir los títulos valores disponiendo los términos y condiciones que elija.

A modo de aclaración, mientras la Ley 26.831 utiliza la expresión de valores negociables, el CCyC utiliza el término títulos valores; pero a los efectos de este análisis consideraremos ambos términos como equivalentes.

Conforme el artículo 1820 del CCyC, la posibilidad de emitir títulos valores atípicos está limitada a títulos abstractos (aquellos que tienen circulación independiente de su causa, por ejemplo, pagarés o letras de cambio) que tengan oferta pública o cuando los emisores son entidades financieras, de seguros o fiduciarios financieros registrados y a títulos causales (es decir, aquellos donde la causa es relevante y derivan de un negocio jurídico previo, por ejemplo, acciones, títulos públicos, obligaciones negociables), (Rodríguez Ariola & Gravango 2024).

En igual sentido, el artículo 1836 del CCyC, permite que los valores negociables tipificados como cartulares puedan emitirse también como no cartulares en registro de anotaciones en cuenta.

Asimismo, el artículo 1850 del CCyC permite la circulación autónoma de valores negociables aún cuando la prestación no se incorpore a un docu-

mento. De igual modo, este artículo dispone que los registros de transferencias y gravámenes sobre estos valores negociables deben ser llevados en asientos en registro especiales del emisor o llevados por una caja de valores, una entidad financiera o un escribano.

Tal como se ha señalado, nada en la norma impone que se deba llevar un registro centralizado (Rodríguez Ariola, 2025), siendo posible, por tanto, que estos asientos se realicen en registros descentralizados usando tecnología DLT.

Por su parte, el artículo 3° de la Ley 26.831 también establece la libertad de creación y emisión de valores negociables por parte de cualquier persona jurídica, “a la vez que la finalidad de creación de los valores está ligada a su negociación en mercados, los derechos deben surgir del instrumento de emisión y ser acordes con las normas impuestas por los organismos competentes de contralor” (Rodríguez Ariola & Gravano 2024). De acuerdo con lo dispuesto en dicho artículo, toda persona jurídica está facultada para crear y emitir valores negociables destinados a su negociación en los mercados, pudiendo definir libremente su tipo, así como las condiciones de emisión, los derechos que otorgan a sus tenedores y demás términos aplicables. Ello es válido siempre que no se genere confusión con la naturaleza, denominación o régimen de los valores negociables expresamente regulados por la legislación vigente. Para determinar el alcance de los derechos derivados del valor negociable creado, debe atenderse a lo establecido en el instrumento de creación, en el acto de emisión y en las inscripciones realizadas ante las autoridades de supervisión competentes.

Por todo lo anterior, se puede afirmar que tanto valores negociables abstractos que gocen oferta pública, así como también valores negociables causados podrían ser representados mediante un token.

Así, ya antes de la emisión de las resoluciones que autorizaron la tokenización de ciertos valores negociables, la doctrina ya había admitido que distintos valores negociables eran pasibles de tokenización:

- Fideicomiso. En un fideicomiso, el titular de ciertos activos (el fiduciante) entrega los mismos a un tercero (fiduciario) que los administra como un patrimonio separado para el beneficio de otra persona (beneficiario, que puede coincidir o no con el fiduciante). El fideicomiso puede emitir valores de deuda fiduciaria y certificados de participación. Es

una de las estructuras más utilizadas dada su flexibilidad y que, en principio, puede estar integrada por cualquier clase de activos (Malumian & Garin, 2025; Rodríguez Ariola & Gravano, 2024). En este sentido, el activo tokenizable serían los certificados de participación y los valores de deuda.

- Fondos comunes de inversión. Existen dos tipos de fondos comunes de inversión: aquellos con una cantidad variable de cuotas partes que aumenta con cada suscripción y disminuye con cada rescate (fondos abiertos) y fondos que salvo expresa autorización de la CNV, mantienen una cantidad fija de cuotas partes, debiendo los cuotapartistas transferir a terceros sus cuotas partes en caso de desear desinvertirse (fondos cerrados).

Los fondos abiertos están sometidos a limitaciones en cuanto a sus activos subyacentes, como lo establece el artículo 1 de la Ley N.º 24.083, lo que como señala la doctrina excluye la posibilidad de tokenizar *commodities* (salvo metales preciosos como el oro y la plata), propiedad intelectual, y todo otro activo que no sea financiero expresamente previsto o que la CNV (Malumian & Garin, 2025). De igual modo, un 75% del patrimonio del fondo abierto debe invertirse en activos emitidos y negociados en Argentina.

Por el contrario, en fondos cerrados no aplicarían estas limitaciones, pero sí habría menor flexibilidad en la emisión y rescate de participaciones, así como una limitación en cuanto al plazo de vigencia del fondo (Malumian & Garin, 2025).

De igual modo, la doctrina ha afirmado que se podría llevar el registro de las participaciones tanto en fondos comunes abiertos como cerrados en registros *blockchain* (Malumian & Garin, 2025).

- *Warrants*: Los *warrants* regulados por la Ley 9463 son títulos de crédito que permiten al productor o dueño de mercadería entregarla en custodia a una entidad autorizada y recibir a cambio dos documentos: un certificado de depósito y un *warrant*, que sirven como garantía para obtener financiamiento.

Como señala la doctrina, los activos subyacentes de un *warrant* sólo pueden ser frutos o productos agrícolas, ganaderos, forestales,



mineros o de manufacturas, excluyendo por tanto a inmuebles, créditos, participaciones y propiedad intelectual en todas sus formas (Malumian & Garin, 2025).

Conforme las últimas reformas al régimen de *warrants* dispuestas por decretos 70/2023 y 640/2024, los *warrants* y certificados de depósito podrán estar representados a través de cualquier formato tecnológico que cumpla con las características de nominatividad e identificación indubitable del firmante y que permita su negociación, incluyendo bases de datos centralizadas o distribuidas, criptoactivos, otras formas de tokenización o cualquier otra tecnología que garantice la seguridad y facilidad de las transacciones (Malumian & Garin, 2025).

Asimismo, se permite la fracción, y como indica la doctrina, la posibilidad de endoso electrónico permite interpretar que “la transferencia de una *wallet* hacia otra con respecto a un *warrant* o certificado de depósito sea considerada como un endoso de estos, todo lo cual debería encontrarse preestablecido por el emisor o la plataforma en donde se lleve a cabo la emisión de los tokens” (Malumian & Garin, 2025).

- También se han señalado como potenciales instrumentos para tokenización: participaciones en sociedades anónimas de objeto especial, los certificados de depósito argentinos (CEDEARS), cheques de pago diferido, pagaré bursátil, y facturas de crédito (Fernández Madero et al, 2020).

Por último, y tal como se ha señalado más arriba, sería posible ofrecer valores negociables tokenizados sin necesidad de autorización para oferta pública acogiéndose al *safe harbor*, recientemente aprobado por la CNV (2024), para oferta privada de valores negociables. Entre otras limitaciones, la oferta no puede estar dirigida a más de 35 personas y no pueden suscribir el valor negociable más de 20 personas (con un máximo de 10 inversores no calificados); el valor negociable no es transferible por un plazo de seis meses de la suscripción y en ningún momento de la vigencia del valor negociable se puede superar el total de suscriptores.

Como resulta evidente, la utilidad del *safe harbor* a los efectos de la tokenización es muy limitada,

atento a las limitaciones en cuanto a transmisibilidad, publicidad y cantidad de inversores (Malumian & Garin, 2025).

3. Tokenización de Valores Negociables (Resoluciones Generales 1069/2025 y 1081/2025 de la Comisión Nacional de Valores). Análisis crítico.

Con fecha 11 de junio de 2025, la CNV dictó la Resolución General 1069/2025 (la “Resolución Inicial”), recientemente modificada y ampliada por las Resoluciones Generales 1081/2025 de fecha 20 de agosto de 2025 y 1087/2025 de fecha 22 de octubre de 2025 (la “Resolución Ampliada”), creando un régimen de tokenización de valores negociables (el “Régimen”) incorporado en el Título XXII de las Normas de la CNV.

El Régimen se implementa bajo la modalidad de un *sandbox* regulatorio³ por el término de un año, durante el cual podrán realizarse emisiones bajo este marco, estableciéndose como fecha de finalización el 21 de agosto de 2026, sin perjuicio de la posterior validez de las emisiones representadas digitalmente bajo la vigencia del Régimen. Una vez transcurrido dicho período, no podrán emitirse más valores negociables representados digitalmente ni generarse la representación digital de valores negociables existentes bajo el régimen, salvo por lo necesario para cumplir con los derechos de reemplazo o arbitraje. Sin perjuicio de ello, el artículo 38 de la CNV se reserva el derecho de ampliar la vigencia del régimen.

Es un *sandbox* de características particulares, ya que el regulador lo estableció al sólo efecto de probar el funcionamiento de la representación digital de valores negociables conforme las normas prefijadas, pero no es una convocatoria abierta para probar distintas tecnologías.

Bajo el Régimen se permite la representación de valores negociables admitidos a la oferta pública mediante tokens, como una forma de representación adicional a su registro escritural o emisión cartular.

Es decir que la representación digital no implica un valor negociable independiente, sino que se considera una forma de representación adicional al valor negociable existente; y como se verá más ade-

3 Recordamos que un *sandbox* regulatorio “es un espacio de experimentación que permite a empresas innovadoras operar temporalmente, bajo ciertas reglas que limitan aspectos como el número de usuarios y el período de tiempo” (Herrera y Vádllo, 2018: 5).

lante, ello implica que la representación tradicional se deposita en un Agente de Depósito Central de Valores Negociables (“ADCVN”)⁴ a nombre de un titular registral, que actúa por cuenta de los tenedores de la representación digital de dicho valor negociable.

El Régimen establece la equivalencia funcional entre la representación tradicional y la representación digital, lo que implica que los actos jurídicos sobre la representación digital del valor negociable tienen los mismos efectos que aquellos realizados sobre la representación tradicional; con la excepción de algunas disposiciones particulares respecto al ejercicio de los derechos de voto (Art. 8 de la Sección I del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

Por ello, se podría afirmar que no es un tokenización propiamente dicha, al ser el token una representación adicional y no el valor negociable en sí.

El Régimen establece neutralidad tecnológica para la forma de representación digital pudiendo utilizarse una tecnología DLT o cualquier otra tecnología que garantice la seguridad, inmutabilidad, verificabilidad, fungibilidad, integridad, transferibilidad y trazabilidad del valor negociable (Arts. 9 y 10 de la Sección I del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

Dentro del Régimen, los valores negociables que se pueden tokenizar son (Art. 1 de la Sección I del Capítulo I del Título XXII de la CNV):

- a) acciones (incluidas aquellas que cuentan con doble listado).
- b) obligaciones negociables.
- c) *CEDEARS*.
- d) valores representativos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros con oferta pública cuyo activo subyacente esté compuesto principalmente por activos del mundo real u otros bienes admisibles, incluyendo, de manera no taxativa, valores negociables emitidos por entidades privadas que cuenten o no con oferta y entes públicos; y
- e) cuota partes de fondos comunes de inversión cerrados con oferta pública cuyo patrimonio se componga principalmente por activos del mundo real u otros bienes admisibles, inclu-

yendo, de manera no taxativa, valores negociables emitidos por entidades privadas que cuenten o no con oferta y entes públicos.

Los valores negociables emitidos por la Nación, las provincias, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, los municipios, los entes autárquicos, así como por los organismos multilaterales de crédito de los que la República Argentina fuere miembro no requieren autorización de la CNV (Art. 1 de la Sección I del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

El Régimen excluye de la tokenización a valores negociables que (Art. 1 de la Sección I del Capítulo I del Título XXII de la CNV):

- Cumplan con las características de los valores negociables Sociales, Verdes, Sustentables (SVS) y de los Vinculados a la Sostenibilidad (VS)
- Títulos de deuda pública emitidos por países extranjeros, salvo por países que revisten el carácter de estado parte del Mercosur y la República de Chile. Estos títulos tampoco pueden formar parte de los activos subyacentes de los fideicomisos financieros o fondos comunes de inversión susceptibles de tokenización.

En la Resolución Inicial sólo se permitía fideicomisos financieros y fondos comunes de inversión cerrados, por lo que el objeto se amplió. A través de los fideicomisos financieros y fondos comunes de inversión cerrados se permite la securitización de activos de la vida real.

Asimismo, si bien inicialmente se excluían los valores negociables emitidos en regímenes de oferta con autorización automática, las últimas modificaciones lo permiten, siempre que se trate de i) acciones; ii) obligaciones negociables; iii) valores representativos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros con oferta pública; y iv) cuota partes de fondos comunes de inversión cerrados de crédito con oferta pública (Art. 1 de la Sección I del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

A los efectos de avanzar con la representación digital, el emisor puede elegir representar en forma total o parcial la emisión, debiendo solicitar simultáneamente la oferta pública y la representación digital ante la CNV. En caso de que la emisión sea

⁴ Los ADCVN son los únicos agentes del mercado de valores autorizados por la CNV que tienen a su cargo en forma exclusiva la función de actuar como depositario y ejercer la función de custodia central de valores negociables.



representada digitalmente en su totalidad, el Régimen autoriza que no sea necesario listarlo ante un mercado autorizado, bastando con su registración en un PSAV (Art. 40 de la Sección IX del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

El emisor debe designar una entidad especializada en DLT a los efectos de implementar la representación digital del valor negociable. El documento de emisión puesto a disposición de los inversores debe tener un contenido mínimo dispuesto en la Resolución que busca brindar.

El valor negociable representado en forma digital debe nombrar a uno o más PSAVs que serán los titulares de las plataformas digitales donde se negociarían los valores negociables representados en forma digital.

La titularidad registral del valor negociable la tendrá uno o más PSAV o agentes de los mercados financieros tradicionales (Agentes de Administración de Productos de Inversión Colectiva, Agentes de Custodia de Productos de Inversión Colectiva, y a partir de la Resolución Ampliada, cualquier Agentes de Liquidación y Compensación Integral) (Art. 5 de la Sección I del Capítulo I del Título XXII de la CNV). La representación tradicional de dichos valores negociables debe ser depositada en un ADCVN, haciéndose constar que los titulares registrales actúan por cuenta de terceros, es decir aquellos que suscriben la representación digital (Art. 5 de la Sección I del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

Los titulares registrales no pueden transferir ni usar los valores negociables depositados, debiendo los mismos quedar inmovilizados. La separación entre el titular registral y el titular de la representación digital (inversor) implica que el inversor deberá canalizar a través del titular registral el ejercicio de sus derechos de propiedad, voto y control. Por ello, el Régimen impone a los PSAV la obligación de contar con mecanismos de consulta para que los inversores puedan emitir instrucciones y ejercer sus derechos (Art. 15 de la Sección IV del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

Dentro de estos mecanismos, los PSAV deben contar con infraestructura técnica adecuada para registrar la participación de los inversores garantizando la trazabilidad e integridad del voto. Se impone a los PSAV bloquear la representación digital del valor negociable desde el momento de emisión de las instrucciones de voto hasta la conclusión de la votación. En turno, el PSAV debe informar al

ADCVN respecto a las instrucciones para que proceda al bloqueo de los valores negociables tradicionales. El titular registral es el encargado de cumplir con las formalidades requeridas por las regulaciones aplicables al valor negociable en lo que hace a la participación en votaciones, y deberá emitir el voto discriminando qué valores negociables vota en un sentido u otro (Art. 18 de la Sección IV del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

De igual modo, los titulares registrales deben gestionar que se realice el pago de intereses, amortizaciones, utilidades y cualquier otra acreencia a los tenedores de los valores representados en forma digital. De ser necesario, deberán establecer fechas de corte para el pago de las acreencias, y en todos los casos, bloquear la transferencia de los valores negociables representados digitalmente con anterioridad al pago para asegurar el mismo (Art. 19 de la Sección IV del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

Estos mecanismos de bloqueo resultan razonables para facilitar el ejercicio y goce de los derechos políticos y económicos de los inversores ante la situación de separación entre titularidad registral y beneficiaria. De esta forma, se garantiza que quien vota en una asamblea o recibe un dividendo es titular del valor negociable al momento del ejercicio del derecho, evitando situaciones donde quien vota ya ha transferido el valor negociable.

Los valores negociables depositados ante el ADCVN a nombre del o los titulares registrales deberán encontrarse segregados respecto del patrimonio de este; aplicando lo mismo respecto a la custodia de la representación digital de los valores negociables. En tal sentido el o los PSAV y los titulares registrales intervinientes deberán garantizar una clara segregación entre los valores negociables representados digitalmente pertenecientes a sus clientes y su propio patrimonio, asentando de forma clara, individualizada y actualizada en sus sistemas de registros internos y estados contables (Art. 32 de la Sección VII del Capítulo I del Título XXII de la CNV). En ningún caso los valores negociables representados digitalmente de sus clientes se contabilizarán como activos del o los PSAV o de los titulares registrales intervinientes ni computarán en el patrimonio neto del PSAV, sino que se contabilizarán como cuentas de orden o mecanismo análogo (Art. 32 de la Sección VII del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

Los PSAV deben identificar a todos los tenedores de los valores representados digitalmente, así como

realizar todos los procedimientos de prevención de lavado de activos y financiamiento del terrorismo (Art. 20 de la Sección IV del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

Los PSAV deben llevar el registro, y de corresponder, ejecutar todos los eventos, inscripciones o gravámenes que afecten a los valores negociables representados digitalmente que se negocien en su plataforma. Por su lado, el ADCVN tiene la administración y custodia centralizada del valor negociable en su representación tradicional (Art. 21 de la Sección I del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

La representación digital de los valores negociables sólo puede tener lugar en las plataformas de los PSAV designados por el emisor, los que no pueden ser más de cinco (Art. 5 de la Sección I del Capítulo I del Título XXII de la CNV). Si hubiera más de un PSAV designado por el emisor, ellos deberán asegurar la interoperabilidad. Adicionalmente, los valores negociables no podrán ser transferidos a otros PSAV o protocolos descentralizados (Art. 15 de la Sección IV del Capítulo I del Título XXII de la CNV). A nuestro entender, esta disposición limita la liquidez generada y utilidad del Régimen. Si bien la tokenización permite la circulación del valor negociable en una plataforma adicional a los mercados tradicionales y que opera 24/7, su circulación se ve limitada a los PSAVs que haya designado el emisor. Resta ver cuántos PSAVs estarán dispuestos a generar plataformas interoperables para facilitar la circulación de los valores negociables. Como consecuencia de esta limitación de circulación, también vemos que se pierde la ventaja de composabilidad, sólo pudiendo utilizar las herramientas que ponga a disposición el PSAV pertinente.

Por un lado, la identidad entre el valor negociable representado en forma tradicional y forma digital limita la posibilidad de fraccionar el valor negociable.

El Régimen también establece obligaciones en cuanto a la necesidad de usar un lenguaje claro y accesible a los inversores, e imponiendo restricciones a los PSAV a fin de evitar publicidad engañosa (Arts. 33 y 34 de la Sección VIII del Capítulo I del Título XXII de la CNV). Estas disposiciones son muy elogiadas, considerando como hemos señalado anteriormente la potencial falta de comprensión de los inversores en activos tokenizados respecto al activo o derechos efectivamente adquiridos.

En cualquier momento el tenedor del valor representado en forma digital puede pedir su reemplazo por la representación tradicional. En caso de reem-

plazo, la representación digital deberá bloquearse o quemarse (Art. 16 de la Sección IV del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

Por otro lado, la porción de valores negociables representada digitalmente puede ampliarse o reducirse dentro del porcentaje autorizado por la CNV (2025) en el artículo 17, a solicitud de los inversores, y aplicando el mecanismo de bloqueo o de quemado indicado anteriormente. El propósito de esta norma es permitir a los inversores arbitrar entre las distintas plataformas de negociación digital y los mercados tradicionales.

En el documento de emisión deberá indicarse qué parte será responsable frente al público inversor por la actuación de la entidad especializada en TRD encargada de la representación digital de los valores negociables y del mantenimiento y seguridad de los contratos inteligentes, ya sea que se trate de una tokenización inicial o de una posterior, precisando bajo su responsabilidad en el documento de emisión los riesgos existentes con relación a dichas actividades (Art. 12 de la Sección II del Capítulo I del Título XXII de la CNV). Ni el o los titulares registrales, ni el o los PSAV intervinientes serán responsables por el accionar de dicha entidad (Art. 22 de la Sección V del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

El o los PSAV intervinientes serán responsables por cualquier incumplimiento en el ejercicio de sus funciones operativas, de colocación y custodia digital y de gestión del entorno digital, conforme a lo establecido en el documento de emisión de los valores negociables representados digitalmente, así como por el incumplimiento de las obligaciones impuestas por el Régimen (Art. 23 de la Sección V del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

Tanto la responsabilidad de la entidad especializada en TRD como la responsabilidad de los PSAV no pueden ser delegadas (Art. 24 de la Sección V del Capítulo I del Título XXII de la CNV).

4. Oportunidades de mejora hacia el futuro.

A modo de conclusión, podemos afirmar que es posible la emisión de tokens o activos virtuales bajo el derecho argentino. En cada caso particular, se deberá analizar si el activo virtual califica como valor negociable o no.

En el caso de activos virtuales que califican como valores negociables, se deberá también analizar si se



hará oferta pública del activo virtual o no, lo que determinará si es necesario obtener autorización de la CNV para su circulación.

El Régimen es un primer paso para comenzar a integrar el mundo financiero tradicional con el nuevo mundo financiero surgido de las tecnologías DLT. Es comprensible que el Régimen resulte insuficiente para comprender todas las posibilidades de la tokenización dada su naturaleza provisoria en el marco de un *sandbox*, y considerando que es un intento de modernización del mundo financiero tradicional.

Las limitaciones en cuanto al alcance del Régimen también se derivan de las facultades regulatorias limitadas que posee la CNV, que tal como señalamos anteriormente se limitan a los activos virtuales que constituyen valores negociables.

Luego de la emisión del régimen, un PSAV con presencia regional (Muzaber, 2025) comunicó al público que había avanzado con la tokenización de uno de los títulos públicos de mayor liquidez. Aún resta ver si otros PSAV seguirán estos pasos o si emisores de valores negociables con oferta pública se acogerán al Régimen para emitir representaciones virtuales de los valores negociables.

Como indicamos más arriba, será un desafío interesante que luego se habilite la emisión de valores negociables en forma puramente digital.

También serán importantes cambios en la normativa que permitan representar en forma digital los títulos de propiedad de distintos activos, facilitando la tokenización y fraccionamiento de los derechos de propiedad.

Referencias

- Agur, I. (2025). *Tokenization and financial market inefficiencies*. Fintech Notes, 2025(001), 1. <https://doi.org/10.5089/9798400298905.063>
- Allen, H. J. (2024). *Testimony of Hilary J. Allen, House Financial Services Committee Hearing on "Next Generation Infrastructure: How Tokenization of Real-World Assets Will Facilitate Efficient Markets."*
- Argonz, J. J. (2023). *Tokenización de activos y sus aspectos legales*. El Hub de Innovación e Inclusión Financiera de la Comisión Nacional de Valores Sup. Innovación y Derecho, La Ley 2023-D

Bank for International Settlements (BIS). (2023). *Blueprint for the future monetary system: Improving the old, enabling the new*. BIS Annual Economic Report 2023.

Código Civil y Comercial de la Nación. Ley N.º 26.994. *Boletín Oficial de la República Argentina*, 8 de octubre de 2014 (Argentina)

Comisión Nacional de Valores (2025). *Normas de la Comisión Nacional de Valores*, modificadas por las Resoluciones Generales 1069/2025. *Boletín Oficial de la República Argentina*, 13 de junio de 2025 (Argentina), <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/326947/20250613?busqueda=1>; 1081/2025. *Boletín Oficial de la República Argentina*, 21 de agosto de 2025 (Argentina) <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/330173/20250821?busqueda=1>; y 1087/2025. *Boletín Oficial de la República Argentina*, 23 de octubre de 2025 (Argentina), <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/333326/20251023?busqueda=1>

Comisión Nacional de Valores. (2024). *Resolución General 1016/2024: Modificación del Reglamento de Procedimientos Administrativos*. *Boletín Oficial de la República Argentina*, 19 de septiembre de 2024 (Argentina). <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/314257/20240919>

Fernández Madero, N., Recondo, M. M., & Krüger, D. N. C. (2020). *Fideicomiso, securitización y representación digital de activos (tokenización)*. *La Ley*, 20/03/2020, 1 La Ley 2020-B, 301 RDCO 301, 169

Fernández Madero, N., Recondo, M.M., & Krüger, D. N. C. (2019). *Oferta pública de activos digitales*. LA LEY 15/07/201, TR LALEY AR/DOC/2111/2019.

Heredia Querro, S. (2022). *Taxonomía de los tokens criptográficos*. *Revista Digital CPCE CABA*. <https://www.consejo.org.ar/servicios/medios-del-consejo/revista-consejo-digital/edicion-67/columna-de-opinion-67/taxonomia-de-los-tokens-criptograficos>

Herrera, D. y S. Vadillo. 2018. *Sandbox Regulatorio en America Latina y el Caribe para el Ecosistema Fintech y el Ecosistema Financiera*. Documento de discusión IDB-DP-57 (marzo). Washington, D.C.: BID. Disponible

en <https://publications.iadb.org/publications/spanish/document/Sandbox-regulatorio-en-Am%C3%A9rica-Latina--el-Caribe-para-el-ecosistema-Fintech-y-el-sistema-financiero.pdf>

Hillar Puxeddu, N. A. (2020). *El régimen legal de la moneda digital, los tokens y la tokenización de activos*. La Ley, 05/05/2021, 1 La Ley 2021-C, 161

Ley N.º 27.739. *Código Penal: Disposiciones modificatorias al sistema de prevención de lavado de activos, financiación del terrorismo y de la proliferación de armas de destrucción masiva*. Boletín Oficial de la República Argentina, 15 de marzo de 2024 (Argentina)

Ley N.º 24.083. *Ley de Fondos Comunes de Inversión*. Boletín Oficial de la República Argentina, 18 de junio de 1992 (Argentina)

Ley N.º 26.831. *Ley de Mercado de Capitales*. Boletín Oficial de la República Argentina, 28 de diciembre de 2012 (Argentina)

Malumián, N., & Garin, A. (2025). *Esquemas de tokenización de activos (fideicomisos, fondos comunes y warrants). Lineamientos regulatorios internacionales, oferta pública y privada,*

y principales aspectos fiscales. TR LALEY AR/DOC/1298/2025

Moringiello, J. M., & Odiinet, C. K. (2021). *The property law of tokens*. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3928901>

Muzaber, C. (2025, 18 de septiembre). *Ripio tokeniza por primera vez un bono soberano en blockchain*. Ripio Launchpad. <https://launchpad.ripio.com/novedades/ripio-tokeniza-por-primera-vez-un-bono-soberano-en-blockchain>

Ripple, & Boston Consulting Group. (2025). *Approaching the tokenization tipping point*.

Rodríguez Ariola, A. (2025). *Algunos esquemas de tokenización de activos financieros posibles en Argentina*. La Ley Next Online TR LALEY AR/DOC/62/2025

Rodríguez Ariola, A., & Gravanago, R. M. (2024). *Reflexiones sobre tokenización y fideicomisos financieros Web 3*. La Ley 2024-A

Santamaría, G. L., & Santamaría, M. M. (2022). *Fideicomiso, blockchain, tokenización de participaciones y DAOs: Su viabilidad como vehículo jurídico en Latinoamérica (Being Tokenized)*. TR LALEY AR/DOC/3594/2022

***Stablecoins* en LATAM: Estado actual, Riesgos y Enfoques Regulatorios**

***Stablecoins* in LATAM: State of Play, Risks, and Regulatory Approaches**

— Mtro. Adrián López González Garza*, Lic. Omar Antonio González Ibarra**
y Lic. Mariagabriela Botello Anduiza*** —

Resumen

Este artículo ofrece una introducción a las *stablecoins*, describe su panorama de mercado, y mapea riesgos jurídicos y regulatorios en México y América Latina. Se comparan marcos que pueden calificarlas como “valores”, dinero electrónico/instrumento de pago, activos o activos virtuales, o con implicaciones de captación de recursos del público y gestión profesional de reservas. El análisis destaca cómo el diseño del token (*fiat-backed* vs. algorítmico), las representaciones al usuario, la localización/composición de las reservas, y la función económica pueden activar licencias, requisitos prudenciales, deberes de divulgación, reglas de segregación/custodia y restricciones de oferta pública. Así, en lugar de fijar una definición única, el trabajo contrasta legislaciones, subraya diferencias y plantea preguntas abiertas sobre alcance y límites de cada enfoque.

Palabras clave

Criptomonedas, Monedas Estables, Fintech, Banca, Finanzas.

Abstract

This article provides an introduction to *stablecoins*, describes their market landscape, and maps the legal and regulatory risks in Mexico and Latin America. It compares frameworks that may classify them as "securities," electronic money/payment instruments, assets, or virtual assets, as well as those carrying implications for public deposit-taking (captación) and professional reserve management. The analysis highlights how token design (*fiat-backed* vs. algorithmic), representations made to the user, the location and composition of reserves, and economic function can trigger licensing requirements, prudential standards, disclosure duties, custody and segregation rules, and public offering restrictions. Consequently, rather than establishing a single definition, this work contrasts different legislations, underscores discrepancies, and raises open questions regarding the scope and limits of each regulatory approach.

Keywords

Cryptocurrency, *Stablecoins*, Fintech, Banking, Finance.

* Adrián López González Garza: Socio de Nader, Hayaux & Goebel, S.C., especializado en derecho corporativo, bancario y financiero, con particular énfasis en fintech y economía digital. Abogado por la Universidad Panamericana, con estudios de especialización en Derecho Mercantil (Universidad Panamericana). Maestría en Derecho Bancario y Financiero por la Universidad de Boston, así como posgrados en Regulación Fintech (Universidad Panamericana) y Economía Digital (Escuela Libre de Derecho). Correo electrónico: alopez@nhg.com.mx.

** Omar Antonio González Ibarra: Abogado en Nader, Hayaux & Goebel, S.C. donde ha participado en operaciones de derecho corporativo, fusiones y adquisiciones, bancario, financiero, mercados de capital y fintech; colaborando en la redacción de contratos, estatutos, fideicomisos y documentos corporativos, así como en la preparación de opiniones legales, memoranda y escritos ante la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Licenciado en Derecho por el Instituto Tecnológico de Monterrey. Correo electrónico: ogonzalez@nhg.com.mx.

*** Mariagabriela Botello Anduiza: Asociada en Nader, Hayaux & Goebel, S.C., donde ha participado en operaciones de créditos, adquisiciones financiadas, fusiones y adquisiciones y derecho bursátil, así como en consultas regulatorias en materia bancaria, financiera, fintech, prevención de lavado de dinero, protección de datos personales e inversión extranjera. Previo a su incorporación a NHG colaboró en asuntos corporativos y financieros para clientes nacionales e internacionales. Licenciada en Derecho por la Universidad Panamericana. Correo electrónico: mgbotello@nhg.com.mx.

1. Introducción y alcance

En la última década, las *stablecoins* (o monedas estables), criptomonedas diseñadas para mantener un valor idealmente fijo, han pasado de ser una curiosidad tecnológica a convertirse en un componente clave del ecosistema financiero digital. Estas monedas estables, típicamente vinculadas a activos de reserva como monedas fiduciarias fuertes (principalmente, el dólar estadounidense) o materias primas, han crecido exponencialmente en uso y capitalización de mercado. Hacia mediados de 2025, el valor total de *stablecoins* en circulación superaba los 260 mil millones de dólares estadounidenses, habiéndose multiplicado varias veces en pocos años (Jones, 2025). Este auge se debe a que la divisa mencionada ofrece la eficiencia y rapidez de las transacciones en *blockchain* sin la extrema volatilidad asociada a criptomonedas como Bitcoin o Ether. En economías emergentes, particularmente, en América Latina, estas monedas se han adoptado masivamente como alternativa para remesas, ahorro e incluso pagos cotidianos, dado que permiten acceder a un equivalente digital del dólar u otras monedas fuertes en entornos de alta inflación o inestabilidad cambiaria.

Es una rápida expansión que no ha pasado inadvertida para autoridades financieras y reguladores a nivel mundial. Proyectos propuestos por grandes corporaciones, como Libra/Diem de Facebook en 2019, encendieron alarmas sobre el potencial impacto monetario de una moneda estable privada global, catalizando debates regulatorios internacionales. Asimismo, eventos más recientes han puesto de manifiesto riesgos inherentes: por un lado, el colapso en 2022 de TerraUSD (UST), una *stablecoin* algorítmica, evidenció la posibilidad de pérdida abrupta de paridad y efectos contagio en mercados crypto; por otro, las mayores *stablecoins* centralizadas han enfrentado cuestionamientos sobre la calidad y transparencia de sus reservas, llegando incluso a sanciones regulatorias. Por ejemplo, Tether (USDT), la *stablecoin* más grande por capitalización, fue multada en 2021 por autoridades estadounidenses tras descubrirse que había tergiversado la composición de sus activos de respaldo (YahooFinance, 2025). Incidentes como este subrayan la importancia de un marco legal robusto que garantice una verdadera estabilidad y solvencia de los emisores de *stablecoins*.

En respuesta a estos desafíos, varias jurisdicciones han comenzado a desarrollar reglas específicas para *stablecoins*. Un hito reciente es la aprobación en Estados Unidos de la Ley GENIUS (*Guiding and Es-*

tablishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act) en 2025, que establece el primer marco regulatorio federal integral para *stablecoins* de pago en ese país. Esta ley exige, entre otros requisitos, reserva del 100% en activos líquidos (dólares o bonos del Tesoro) por cada *stablecoin* emitida, reportes mensuales transparentes sobre dichas reservas y cumplimiento estricto de normas antilavado de dinero, a la vez que prohíbe a los emisores prometer rendimientos a los tenedores o hacer pasar sus *stablecoins* como moneda de curso legal o con respaldo gubernamental. Mientras tanto, regiones como la Unión Europea han incorporado a las *stablecoins* dentro de normas como el Reglamento MiCA, y países latinoamericanos comienzan a estudiar su regulación frente al crecimiento acelerado de su uso. Todos estos desarrollos diferencian el reconocimiento por parte de autoridades y reguladores de que estas criptomonedas, si bien ofrecen oportunidades de innovación financiera e inclusión, también plantean nuevas interrogantes jurídicas y riesgos sistémicos que requieren atención.

El presente artículo tiene por objetivo analizar el estado actual de las *stablecoins* y los principales riesgos jurídicos que presentan, con énfasis en la realidad de México y América Latina. Para ello, en primer lugar, se define el concepto de *stablecoin*, sus distintas tipologías y mecanismos de funcionamiento. En seguida, se examina su uso práctico y expansión regional, incluyendo el papel que han jugado en México y otros países latinoamericanos, tanto como herramienta frente a la inflación y las restricciones cambiarias, como en la facilitación de pagos y remesas. También, se incluye una breve referencia al impacto de la Ley GENIUS de EE.UU. Posteriormente, se abordan los riesgos jurídicos clave en torno a las *stablecoins*: la incierta calificación legal de estos instrumentos, los potenciales conflictos con las normas de captación de recursos del público, las exigencias y peligros relacionados con las reservas que garantizan su valor, los aspectos de publicidad y protección al consumidor, y los desafíos en materia de custodia de activos. En otro apartado, se ofrece un panorama comparativo abreviado de las aproximaciones regulatorias o situaciones actuales en distintas jurisdicciones relevantes (México, Brasil, Argentina y Estados Unidos), identificando similitudes, diferencias y avances. Finalmente, se plantean algunos conflictos transfronterizos que surgen en el ecosistema de *stablecoins*, dado su carácter global y la posibilidad de arbitraje regulatorio entre países, y se presentan preguntas abiertas de política pública y regulación, sin pretender cerrar el debate, sino señalando las tensiones e incógnitas que deberán resolverse en



el futuro próximo. La conclusión retoma las ideas centrales y enfatiza la necesidad de equilibrar la innovación y la estabilidad financiera en el tratamiento regulatorio de las *stablecoins*, lo cual deja abierto el espacio para reflexiones ulteriores sin asumir una postura normativa definitiva.

2. ¿Qué es una *Stablecoin*? Conceptos y Tipos

De forma general, se denomina *stablecoin* a todo cripto activo diseñado para mantener de manera estable su cotización, usualmente, vinculada (o *pegged*) al valor de un activo de referencia específico, generalmente *commodities* y monedas fuertes. A diferencia de las criptomonedas típicas, cuyo precio autónomo fluctúa libremente según el mercado, las *stablecoins* buscan replicar el valor de una moneda fiduciaria (por ejemplo, el dólar estadounidense o el euro) u otro activo (como el oro) para minimizar la volatilidad. Las primeras de estas criptomonedas surgieron alrededor de 2014 (Feingold, 2025) y, desde entonces, han proliferado diversos esquemas para lograr esa estabilidad de precio. En la actualidad, la inmensa mayoría (más del 99%) del valor de mercado de las *stablecoins* está denominado en dólares estadounidenses, lo que refleja que su principal función es servir como una suerte de “dólar digital” dentro del ecosistema cripto (Barquero, 2025).

2.1 Mecanismos de Estabilización:

Existen distintas categorías de *stablecoins* según el mecanismo que emplean para mantener su paridad:

- ***Stablecoins* respaldadas por moneda fiduciaria (y activos físicos):** Son emitidas por una entidad centralizada que mantiene reservas 1:1 en una moneda fiduciaria de referencia (por ejemplo, USD o EUR) u otros activos líquidos equivalentes. Esto significa que por cada unidad de *stablecoin* en circulación hay un depósito de dinero tradicional (o, potencialmente, un activo físico como oro) que la respalda íntegramente. Son también conocidas como *stablecoins* colateralizadas con *fiat*, y constituyen la modalidad predominante del mercado. Ejemplos destacados son Tether (*USDT*) y USD Coin (*USDC*), ambas vinculadas al dólar y, ampliamente, usadas en el comercio de criptomonedas; de hecho, conjuntamente, representan más del 70% de todo el volumen transaccional en mercados cripto a nivel mundial (Quirós, 2025). Otros emisores reconocidos de este tipo incluyen Paxos (con su *USDP*,

vinculado al dólar y *PAXG*, vinculado al oro) y, más recientemente, grandes empresas de pagos tradicionales como PayPal (que lanzó en 2023 su propia *stablecoin* *PYUSD* respaldada en dólares) (Otychenko, 2025).

- ***Stablecoins* respaldadas por criptoactivos:** En este caso, el respaldo no son monedas *fiat*, sino otras criptomonedas que se depositan como garantía. Típicamente, operan mediante contratos inteligentes que aseguran una sobre colateralización: el emisor (o protocolo) mantiene criptomonedas de mayor valor que la *stablecoin* emitida para absorber fluctuaciones de precio. Un ejemplo es *DAI*, *stablecoin* descentralizada vinculada al dólar, emitida por el protocolo *MakerDAO* y garantizada por depósitos de Ether y otros criptoactivos (*MakerDAO*, 2025). Si bien estas *stablecoins* también aspiran a una paridad 1:1 con una moneda fiduciaria (usualmente, USD), el valor de sus respaldos puede variar; por ello, requieren mecanismos automáticos de liquidación o aportes de garantía adicionales para proteger la estabilidad. A pesar de no depender de reservas *fiat* tradicionales, su adopción es más limitada que las respaldadas en moneda fiduciaria debido a la complejidad y a los riesgos asociados a la volatilidad de los activos que las respaldan.
- ***Stablecoins* algorítmicas:** Son monedas estables no colateralizadas o, parcialmente, colateralizadas, cuyo valor se mantiene mediante algoritmos que controlan su oferta monetaria. En vez de tener reservas equivalentes en activos externos, estos esquemas emplean reglas programadas que expanden o contraen la cantidad de tokens en circulación (a menudo, junto con un segundo token de volatilidad) para equilibrar el precio en el nivel deseado (por ejemplo, emitiendo nuevas criptomonedas si el precio sube por encima de 1 USD, o quemándolas si baja). En teoría, el arbitraje incentivado por el protocolo debería mantener la paridad. Sin embargo, en la realidad, se ha demostrado que este diseño conlleva riesgos elevados de espiral financiera: la pérdida de confianza puede desencadenar ventas masivas y colapsos abruptos. Un caso paradigmático fue el colapso de *TerraUSD* (*UST*) en 2022, cuyo desplome arrastró miles de millones en valor de mercado y erosionó la credibilidad de este tipo de *stablecoins*. Tras incidentes como aquel, las *stablecoins* algorítmicas han caído en desuso y hoy representan una fracción mínima del mercado estable (Jones, 2025).

Cabe mencionar que, aunque el valor de referencia principal suele ser otra moneda fuerte, digital o física; también existen *stablecoins* respaldadas por materias primas (*commodities*), que son esencialmente una variante de las colateralizadas: por ejemplo, monedas estables ligadas al valor de un cierto peso de oro, cuya emisión suele implicar custodia física del metal equivalente a los tokens emitidos. Estas han tenido una adopción marginal comparada con las denominadas en divisas.

2.2 Funcionamiento y Uso Práctico.

Las *stablecoins* fiduciarias (ej. USDT, USDC) operan de forma similar a un depósito convertible: los usuarios entregan moneda tradicional al emisor o a una plataforma de intercambio, y reciben a cambio tokens digitales que pueden volver a canjear posteriormente por la moneda original a tasa fija de 1:1. De esta manera, sirven como puente entre monedas fiduciarias y las criptomonedas, permitiendo mover valor en la cadena de bloques con rapidez y costos bajos, pero sin la volatilidad de activos como Bitcoin.

Inicialmente, su uso se popularizó para facilitar las operaciones en plataformas de intercambio de criptomonedas; los inversores podían entrar y salir de posiciones en activos volátiles fijando el valor en *stablecoins*. Con el tiempo, sus casos de uso se han diversificado: hoy se emplean para remesas internacionales rápidas y económicas; para protección contra la inflación mediante “dolarización digital”; para pagos de bienes y servicios (cada vez más comercios y plataformas en línea aceptan *stablecoins*); como medio de ahorro en aplicaciones financieras descentralizadas (sirviendo como activo de menor riesgo en préstamos o depósitos dentro de protocolos DeFi¹), e, incluso, por personas no bancarizadas que a través de *wallets* pueden acceder a una moneda estable sin intervención bancaria (Barquero, 2025).

En resumen, una *stablecoin* es una representación digital estable de valor, usualmente, equivalente a una moneda de curso legal (como si de un espejo se tratase), que combina las ventajas de la tecnología *blockchain* (transacciones instantáneas, globales y sin intermediarios tradicionales) con la confianza de un activo subyacente, relativamente, estable. Su proliferación ha dado lugar a un ecosistema vibrante, pero, también, plantea interrogantes sobre la solidez de los mecanismos de respaldo y la

supervisión adecuada de sus emisores, temas que exploraremos en secciones posteriores.

3. Panorama del Mercado: México y LATAM.

Las *stablecoins* han dejado de ser meros instrumentos dentro de plataformas de *trading* de criptomonedas para pasar a cumplir funciones prácticas cruciales en economías emergentes, especialmente, en Latinoamérica. La combinación de alta inflación, controles cambiarios y población no bancarizada en varios países de la región ha impulsado una adopción masiva de *stablecoins* como alternativa financiera. Un indicador claro: en 2024, alrededor del “39% de todas las compras de criptomonedas en América Latina” fueron de *stablecoins* (principalmente, USDT y USDC), proporción que creció desde 30% el año anterior (Barquero, 2025, ¿Por qué son relevantes para América Latina?, párrafo 2). Esto sugiere que millones de usuarios han incorporado las *stablecoins* a su vida económica cotidiana para proteger su poder adquisitivo y movilizar dinero de forma eficiente.

3.1 Remesas y Pagos Transfronterizos.

Uno de los usos más extendidos de *stablecoins* en la región es el envío de remesas internacionales. En países receptores de remesas como México, El Salvador, Guatemala o Colombia, han surgido plataformas que emplean *stablecoins* para agilizar estos flujos y evitar intermediarios costosos. Por ejemplo, en México, el 63% de las *fintech* especializadas en criptografía ya utilizan *stablecoins* para el envío de remesas internacionales, y, aproximadamente, la mitad las emplea también para operaciones de comercio exterior.

Las ventajas son notables: las transferencias pueden liquidarse en minutos en lugar de días, eliminando costos de transacción al prevalecer la confianza en el valor *pegged*. Las comisiones totales se reducen de promedios cercanos al 7% (comisión promedio utilizando métodos tradicionales) a menos del 1% usando *stablecoins*. En la práctica, un pago transfronterizo de, digamos, 50 mil dólares, puede ejecutarse casi instantáneamente a través de *stablecoins*, por lo que brinda liquidez inmediata al destinatario y con costos mínimos (Estrada, 2025). Esto es especialmente beneficioso para pequeñas y medianas empresas integradas al comercio global, así como para familias de migrantes que dependen de envíos frecuentes de dinero.

1 DeFi: Finanzas descentralizadas.



3.2 Refugio Contra la Inflación y Sustituto del Dólar.

En entornos de inflación crónica o devaluación acelerada de la moneda local, las *stablecoins* han surgido como un mecanismo accesible de dolarización digital, sin asumir los costos y riesgos de tener dólares físicos. Países como Argentina (que registró más de 200% de inflación anual en 2023) y Venezuela (sometida a años de hiperinflación) ofrecen casos ilustrativos. En Argentina, ante la escasez de divisas y restricciones para adquirir dólares, numerosos ahorristas optaron por comprar *stablecoins* vinculadas al dólar como resguardo de valor, usando aplicaciones móviles y plataformas de intercambio locales para convertir sus pesos devaluados a “dólares cripto”. Hacia 2023, se estimaba que millones de argentinos recurrían habitualmente a *stablecoins* para proteger sus ingresos y llevar a cabo operaciones, al punto de que dichas monedas se convirtieron en un refugio financiero frente a la inestabilidad del peso. Un reporte señaló que, en 2023, las operaciones diarias con *stablecoins* en Argentina aumentaron en un factor de 11 a 12 veces comparado con el año previo (Marcos Méndez, 2024), lo cual refleja esta demanda explosiva. De forma similar, en Venezuela, el uso de USDT (Tether) se ha generalizado en el comercio minorista y entre particulares, como sustituto informal del dólar físico ante la depreciación constante del bolívar.

3.3 Creciente Integración en el Sector Financiero.

Tanto *startups fintech* como instituciones tradicionales en la región han empezado a incorporar *stablecoins* en sus servicios. En Brasil, cuya economía tiene un importante componente exportador e importador, las *stablecoins* se utilizan intensamente para facilitar pagos internacionales y protegerse de la volatilidad del real. De acuerdo con el Banco Central de Brasil, aproximadamente, el 90% del volumen de transferencias de criptoactivos desde Brasil estuvo vinculado a *stablecoins* en 2024-2025, lo cual evidencia su predominio como vehículo de valor en el ecosistema cripto local (Reuters, 2025). El propio director de política monetaria del Banco Central brasileño destacó que gran parte de ese flujo corresponde a personas y empresas que emplean *stablecoins* para comprar bienes en el exterior y sortear ineficiencias del sistema bancario tradicional en dichos pagos. Brasil, incluso, cuenta con emisores locales de *stablecoins* vinculadas al real (como la moneda digital BRLT), aunque su volumen es modesto comparado con las *stablecoins* en dólares (Reuters, 2025).

En México, además del auge de las *fintech* con modelos basados en *stablecoins*, las principales plataformas de intercambio que operan en el país reportan un incremento sostenido en el volumen de las que son utilizadas por usuarios mexicanos, muchas veces con fines de ahorro en dólares o para participación en mercados de criptomonedas internacionales. La región en su conjunto aparece, así como uno de los focos globales de adopción de *stablecoins*, impulsada por la necesidad de instrumentos financieros más accesibles, la búsqueda de estabilidad en entornos volátiles y la oportunidad de mejorar la inclusión financiera usando tecnología *blockchain*.

4. Riesgos Jurídicos Clave de las *Stablecoins*

A medida que las *stablecoins* se integran en actividades financieras cotidianas, emergen múltiples riesgos jurídicos y regulatorios. Destacan al menos cinco áreas de preocupación: (1) la clasificación legal incierta de estos instrumentos; (2) la posible contravención de normas de captación de recursos (depósitos) del público; (3) los riesgos asociados a las reservas o activos de respaldo de las *stablecoins*; (4) la publicidad potencialmente engañosa y necesidad de protección al consumidor; y (5) las cuestiones relativas a la custodia de los activos (tanto las monedas estables en sí como sus garantías subyacentes). A continuación, se analizan cada uno de estos puntos:

4.1 Clasificación Legal Incierta.

Un primer desafío es determinar qué naturaleza jurídica tienen las *stablecoins* dentro del marco legal vigente, lo cual varía según la jurisdicción y puede ser ambiguo. ¿Se trata de monedas (divisas) digitales privadas? ¿De valores (*securities*) o instrumentos financieros sujetos a regulación de mercados de capitales? ¿De depósitos bancarios encubiertos o de dinero electrónico? Actualmente, no existe consenso global y cada país las aproxima de forma distinta, generando incertidumbre para emisores y usuarios. En Estados Unidos, hasta antes de la Ley GENIUS, las *stablecoins* carecían de un estatuto federal claro. Algunas autoridades insinuaron que algunas de estas podrían considerarse valores mobiliarios; por ejemplo, el presidente de la SEC, Gary Gensler, señaló que ciertas *stablecoins* podrían calificar como valores bajo la legislación vigente, lo que implicaría obligar a sus emisores a registrarse y cumplir normas del mercado de valores (Bitso, 2025).

En la Unión Europea, el recientemente adoptado Reglamento MiCA creó categorías específicas

(“token de dinero electrónico” o “token referenciado a activos”) para encuadrar legalmente a las *stablecoins* y someterlas a supervisión financiera. En otros países, las dudas persisten: en México, por ejemplo, las autoridades no han definido si una *stablecoin* debe tratarse como un “activo virtual” (como, actualmente, se clasifica a las criptomonedas en la Ley *Fintech*) u otra figura; de hecho, no existe claridad sobre si las *stablecoins* podrían ser consideradas un instrumento financiero, un activo digital o incluso una moneda extranjera dentro del ordenamiento. Esta ambigüedad normativa conlleva riesgos: sin una clasificación precisa, un emisor de estas criptomonedas podría enfrentar acciones regulatorias imprevistas (por operar un esquema no autorizado), y los tenedores podrían carecer de las protecciones legales adecuadas según la verdadera naturaleza del producto. La situación pide que los legisladores y reguladores definan con certeza el estatus jurídico de las *stablecoins*, para así aplicar los cuerpos normativos pertinentes (ya sea las leyes bancarias, de valores, de sistemas de pago, etc.) de manera apropiada (Pérez Moreno, 2025).

4.2 ¿Captación de Recursos del Público Sin Licencia?

Muy ligado a lo anterior, está el riesgo de que la emisión o comercialización de *stablecoins* constituya una actividad reservada de captación de depósitos del público sin autorización, lo cual sería ilegal en muchas jurisdicciones. En sistemas bancarios tradicionales, la recepción de dinero del público a cambio de un valor que promete reembolso (típicamente, los depósitos bancarios) es una actividad fuertemente regulada (requiere licencia bancaria u otra figura específica) debido a los riesgos que implica para ahorradores y para la estabilidad financiera. Analizando el modelo de muchas *stablecoins* respaldadas en moneda fiduciaria, esencialmente; el emisor recibe fondos de usuarios (por ejemplo, dólares, pesos) y a cambio entrega un token digital convertible nuevamente en ese dinero bajo demanda. Desde la óptica legal tradicional, esto se asemeja a la captación de recursos; de hecho, algunos reguladores así lo han interpretado. Por ejemplo, las autoridades financieras de México advirtieron características en 2021 que no se ha autorizado a ninguna entidad ofrecer servicios de manejo de saldos en moneda nacional o extranjera derivados de la captación del público a través de esquemas tecnológicos de monedas estables (Banco de México et al., 2021).

En otras palabras, en México, la emisión de una *stablecoin* respaldada por pesos o dólares podría

caer bajo la definición de un depósito no autorizado, lo cual conllevaría sanciones. De forma similar, en otros países latinoamericanos donde la intermediación financiera es actividad reservada, un emisor privado de *stablecoins* corre el riesgo de infringir la ley bancaria si no cuenta con un permiso especial. Incluso en EE.UU., antes del nuevo marco, se debatió la necesidad de exigir licencia bancaria a emisores de *stablecoins* (propuestas legislativas previas pretendían algo así). Este riesgo jurídico genera un dilema: por un lado, equiparar las *stablecoins* a depósitos bancarios tradicionales garantizaría una protección robusta al usuario (por ejemplo, brindándole potencial cobertura de seguros de depósito, supervisión prudencial estricta); sin embargo, también podría encorsetar la innovación (limitando la emisión solo a bancos o entidades muy reguladas; perdiéndose la libertad de fluidez inicialmente ofrecida por estas criptomonedas). Legislaciones recientes, como la Ley GENIUS, optaron por una vía intermedia creando un régimen de licencias específico para emisores de *stablecoins* de pago, que los diferencian de los bancos comerciales. No obstante, hasta que cada país delimite esta cuestión, persistirá el riesgo de que la actividad de emitir o gestionar *stablecoins* sea considerada ilícita por constituir banca en la sombra.

4.3 Riesgos en las Reservas y Activos de Respaldo.

El punto de la promesa de una *stablecoin* es su respaldo: la garantía de que siempre habrá suficientes activos de reserva para canjear todos los tokens en circulación al valor nominal. Cualquier duda sobre la integridad o liquidez de dichas reservas afecta directamente la estabilidad de la moneda estable. Aquí emergen varios riesgos legales y regulatorios:

- **Transparencia y calidad de las reservas:** Muchos emisores de *stablecoins*, históricamente, han operado con opacidad en cuanto a dónde y cómo está invertido el dinero de sus clientes. Esto ha llevado a preguntas incómodas por parte de reguladores: ¿El dinero realmente está ahí? ¿Dónde está?, en palabras de un alto directivo del Banco de Pagos Internacionales, en referencia a las reservas reportadas por ciertas *stablecoins*. La falta de divulgaciones claras o auditorías independientes periódicas constituye un riesgo, pues los usuarios no tienen forma de verificar que sus tokens, efectivamente, cuentan con respaldo completo. Casos notorios alimen-



taron estas preocupaciones: Tether (USDT), durante años, afirmó estar 100% respaldado en dólares, pero luego se reveló que parte de sus reservas eran instrumentos de menor liquidez, usando activos de mayor riesgo en cuanto a su volatilidad, lo cual derivó en multas y medidas correctivas en EE.UU. por comunicaciones engañosas (Barquero, 2025). Otra situación, más ligada a la estabilidad de las entidades externas fue la pérdida temporal de la paridad de USD Coin (USDC) en marzo de 2023, cuando quebró uno de los bancos donde se custodiaban sus fondos y de momento la empresa no pudo acceder a una fracción de sus dólares; el precio de USDC cayó por debajo de \$1 hasta que se aseguró cobertura de esa brecha. Estos episodios evidencian que la solvencia y liquidez del respaldo no son meras formalidades, sino aspectos críticos que requieren supervisión. Reguladores temen escenarios de “corrida” similares a bancos: si los tenedores de *stablecoin* pierden confianza y exigen redenciones masivas, un emisor con activos ilíquidos o insuficientes podría colapsar, con consecuencias en cadena. Por ello, se discuten normas más estrictas: por ejemplo, exigencia de mantener las reservas únicamente en activos seguros y de alta liquidez (efectivo, bonos gubernamentales de corto plazo); prohibición de reinvertir o pignorar las reservas en operaciones riesgosas; y obligación de informes periódicos auditados sobre la composición de estos fondos.

- **Protección de los tenedores en caso de insolvencia:** Jurídicamente, un vacío importante ha sido determinar qué ocurre con las reservas si el emisor de la *stablecoin* entra en quiebra. En ausencia de disposiciones especiales, esos fondos de respaldo podrían entrar a la masa general de la bancarrota y ser reclamados por otros acreedores, dejando a los usuarios en la incertidumbre para recuperar su dinero. Este riesgo se agrava si las reservas no estaban segregadas del patrimonio del emisor. Por ejemplo, si una empresa emisora usó las reservas para invertir y sufre pérdidas, los tenedores de *stablecoins* podrían encontrarse sin el respaldo prometido. Para mitigar esto, algunas regulaciones propuestas establecen que los activos de respaldo deben mantenerse en custodia separada y a nombre de los clientes, fuera del alcance de otros acreedores; una masa dineraria o de materia prima donde son los tenedores de criptomonedas quienes tienen prioridad. En la Ley GENIUS de

EE.UU., se adoptó una medida inédita que va de la línea con lo anteriormente explicado: se otorga a los tenedores de *stablecoins* un derecho de prioridad legal sobre las reservas por encima de cualquier otra reclamación en caso de insolvencia del emisor. Esto equivale a garantizar que, ante una liquidación, los usuarios cobren primero sus canjes antes que cualquier otro acreedor o gasto. De igual modo, se están introduciendo requisitos de capital y liquidez mínimos para emisores, similares a los que enfrentan los bancos, a fin de que tengan colchones ante situaciones de estrés.

En resumen, la solidez de las reservas de las *stablecoins* es un foco central de riesgo sistémico. La evolución normativa apunta a obligar a prácticas equiparables a las de instituciones financieras tradicionales: reservas de alta calidad, divulgaciones de información (incluyendo estados financieros); auditorías frecuentes; y vigilancia de la congruencia entre lo emitido y lo respaldado. Un incumplimiento en este rubro no solo implicaría fraudes o quiebras con perjuicio a miles de usuarios, sino que podría erosionar la confianza en el mercado general de criptoactivos dada la importancia de las *stablecoins* en la liquidez del ecosistema.

4.4 Publicidad, Información al Usuario y Falsas Percepciones.

Otro riesgo jurídico latente es el relativo a la forma en que se promocionan o presentan las *stablecoins* al público y la potencial confusión que ello genere. Debido a su denominación (por ejemplo, “dólar digital”, “moneda estable”), existe el peligro de que usuarios no familiarizados las perciban como equivalentes a depósitos bancarios tradicionales o a moneda de curso legal, cuando en realidad carecen de la misma protección; se trata de una situación de información asimétrica bastante riesgosa. Las autoridades han mostrado especial cuidado en este punto: en México, han reiterado que ninguna criptomoneda, incluidas *stablecoins*, tiene estatus de moneda de curso legal ni poder liberatorio, ni está respaldada por el gobierno. Similarmente, los reguladores estadounidenses, al aprobar la Ley GENIUS, incluyeron disposiciones explícitas para proteger al consumidor frente a publicidad engañosa: se prohíbe a los emisores de *stablecoins* sugerir que sus tokens están garantizados por el gobierno, que son moneda de curso legal o que cuentan con seguro federal (como el seguro de depósito). Esto surge porque, en efecto, las *stablecoins* no están cubiertas por seguros gubernamentales (si un emisor

colapsa, no hay un “FDIC²” que reembolse a los usuarios) ni gozan de respaldo estatal alguno; por ende, cualquier insinuación en contrario constituiría una práctica abusiva.

Adicionalmente, se teme que términos de *marketing* puedan inducir a error: por ejemplo, llamar *stable* a una moneda que luego puede perder paridad, o utilizar nombres como “TrueUSD” o “DigitalDollar” que confieren un “aura” de fiabilidad oficial. Varios países han empezado a exigir que los anuncios o materiales de *stablecoins* incluyan leyendas aclaratorias de riesgo, similares a las advertencias que acompañan a productos financieros tradicionales. Por otro lado, el ecosistema cripto en general, sin ser las *stablecoins* la excepción, se ha visto inundado en ocasiones de esquemas fraudulentos o exageraciones publicitarias (promesas de rentabilidad, dinero seguro, etc.), lo cual compromete la protección del consumidor. La respuesta regulatoria en este aspecto aún se está formulando: podría incluir desde lineamientos de buenas prácticas publicitarias hasta la obligación de entregar prospectos informativos sencillos al usuario debiendo estos de describir, con claridad, la naturaleza y riesgos de la *stablecoin*, pasando por limitar qué tipo de entidades pueden anunciar o vender *stablecoins* al público en general. En síntesis, el reto es educar e informar adecuadamente a los usuarios para que entiendan que, si bien una *stablecoin* puede ofrecer estabilidad y celeridad en operaciones, en relación a una divisa, no deja de ser un instrumento privado sujeto a riesgos operativos y que no cuenta con la garantía absoluta que brinda el dinero emitido por un banco central.

4.5 Custodia de los Activos y Responsabilidades Asociadas.

Finalmente, un aspecto muchas veces pasado por alto, pero crítico, es el de quién y cómo se custodia; tanto las *stablecoins* en manos de los usuarios como de los activos que respaldan a estas. Esto abarca varias aristas:

- **Custodia de las monedas estables por intermediarios:** Muchos usuarios adquieren *stablecoins* a través de plataformas de intercambio u otros proveedores que actúan como custodios de los tokens en nombre de ellos (por ejemplo, conservando las claves privadas en *wallets* propias de la plataforma). Esto plantea la cuestión

de quién es legalmente el propietario de esas *stablecoins* y qué ocurre si la entidad custodio enfrenta problemas. Casos como la quiebra de FTX en 2022 demostraron que, si una plataforma de intercambio colapsa, los clientes pueden perder acceso a sus criptomonedas custodiadas e ingresar a un complejo proceso de reclamos en el concurso mercantil de la plataforma de intercambio. Muchas jurisdicciones aún no definen claramente si los criptoactivos custodiados por una plataforma pertenecen a los clientes (y deben segregarse) o si pasan a ser parte de la masa concursal. La tendencia regulatoria reciente es exigir la segregación de los criptoactivos de los clientes fuera del balance de los intermediarios, lo cual obliga a que se custodie de manera similar a como las casas de bolsa mantienen valores de clientes en cuentas separadas. Esto brinda mayor protección en caso de insolvencia del custodio, pero aún falta armonizar esta práctica en otras jurisdicciones.

- **Custodia de las reservas subyacentes:** Por otra parte, los activos tradicionales que sirven de reserva (dinero *fiat*, bonos, etc.) también deben ser resguardados en alguna institución financiera. Aquí importa quién custodia ese dinero: ¿está en cuentas a nombre del emisor, en fideicomisos independientes, en múltiples bancos? Si las reservas se concentran en un solo banco o entidad, existe un riesgo de contraparte (si ese banco falla, las reservas podrían congelarse, como ocurrió parcialmente con USDC). Idealmente, las reservas deberían mantenerse en entidades de alta solvencia y bajo acuerdos contractuales que las identifiquen como fondos de clientes. Algunos marcos legales proponen habilitar que terceros, como bancos fiduciarios o fideicomisos, actúen como custodios cualificados de las reservas de *stablecoins* bajo supervisión, de modo que el emisor no controle directamente los activos de respaldo. Esto añade una capa de seguridad y transparencia: el custodio tendría la obligación legal de mantener intactos esos activos para redenciones, separado de los activos propios del emisor.
- **Responsabilidad por pérdidas o accesos ilícitos:** En el entorno cripto, la posesión de las claves privadas equivale a la propiedad del

2 La FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*) es una agencia gubernamental de los Estados Unidos que protege los depósitos bancarios de los consumidores en caso de quiebra de un banco.



activo. Si un usuario mantiene sus *stablecoins* en auto custodia (es decir, en su propia *wallet* privada), la seguridad recae totalmente en él, con el riesgo de pérdida de claves o hackeos sin mecanismos de recuperación. En cambio, si confía sus *stablecoins* a un custodio (plataforma de intercambio u otro), trasladará la responsabilidad de la seguridad a ese intermediario. Aquí surgen cuestiones legales: ¿responde el custodio ante eventuales robos de *stablecoins* (por ejemplo, si es hackeado)? ¿Existe algún seguro que proteja estos fondos de clientes? Por ahora, la cobertura aseguradora para criptoactivos es limitada y no equiparable al seguro de depósitos bancarios. Algunas plataformas de intercambio grandes han implementado pólizas privadas para ciertos eventos, pero no es un estándar universal. Por tanto, el usuario de *stablecoins* enfrenta una situación donde debe confiar en la solidez operacional del custodio o asumir él mismo la gestión segura de las claves, con poca claridad jurídica sobre sus derechos en caso de incidentes.

En definitiva, el tema de custodia requiere desarrollar marcos de responsabilidad bien definidos. Las nuevas leyes empiezan a moverse en esa dirección: la Ley GENIUS, por ejemplo, permite que instituciones financieras reguladas custodien las reservas de *stablecoins* siempre que se asegure contractual y contablemente que esos fondos son propiedad de los tenedores de *stablecoins* y no del emisor. Este tipo de medidas, junto con la prioridad legal a los usuarios en caso de insolvencia ya comentada, buscan alinear la realidad jurídica con la expectativa económica del usuario: que sus *stablecoins* estén efectivamente respaldadas y disponibles, incluso, si el emisor o intermediario enfrenta dificultades. Sin embargo, mientras tales normas se implementan globalmente, persiste para los usuarios el consejo básico de “no poner todos los huevos en la misma canasta”, distribuir riesgos, y ser conscientes de que, al tratarse de un campo nuevo, los derechos de propiedad y resarcimiento sobre *stablecoins* y sus fondos subyacentes aún están en proceso de consolidación legal.

5. Panorama Regulatorio: LATAM y EUA

Cada país, ha adoptado una postura distinta frente a las *stablecoins* dependiendo de sus realidades económicas y marcos jurídicos. A continuación, se presenta un breve panorama comparativo en cuatro jurisdicciones clave:

5.1 México:

En México, las *stablecoins* operan en un vacío regulatorio parcial. La Ley Fintech de 2018 reconoció a los “activos virtuales” (criptomonedas) y permitió a las Instituciones de Tecnología Financiera (plataformas de pago electrónico y crowdfunding) hacer uso interno de estos activos, pero dejó la implementación a criterio del Banco de México (Autor Institucional, AAAA). En 2019, el Banco de México emitió la Circular 4/2019 que, en la práctica, prohibió a las instituciones financieras ofrecer criptomonedas (incluyendo *stablecoins*) al público sin autorización expresa, limitando su uso únicamente a operaciones internas entre ellas (Texto Compilado de la Circular 4/2019, 2020). Posteriormente, en 2021, el Banco de México, la Secretaría de Hacienda y la CNBV reforzaron esta postura mediante un comunicado conjunto que reiteró la prohibición a entidades financieras de facilitar al público el acceso a *stablecoins* o cualquier criptoactivo, dada la ausencia de un marco legal específico (Pérez Moreno, 2025). En consecuencia, las *stablecoins* no están integradas formalmente al sistema financiero mexicano: los bancos y *fintech* regulados no pueden intermediar con *stablecoins* hacia clientes. Sin embargo, esto no significa que no se usen plataformas de intercambio internacionales y locales. Estas operan en México bajo la figura de “actividad vulnerable” (sujeta solo a obligaciones antilavado, mas no a una regulación financiera plena). Millones de usuarios mexicanos han accedido a *stablecoins* a través de estas plataformas para remesas, ahorro en dólares y comercio, pero lo hacen bajo su propio riesgo, sin protección específica. Las autoridades han advertido sobre los riesgos (volatilidad, fraude, etc.) y, enfatizado que las *stablecoins* no son moneda de curso legal ni están respaldadas por el Estado mexicano. A la fecha, México no ha promulgado regulación específica para *stablecoins*: no se exige licencia especial a emisores ni se han establecido requisitos de reservas, lo que contrasta con la situación de otras jurisdicciones. Existe un consenso creciente en el sector privado sobre la necesidad de actualizar el marco legal, ya sea reformando la Ley *Fintech* o emitiendo normas nuevas, para brindar certeza y condiciones de competencia equilibrada, dado el auge de estos instrumentos en el mercado local.

5.2 Brasil:

Brasil ha avanzado significativamente en la regulación del sector cripto, incluyendo a las *stablecoins*. En diciembre de 2022, promulgó el Marco Legal de los Criptoactivos (Ley 14.478, 2022), vigente

desde 2023, que estableció al Banco Central de Brasil (BCB) como autoridad principal para regular este ecosistema. Esta ley sentó las bases para la supervisión de plataformas y emisores de activos virtuales, y, en 2024, el BCB llevó a cabo consultas públicas con miras a emitir una regulación específica para *stablecoins* y empresas cripto antes de finalizar ese año (Swiss Info Channel, 2024). La visión regulatoria brasileña entiende que las *stablecoins*, empleadas como medios de pago, se asemejan a la moneda electrónica y, por tanto, deben cumplir exigencias de respaldo e interoperabilidad bajo la órbita del BCB. El presidente del banco central ha señalado que considera a las *stablecoins* activos financieros, cuyo auge podría afectar los flujos de capital y la política monetaria si no se regulan adecuadamente. En la práctica, se espera que Brasil requiera a los emisores de *stablecoins* ligados al real o que operen con usuarios locales para obtener licencias y sujetarse a reglas prudenciales (similares a las de instituciones de pago). Mientras esta normativa detallada se concreta, Brasil ya exhibe un entorno dinámico: varios bancos privados han lanzado productos cripto (uno de los mayores, Itaú, trabaja en su propia *stablecoin*, Real Digital) y el BCB avanza en su CBDC denominada *Drex*, con la mira en habilitar casos de uso integrados con *stablecoins* (Mural, 2025). En síntesis, Brasil adopta un enfoque proactivo y regulado: reconoce el valor de la innovación en *stablecoins*, pero busca encauzarla bajo la supervisión de sus autoridades financieras, por lo que equilibra así el desarrollo e inversión con estabilidad y control.

5.3 Argentina:

Argentina presenta un caso peculiar: es uno de los países con mayor adopción de *stablecoins* por parte del público, pero carece de una regulación específica para las mismas. Impulsados por años de inflación de dos y tres dígitos, y estrictos controles cambiarios, los argentinos han recurrido masivamente a *stablecoins*, vinculadas al dólar como mecanismo de resguardo, para sortear el *cepo* que limita la compra de divisas (Meaños, 2025). En 2023, con una inflación superior al 211% anual y una devaluación del peso del 74%, las *stablecoins* se consolidaron como el principal refugio de valor para individuos y empresas, como consecuencia, desplazaron parcialmente al efectivo y al dólar físico en la economía cotidiana. Sin embargo, este fenómeno se desarrolla en un ámbito desregulado: las plataformas cripto locales e internacionales operan sin licencia financiera específica, más allá de registrarse ante la Unidad de Información Financiera (UIF) para reportar operaciones sospechosas de la-

vado. El Banco Central de la República Argentina (BCRA) y la Comisión Nacional de Valores han emitido alertas reiterando que las criptomonedas (incluidas *stablecoins*) no cuentan con respaldo del BCRA ni protección al inversor, incluso, en 2022, el BCRA prohibió a los bancos ofrecer criptoactivos a sus clientes. Pero, hasta ahora, no se ha dictado legislación concreta que aborde la naturaleza legal de las *stablecoins*, sus requisitos de respaldo o los derechos de los usuarios. Esto genera un contraste: por un lado, Argentina lideró la adopción cripto en Latinoamérica en 2024, con más de USD 90 mil millones en valor recibido, y las *stablecoins* sirvieron para dolarizarse digitalmente frente a la pérdida de confianza en el peso; ese volumen, por otro lado, opera sin marco normativo dedicado, lo que deja interrogantes sobre tributación; controles cambiarios (las *stablecoins* han sido un vehículo para esquivar el cepo oficial); y protección ante fraudes (Meaños, 2025). Hacia el futuro cercano, el panorama regulatorio argentino es incierto: las autoridades podrían optar por incorporar las *stablecoins* dentro de una eventual ley fintech/cripto que se ha venido discutiendo (sin concretarse hasta 2025), o podrían mantener una postura de *wait and see* mientras se definen las políticas macro (por ejemplo, la posible dolarización oficial propuesta por el gobierno actual). En cualquier caso, Argentina ejemplifica la paradoja de un amplio uso práctico de *stablecoins* en ausencia de un andamiaje legal que lo respalde o controle.

5.4 El Salvador:

El Salvador saltó a la fama en 2021 por convertirse en el primer país del mundo en adoptar Bitcoin como moneda de curso legal, mediante la Ley Bitcoin promovida de forma entusiasta por su gobierno. Esa ley declaró al BTC de curso forzoso junto al dólar (moneda oficial desde 2001), obligando a comercios a aceptarlo y al Estado a facilitar su conversión. Adicionalmente, en enero de 2023, El Salvador promulgó la Ley de Emisión de Activos Digitales (LEAD) con el objetivo de establecer un marco legal para la emisión de activos digitales distintos de Bitcoin, incluyendo tokens, *stablecoins*, e, incluso, los futuros “Bonos Volcán” respaldados en Bitcoin. Esta ley creó la Comisión Nacional de Activos Digitales (CNAD) como ente regulador especializado, separado del banco central y de la superintendencia financiera (Hernández, 2024). Bajo este marco, Bitcoin tiene un estatus especial (*legal tender*) y se rige por su propia ley, mientras que otras criptomonedas y *stablecoins* se consideran activos digitales regulados por la LEAD. La CNAD tiene amplias



facultades para autorizar, supervisar y sancionar la emisión de activos digitales y la prestación de servicios sobre ellos. Esto significa que cualquier empresa que quiera emitir una *stablecoin* en El Salvador u operar un intercambio de las mismas debe registrarse en la CNAD. La reforma de 2024 a la LEAD introdujo una definición explícita de *stablecoin* como “un tipo de activo digital diseñado para mantener un valor estable, referenciado o respaldado por una o más monedas fiduciarias u otros activos subyacentes de baja volatilidad” (Hernández, 2024, párrafo 6). Además, introdujo el concepto de “oferta pública de *stablecoins*”, que se entiende para efectos de la ley como la comunicación masiva de una propuesta técnica o comercial para vender *stablecoins* al público. La ley exige que cualquier emisión de *stablecoins* al público en El Salvador sea canalizada como oferta pública autorizada por la CNAD. De hecho, un ejemplo citado es la emisión de USDT (Tether Gold), una *stablecoin* respaldada en oro, que fue autorizada por la CNAD para ofrecerse en El Salvador. Esto demuestra que la CNAD ya está ejerciendo su rol aprobando tokens específicos.

El Salvador está marcando un camino singular: las *stablecoins* se regulan como activos digitales financieros; su emisión requiere registro público ante una comisión especializada; y se fomenta su desarrollo dentro de un entorno legalmente seguro (para el emisor, al menos), con la expectativa de atraer inversiones y posicionar al país como hub cripto. Resta ver cómo funcionan en la práctica estas disposiciones y si logran proteger adecuadamente a los usuarios. Por ejemplo, qué pasaría si una *stablecoin* aprobada pierde la paridad; la ley no prevé seguro, solo divulgación, puede verse que se han implementado bases, cuyo éxito dependerá de otras políticas de desarrollo. Pero, sin duda, la región debe observar de cerca esta “prueba de concepto” salvadoreña.

5.5 Estados Unidos:

Estados Unidos ha pasado en poco tiempo de la incertidumbre regulatoria a un marco legal específico para *stablecoins* de pago. Durante la década de 2010, los emisores de *stablecoins* operaron bajo licencias estatales (como los *trusts* de Nueva York para Paxos o Circle) y la supervisión fragmentada de entes como la FinCEN sin una ley federal diseñada para estos activos (Estrada, 2025). Tras episodios críticos como el anuncio de Libra en 2019 y la caída de TerraUSD en 2022, se generó consenso bipartidista sobre la necesidad de una regulación nacional. El resultado fue la Ley GE-

NIUS, bastante referida en este trabajo, de 2025, la primera ley federal sobre *stablecoins* en EE.UU. Esta legislación, que entrará en vigencia en noviembre de 2026 tras un período de transición, establece que, únicamente, emisores con licencia (denominados *Permitted Payment Stablecoin Issuers*) podrán emitir *stablecoins* referenciadas al dólar. Los emisores autorizados (que pueden ser bancos, compañías fiduciarias o nuevas entidades no bancarias bajo supervisión) deberán cumplir requisitos rigurosos: respaldo permanente 1:1 en activos altamente líquidos (efectivo o *T-Bills*) por cada *stablecoin* emitida; divulgación pública mensual de la composición de reservas y políticas claras de redención; auditorías externas periódicas; prohibición de pago de intereses sobre las *stablecoins* para los tenedores; y adhesión a las leyes federales de prevención de lavado de dinero (BSA), lo cual incluye capacidades tecnológicas para congelar o incinerar tokens en cumplimiento de órdenes legales. Asimismo, GENIUS Act contempla un régimen para emisores extranjeros: podrán ofrecer *stablecoins* en EE.UU. solo si su país tiene una regulación equiparable, si se registran ante la OCC y mantienen las reservas correspondientes en instituciones estadounidenses. En caso de insolvencia de un emisor, la ley garantiza que los tenedores de *stablecoins* tengan prioridad preferente sobre las reservas frente a otros acreedores, por lo que protegen así a los usuarios.

La promulgación de la Ley GENIUS marca un hito global. EE.UU., la economía con el mayor mercado de *stablecoins*, ha optado por integrar estas monedas al sistema financiero formal en lugar de marginarlas. Con ello, se espera dar certeza jurídica a los participantes (por ejemplo, aclarando que una “*stablecoin* de pago” no es un valor ni entra en la definición de depósito bancario tradicional); fomentar la innovación responsable; y fortalecer el rol internacional del dólar, al canalizar la demanda hacia *stablecoins*, totalmente, respaldadas por activos en dólares. Los desafíos ahora radican en la implementación: la coordinación entre reguladores federales y estatales; la expedición de licencias (la adaptación de emisores existentes como Tether, que hasta el momento no ha revelado sus planes frente a la nueva ley); y la vigilancia de riesgos nuevos (por ejemplo, migración de usuarios hacia *stablecoins* descentralizadas no cubiertas por la ley). No obstante, el mensaje de fondo es contundente: las *stablecoins*, nacidas en los márgenes de la banca tradicional, han alcanzado tal relevancia que son objeto de un marco legal dedicado en EE.UU., lo que, probablemente, influenciará las discusiones regulatorias en el resto del mundo.

6. Retos Actuales y Futuros

Dada la naturaleza global y peculiar de estas criptomonedas, que pueden emitirse en una jurisdicción y ser utilizadas instantáneamente en cualquier parte del mundo, han surgido conflictos transfronterizos importantes y quedan numerosas preguntas abiertas por resolver en el debate regulatorio.

Un primer punto de tensión es la posibilidad de arbitraje regulatorio. Si un país impone reglas estrictas a las *stablecoins* (por ejemplo, requiriendo licencias bancarias o limitando su circulación), pero otro mantiene un enfoque laxo, los emisores pueden optar por establecerse en la jurisdicción más permisiva y aun así ofrecer sus *stablecoins* globalmente a través de internet. Esto genera un desafío para los reguladores: ¿cómo hacer cumplir sus normas dentro de fronteras digitales difusas? Un ejemplo actual es Europa vs. otras regiones: la Unión Europea, con su reglamentación MiCA, exigirá autorización y cumplimiento a los emisores de “tokens referenciados a activos” (*stablecoins*), pero algunos proveedores internacionales (notablemente, Tether) han insinuado que podrían simplemente no solicitar licencia en la UE y continuar operando desde el extranjero, atendiendo a usuarios europeos de forma indirecta. Se necesitará cooperación internacional para evitar que las *stablecoins* se desplacen hacia “paraísos regulatorios”, ya que de lo contrario los esfuerzos locales en legislación y otros mecanismos podrían quedar soslayados (Mural, 2025).

Relacionado con lo anterior está la cuestión de la competencia monetaria y la soberanía. Las *stablecoins* predominantemente referenciadas al dólar, por ejemplo, plantean el escenario de una “dolarización digital” espontánea en economías de terceros países. Autoridades y organismos internacionales han advertido que un uso masivo de *stablecoins* extranjeras y/o fijadas a un activo externo podría “minar la soberanía monetaria” de países emergentes, facilitar salidas de capital y entorpecer la eficacia de sus políticas monetarias. De hecho, esta preocupación ha llevado a algunos bancos centrales a acelerar sus proyectos de monedas digitales propias (CBDC) como alternativa bajo control público. No obstante, persiste la interrogante: ¿Podrán las CBDC competir eficazmente con las *stablecoins* privadas? Muchos analistas creen que ambos convivirán, pero, si las *stablecoins* logran mayor innovación y adopción, los bancos centrales podrían verse desafiados para mantener su influencia en los sistemas de pago domésticos (Jones, 2025).

También, existen vacíos legales internacionales: por ejemplo, si un emisor de *stablecoin* radicado en un país entra en insolvencia y llega a afectar a usuarios de decenas de naciones, ¿qué ley concursal aplica y quién representa los intereses de los tenedores extranjeros? La Ley GENIUS de EE.UU. abordó parcialmente esto al requerir que los emisores foráneos que operen en su mercado se sometan a estándares equivalentes y registro, pero, a nivel global, aún no hay un régimen de reconocimiento mutuo claro. El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y otros foros han emitido recomendaciones para un enfoque coordinado sobre las “*Global Stablecoins*”, pero traducir eso en acuerdos vinculantes entre países tomará tiempo.

Por otra parte, se presentan desafíos en materia de supervisión y cumplimiento. Las *stablecoins* facilitan transferencias transfronterizas, haciéndolas casi instantáneas, lo cual es positivo para la economía, pero, a la vez, pueden ser utilizadas para evadir controles cambiarios, regulaciones de lavado de dinero o sanciones internacionales. Las agencias antilavado enfrentan la pregunta de cómo rastrear eficazmente flujos en estas criptomonedas que circulan fuera del sistema bancario tradicional. Si bien la tecnología *blockchain* permite trazabilidad hasta cierto punto, se requieren marcos legales que obliguen la cooperación y el intercambio de información entre jurisdicciones para perseguir delitos financieros que involucren *stablecoins*. Algunas iniciativas, como la mencionada exigencia en EE.UU. de que los emisores tengan capacidad de congelar o incautar fondos a requerimiento legal, apuntan a mitigar usos ilícitos, pero eso, a su vez, conlleva debates sobre la privacidad y el poder de control sobre monedas, supuestamente, descentralizadas.

Finalmente, quedan preguntas abiertas de política económica. Por ejemplo, ¿cómo impactará la proliferación de *stablecoins* en el sistema bancario tradicional? Si grandes masas de dinero salen de depósitos bancarios hacia *stablecoins* (fenómeno conocido como desintermediación), los bancos podrían enfrentar menor base de fondeo para préstamos, a menos que ellos mismos emitan *stablecoins* o adapten su modelo. Reguladores como la Reserva Federal han estudiado este escenario: la Ley GENIUS, anticipadamente, prohíbe pagar intereses sobre *stablecoins*, precisamente, para no competir frontalmente con los depósitos bancarios. Otra pregunta es ¿quién asume el rol de prestamista de última instancia ante una crisis de *stablecoins*? En una crisis bancaria tradicional, los bancos centrales proveen liquidez de emergencia. Sin embargo, si una *stablecoin* importante sufriera una corrida glo-



bal, no está claro si alguna autoridad estaría en posición (o tendría el mandato) de rescatarla, lo que podría agravar el impacto. También, se debate el futuro de las *stablecoins* algorítmicas y las DeFi: si las regulaciones se vuelven muy estrictas para emisores centralizados, ¿migrará la actividad hacia *stablecoins* descentralizadas más difíciles de controlar? Y, en tal caso, ¿cómo se podrá gestionar los riesgos asociados sin frenar la innovación tecnológica?

En conclusión, el fenómeno de las *stablecoins* trasciende fronteras y plantea retos que ningún país puede resolver de forma aislada. Se avecina un periodo en el que los reguladores deberán colaborar internacionalmente para establecer estándares comunes, a la vez que se mantienen ágiles para ajustar las reglas ante un sector en rápida evolución; básicamente diseñando una legislación flexible y colaborativa. Las respuestas a muchas de las preguntas anteriores aún están en construcción. Por ahora, las *stablecoins* continúan operando y creciendo en un marco parcialmente incierto, el cual obliga a encontrar un equilibrio, posiblemente delicado, entre fomentar la innovación financiera global y proteger la estabilidad económica, y la confianza del público en el dinero.

7. Conclusiones

Lejos de ser un fenómeno pasajero, las *stablecoins* se han convertido en un componente fundamental del panorama financiero moderno y han planteado un reto doble: aprovechar su potencial innovador sin comprometer la estabilidad económica ni la protección del usuario. A lo largo de este trabajo hemos visto cómo estas monedas estables ofrecen soluciones reales (pagos más eficientes, inclusión financiera, cobertura frente a la inflación), pero, al mismo tiempo, suscitan inquietudes legales legítimas, desde la definición de su naturaleza jurídica hasta la garantía de sus reservas. Las tensiones identificadas no son menores: reguladores de distintos países deben sopesar la innovación vs. el riesgo sistémico, la libertad económica vs. la seguridad jurídica, y la colaboración global vs. la soberanía nacional en materia monetaria.

En última instancia, el tratamiento regulatorio de las *stablecoins* sigue siendo una cuestión abierta. Algunos países ya dieron pasos firmes hacia normas específicas (como EE.UU. con la Ley GENIUS, o la UE con MiCA), mientras otros aún deliberan o se mantienen en alerta sin acción concreta. Es probable que, en los próximos años, confluyan gradualmente las distintas aproximaciones hacia ciertos estándares comunes internacionales debido a

los esfuerzos de organismos multilaterales y la propia presión del mercado por claridad. Sin embargo, muchas preguntas aguardan respuesta: ¿lograrán las nuevas regulaciones prevenir efectivamente los riesgos sin ahogar la utilidad de las *stablecoins*? ¿Qué papel jugarán los bancos centrales con sus CBDC en un mundo donde las *stablecoins* privadas ya ocupan terreno? ¿Se impondrá un modelo en el que las *stablecoins* estén plenamente integradas al sistema financiero tradicional (bajo supervisión y con posibles seguros), o persistirá un ecosistema híbrido con espacios no regulados? La forma en que gobiernos y entidades internacionales respondan a estos interrogantes definirá el futuro de las *stablecoins* y, en buena medida, el futuro del dinero en la era digital.

Lo que parece indudable es que las *stablecoins* han evidenciado tanto necesidades insatisfechas en el orden financiero actual (transacciones globales más rápidas, demanda de activos estables en entornos volátiles) como los riesgos de avanzar sin redes de contención adecuadas. Encontrar el equilibrio óptimo será clave. Por ahora, la conclusión debe mantenerse abierta: estamos ante una evolución en curso, en la que la normativa irá puliéndose mediante prueba y error, y en la que el diálogo entre innovadores y reguladores será crucial para construir un marco en el que las *stablecoins* puedan aportar valor al sistema financiero de manera segura y sostenible.

Referencias

- Barquero, R. (23 de julio de 2025). *Stablecoins: La aprobación de la GENIUS Act en los E.E. U.U. y su posible impacto en América Latina*. Consortium Legal. https://consortiumlegal.com/2025/07/23/stablecoins-la-aprobacion-de-la-geniusact-en-los-ee-uu-y-su-posible-impacto-en-america-latina/#_ftnref1
- Bitso. (30 de julio de 2025). ¿Cuáles *stablecoins* son reguladas? - Blog Bitso. [https://www.asamblea.gob.sv/sites/default/files/documents/decretos/8EE85A5B-A420-4826-ABD0-463380E2603B.pdf](https://blog.bitso.com/es-mx/cuales-stablecoins-son-reguladas/#:~:text=Sin%20embargo%2C%20es%20importante%20destacar,registro%20y%20presentaci%C3%B3n%20de%20informesLey Bitcoin de 2021 [Asamblea Legislativa de la República de El Salvador]. 9 de junio de 2021. <a href=)
- Estrada, S. (4 de agosto de 2025). *Stablecoins Ganan Terreno en el Ecosistema fintech*. El Eco-

nomista. <https://www.economista.com.mx/sectorfinanciero/stablecoins-ganan-terreno-ecosistema-fintech-20250804-771252.html#:~:text=Seg%C3%BAn%20Fontao%2C%20las%20stablecoins%20destacan,y%20financieras%20con%20m%C3%A9todos%20tradicionales>

Feingold, S. (7 de abril de 2025). *Stablecoins: Por Qué las criptomonedas respaldadas por reservas están en auge*. Foro Económico Mundial. <https://es.weforum.org/stories/2025/04/stablecoins-por-que-las-criptomonedas-respaldadas-por-reservas-estan-en-auge/#:~:text=Las%20stablecoins%20aparecieron%20por%20primera,han%20crecido%20de%20manera%20constante>

Hernández, C. M. (11 de septiembre de 2024). *Changes to the Digital Assets Issuance Law in El Salvador*. Global Financial Integrity. <https://gfinegrity.org/changes-to-the-digital-assets-issuance-law-in-el-salvador/#:~:text=Article%201%20of%20the%20Bitcoin,Notably%2C%20the>

Jones, M. (24 de junio de 2024). *Central Bank body bis delivers Stark Stablecoin Warning* | Reuters. Reuters. <https://www.reuters.com/business/finance/central-bank-body-bis-delivers-stark-stablecoin-warning-2025-06-24/>

Ley GENIUS de 2025. 18 de julio de 2025. D.O. (s.f.). <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/1582/text>

Ley 14.478 de 2022. 22 de diciembre de 2022. D.O. (s.f.). <https://www.mattosfilho.com.br/wp-content/uploads/2022/12/law-no-14478-of-december-21-2022.pdf>

MakerDAO. (2025). El Protocolo Maker: sistema Dai de Colateral Múltiple de MakerDAO. <https://makerdao.com/es/whitepaper/#dai-como-unidad-de-cuenta>

Marcos Méndez, L. E. (12 de enero de 2024). *Así es como las stablecoins se convirtieron en el refugio de la economía argentina*. Expansión. <https://expansion.mx/mercados/2024/01/12/stablecoin-refugio-economia-argentina#:~:text=bitcoin%2C%20es%20que%20el%20volumen,entre%2011%20y%2012%20veces>

Meaños, F. (17 de febrero de 2025). *La Argentina fue el país con mayor uso de Criptomonedas de América Latina en 2024, Con Casi USD 100.000 millones de inversión*. INFOBAE. <https://www.infobae.com/economia/2025/02/17/la-argentina-fue-el-pais-con-mayor-uso-de-criptomonedas-de-america-latina-en-2024-con-casi-usd-100000-millones-de-inversion/#:~:text=Las%20stablecoins%20sirvieron%20adem%C3%A1s%20como,el%20principal%20refugio%20de%20valor%E2%80%9D>

Mural. (17 de julio de 2025). *Principales proveedores de stablecoin EN LATAM: Comparando Costos, Velocidad Y Liquidez (2025)*. <https://www.muralpay.com/es/blog/top-stablecoin-providers-in-latam-comparing-costs-speed-and-liquidity>

Otychenko, I. (31 de enero de 2025). *Stablecoin landscape: What 2024 reveals about 2025?* CEX.I. https://blog.cex.io/ecosystem/stablecoin-landscape-34864?utm_source

Pérez Moreno, J. (2 de julio de 2025). *Stablecoins en México: La urgencia de una regulación ante El Auge de los pagos transfronterizos*. BGBG. <https://bgbg.mx/stablecoins-en-mexico-la-urgencia-de-una-regulacion-ante-el-auge-de-los-pagos-transfronterizos/#:~:text=Asimismo%2C%20no%20existe%20claridad%20sobre,activo%20digital%20o%20moneda%20extranjera>

Quirós, F. (27 de agosto de 2025). Bitso Business Presentó El Informe “Panorama de las stablecoins en América Latina.” <https://es.cointelegraph.com/news/bitso-business-presento-el-informe-panorama-de-las-stablecoins-en-america-latina>

Reuters. (6 de febrero de 2025). Brazil's Galipolo sees surge in crypto use, says 90% of flow tied to stablecoins. <https://www.reuters.com/technology/brazils-galipolo-sees-surge-crypto-use-says-90-flow-tied-stablecoins-2025-02-06/>

Banco de México, Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). *Banco de México, SHCP y CNBV advierten sobre riesgos de utilizar activos virtuales*. <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y>



prensa/miscelaneos/%7B56A7FE3D-C30E-86ED-E5C9-D9876D47D21E%7D.pdf

SwissInfoChannel. (20 de mayo de 2024). El Banco Central Brasileño Completará El Reglamento de las criptomonedas a finales de año. <https://www.swissinfo.ch/spa/el-banco-central-brasile%C3%B1o-completar%C3%A1-el-reglamento-de-las-criptomonedas-a-finales-de-a%C3%B1o/78115017#:~:text=Tras%20la%20segunda%20consulta%2C%20que,entidades%20que%20trabajan%20con%20criptoactivos>

Texto Compilado de la Circular 4/2019. 30 de septiembre de 2020. D.O. No. 158.

<https://www.banxico.org.mx/marco-normativo/normativa-emitida-por-el-banco-de-mexico/circular-4-2019/%7BACDFD34F-1226-1893-52EE-D87A28645384%7D.pdf>

YahooFinance. (7 de agosto de 2025). *Tether (USDT) es la stablecoin más grande por capitalización de mercado. Pero, ¿Es una buena compra?: Yahoofinance En Gate Square*. Gate.com. <https://www.gate.com/es/news/detail/12852814>

El auge de las *stablecoins* y avances en su regulación

The rise of *stablecoins* and advances in their regulation

— Valentín Ibarra Melero* y Ernesto Silva González** —

Resumen

El artículo analizará el reciente auge de los activos virtuales y, específicamente aquellos denominados *stablecoins*, por encontrarse respaldados o referidos al valor de una divisa.

Se proporcionará un análisis de la reciente reforma publicada por Estados Unidos denominada “Genius Act” que pretende regular y promover el uso de las *stablecoins*, reforzando su posición de Estados Unidos como el mayor centro financiero y otorgando una participación importante al sector bancario.

Asimismo, se hará una breve recapitulación de la forma en la que este tipo de activos se encuentran regulados en México y América Latina y las lecciones que la región puede aprender de la legislación de vanguardia publicada en Estados Unidos de América.

Palabras clave

Activos virtuales, criptomonedas, *stablecoins*, monedas estables, bitcoin, regulación financiera, Genius Act.

Abstract

The article will analyze the recent rise of virtual assets, specifically those known as *stablecoins*, as they are backed by or pegged to the value of a currency.

It will include an analysis of the recent reform enacted in the United States of America, known as the “Genius Act,” which seeks to regulate and promote the use of *stablecoins*, strengthening the United States’ position as the largest financial center and granting significant participation to the banking sector.

Likewise, a brief overview will be given of the way in which this type of asset is regulated in Mexico and Latin America, as well as the lessons the region can draw from the cutting-edge legislation enacted in the United States of America.

Keywords

Virtual assets, cryptocurrency, *stablecoins*, bitcoin, financial regulation, Genius Act.

* Valentín Ibarra cuenta con más de 20 años de experiencia en prevención de controversias y litigio fiscal, representando a empresas nacionales e internacionales en casos complejos. Su perfil multidisciplinario le permite asesorar en sectores como fintech, medios y telecomunicaciones.

Es catedrático de derecho fiscal en la Universidad Panamericana y el Instituto Tecnológico Autónomo de México, y ha sido profesor de Derecho de la Tecnología Financiera. Ha publicado artículos, coautorado libros y participado como ponente, siendo reconocido por Chambers & Partners y Legal 500.

** Ernesto Silva es asociado en Chevez Ruiz Zamarrípa, donde asesora fiscalmente a corporaciones locales y globales y participa en negociaciones complejas con autoridades. Con más de 10 años de experiencia, atiende casos ante Juzgados de Distrito, Tribunales Federales y la Suprema Corte.

Su práctica incluye derecho de la tecnología y medios, asesorando en temas Fintech, autorizaciones regulatorias y soluciones tecnológicas. Ha publicado artículos especializados y es egresado de la Universidad Panamericana, con un LL.M. por Queen Mary University of London; además, fue profesor en el CIDE.

I. Introducción

La introducción del bitcoin en 2009, como una alternativa para realizar transferencias *peer to peer* de forma electrónica sin la necesidad de contar con la participación de bancos u otros terceros de buena fe, revolucionó el mundo financiero. Sin embargo, debido a la alta volatilidad que adquirió el bitcoin y los activos virtuales del mismo tipo, su uso como medios de cambio se encontró limitado.

Fue en este contexto que se crearon las *stablecoins*, criptomonedas diseñadas para mantener un valor estable con base en monedas fiduciarias, *commodities* o incluso algoritmos. Su diseño busca minimizar las diferencias extremas en su valor que dificultan su uso como medio de pago. Esto les ha permitido convertirse en una herramienta cada vez más relevante para usuarios comunes que buscan realizar transacciones electrónicas con rapidez, bajos costos y certidumbre.

Estados Unidos ha asumido un papel protagónico ante un panorama regulatorio que se ha quedado atrás y que, en la mayor parte de los casos, no diferencia legalmente entre las criptomonedas tradicionales y este nuevo tipo de activos virtuales. Tras años de iniciativas legislativas fallidas, el gobierno de Estados Unidos finalmente promulgó el Genius Act, un marco legal de vanguardia que define, regula y limita la emisión de las denominadas *stablecoins* de pago. El Genius Act establece requisitos de reservas, transparencia y protección al consumidor, y abre la puerta a la participación regulada del sector bancario, al tiempo que fija condiciones para emisores extranjeros que deseen operar en su mercado.

Como será analizado, en América Latina, el panorama es distinto. En esta región, las *stablecoins* no han crecido como resultado de un marco regulatorio adecuado, sino como respuesta a necesidades inmediatas de su población, consistentes en obtener medios de ahorro frente a la inflación, realizar pagos con facilidad y a bajo costo. Países como México, El Salvador, Brasil y Argentina han adoptado legislaciones relacionadas con activos virtuales, pero en la mayoría de los casos no existe un tratamiento diferenciado para las *stablecoins*. La consecuencia es que exista una adopción importante en algunos sectores privados, pero sin que se brinde certeza jurídica y suficiente protección para los usuarios. La falta de regulación en América Latina, de igual forma, imposibilita que en dichos países surjan emisores de activos virtuales que puedan entrar a un mercado tan crucial como el estadounidense.

II. El Auge de las *Stablecoins* - Contexto Histórico y Razones Económicas

La forma en la que los seres humanos pagan por bienes y servicios se ha encontrado en constante evolución. Desde la invención de las primeras monedas en el siglo VII a .C. hasta el surgimiento de los bancos modernos en el siglo XVII, siempre se ha buscado la forma más segura y eficiente de transferir recursos. La consolidación del sector bancario conllevó que individuos y compañías dependieran cada vez más de estas instituciones financieras para realizar transacciones entre ellos, circunstancia que se vio acentuada con el surgimiento de la banca digital y el uso decreciente del dinero en efectivo.

Una de las funciones más importantes de los bancos es llevar a cabo transferencias de dinero entre cuentas. Los bancos actúan como terceros de buena fe en innumerables transacciones, actualizando los saldos depositados en las cuentas bancarias a través del registro de crédito o débito, según corresponda. Los usuarios del sistema financiero tradicional cuentan con la certeza de que podrán depositar su dinero de forma segura en instituciones bancarias y realizar transferencias a otros usuarios de forma exitosa.

Durante mucho tiempo, los bancos eran la única opción para llevar a cabo transferencias de recursos, con excepción de aquellos casos en los que una persona entregaba directamente a otra una cantidad de dinero físico. Esto es, para realizar cualquier pago, se tenía la opción de físicamente entregar una cantidad de moneda circulante o bien, acudir a una institución financiera para que llevara a cabo esta transferencia. En caso de que se deseara transferir recursos de forma electrónica, no existía otra opción más que utilizar los servicios que ofrecía la banca.

Sin embargo, esto cambió en 2009 cuando Satoshi Nakamoto lanzó el primer sistema de pagos *peer to peer* que permitía realizar la transferencia de activos virtuales a través de una plataforma completamente descentralizada. Este sistema se encuentra basado en tecnología *blockchain*, que es administrado por sus usuarios sin la necesidad de un servidor centralizado, como aquel administrado por un banco. Por primera vez en la historia, existía una nueva opción para llevar a cabo una transferencia de recursos de forma electrónica sin la necesidad de un tercero de buena fe que validara estas transacciones.

Según el *whitepaper* publicado por Satoshi Nakamoto, este sistema *blockchain* se aleja de los sistemas basados en confianza que administran los bancos y se basa en pruebas de trabajo criptográficas



y el consenso entre los usuarios administradores (Nakamoto, 2008). El sistema *blockchain* funciona en la medida en que cada usuario administrador mantiene una cadena con información de las transacciones que históricamente se hayan realizado en el sistema.

El consenso entre los usuarios respecto de la información que cada uno mantiene, otorga fe a los usuarios de que los saldos son actualizados de forma correcta por el sistema en su conjunto. Estos administradores compiten entre ellos para validar las transacciones realizadas en la *blockchain* y reciben como recompensa un activo virtual o criptomoneda denominado “bitcoin” que “minan” del propio sistema o bien, cobran como comisión por realizar la transacción.

El bitcoin fue concebido como un medio de cambio fungible que debía funcionar de forma similar a una moneda *fiat*. El objetivo era que los usuarios realizaran transacciones entre ellos sin la necesidad de algún banco, utilizando el bitcoin como medio de pago. Según lo señalado por Satoshi Nakamoto, una de las características de este activo virtual era que, debido a que el propio sistema únicamente crearía un número limitado de activos en circulación, el bitcoin tendría un efecto anti-inflacionario.¹ En la medida en que el bitcoin adquirió popularidad, diversos comercios importantes como Microsoft, Tesla y Paypal comenzaron a aceptar bitcoin como forma de pago de forma adicional a dinero.

El bitcoin fue el primer activo virtual o criptomoneda que funcionara a partir de un sistema *blockchain*. Casi 2 años después de su lanzamiento, se crearon otros activos similares como el Namecoin y el Litecoin. Posteriormente, en 2015, fue lanzado el Ether, cuya plataforma de *blockchain* denominada Ethereum permitía realizar funciones adicionales, como la celebración de “*smart contracts*” o contratos con funcionalidades de ejecución automatizada.

Desde ese entonces, innumerables activos virtuales han sido lanzados con distintas características. Algunos, como el bitcoin, tienen un límite en cuanto a la cantidad de activos en circulación que pueden ser creadas, mientras que otros como el Ether, Monero o Doge no cuentan con tal limitación.

Algunos activos virtuales son emitidos y administrados de forma completamente descentralizada (bitcoin), mientras que otros, como el Ripple, si bien son emitidos y administrados por distintos nodos –conservando el carácter descentralizado del sistema–, un solo dueño se encarga de la administración de la totalidad de dichos nodos.

Aún y cuando uno de los objetivos de los activos virtuales era funcionar como medio de pago para la compra de bienes y servicios, la popularidad que rápidamente alcanzaron este tipo de bienes y el hecho de que su valor dependía solamente de la oferta y la demanda, generó que su valor se volviera extremadamente volátil.

A manera de ejemplo, consideremos la fluctuación de valor que ha tenido el bitcoin durante su historia. En 2011, el bitcoin pasó de un dólar a \$29.60 dólares, lo que representó un incremento de casi tres mil por ciento en menos de seis meses.

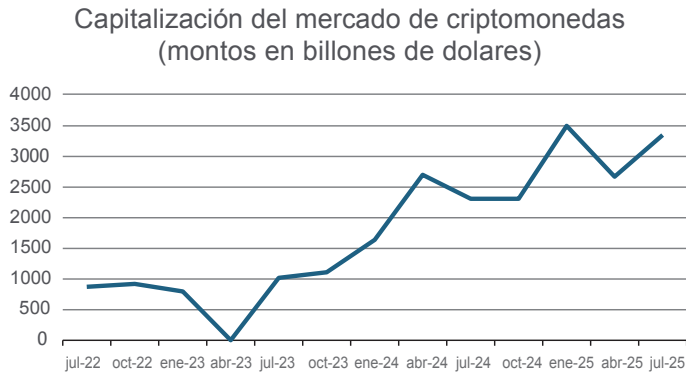
En diciembre de ese mismo año, sufrió una caída considerable perdiendo el 85% de su valor para cerrar alrededor de \$5 dólares. Posteriormente, el valor del bitcoin continuó creciendo y pasó de los \$100 dólares durante el primer cuarto de 2013, hasta los \$1,000 dólares en noviembre y cayendo hasta los \$300 en diciembre de 2015.

Este ciclo de enormes ganancias y pérdidas continúa repitiéndose hasta la fecha. Desde máximos históricos de \$19,188 dólares en 2017 a caídas importantes durante la pandemia que redujeron su valor a tan sólo \$3,900 dólares en diciembre de 2020 y posteriormente un periodo de recuperación importante que llevó el precio a \$40,000 en 2021 y \$110,000 en 2025.

La extrema volatilidad no ha sido un fenómeno exclusivo del bitcoin, sino que es algo que experimentan la mayor parte de activos virtuales de su tipo. En efecto, activos populares como el Ether, Ripple, Monero, Litecoin y Doge han experimentado una volatilidad similar o en algunos casos mayor que la del primer criptoactivo. Esto puede advertirse de la siguiente gráfica que muestra una evolución de la capitalización del mercado de activos virtuales que refleja la volatilidad del mercado de criptomonedas de forma conjunta²:

1 Véase Nakamoto (2008).

2 Para mayor información, véase los datos según información histórica publicada por CoinMarketCap: <https://coinmarketcap.com/charts/>



Una de las características más importantes de las monedas *fiat* es que deben conservar su valor en el tiempo para poder cumplir de manera efectiva sus funciones como medio de intercambio, unidad de cuenta y depósito de valor. Es por ello que uno de los objetivos más importantes de los Bancos Centrales es intentar mantener niveles adecuados de inflación.

En ocasiones en las que una moneda no conserve su valor y se ve afectada considerablemente por factores como la inflación, hemos visto que la gente tiende a buscar otros activos alternativos para depositar su riqueza tales como el oro u otros *commodities*, y también acude a otras monedas con un valor más estable para llevar a cabo transacciones (casos de dolarización de economías).

La alta volatilidad de los activos virtuales ha tenido como consecuencia que éstos, en muchas ocasiones, no se utilicen como medio de pago por el público en general, pues resulta riesgoso para las personas confiar en la estabilidad de su precio para realizar compras futuras. Es por esto que comúnmente los activos virtuales han sido considerados como bienes para invertir y generar ganancias, circunstancia que a su vez, ha aumentado su volatilidad. De ahí que aún cuando los activos virtuales muchas veces han sido creados como un medio para sustituir a las monedas *fiat*, la realidad es que el público les ha otorgado un uso distinto.

Debido a esto, persistió en la práctica el problema que quiso solucionar Satoshi Nakamoto con la invención del bitcoin y de los sistemas *blockchain*, que es contar con una alternativa para realizar transacciones sin la necesidad de que un tercero de buena fe (bancos) las procese y/o administre el registro de cuentas de cada persona.

Para solucionar el problema que los primeros activos virtuales no pudieron solucionar, se creó un nuevo tipo de criptomoneda denominado “*stablecoin*” o

“*moneda estable*” que es un activo virtual –un registro en el sistema *blockchain*– cuya característica distintiva es la estabilidad de su valor. Estas *stablecoins* mantienen su valor de las siguientes formas:

- a) Las *stablecoins* pueden conservar su valor al mantener paridad con alguna moneda *fiat*. La primera *stablecoin* en ser creada, llamada “Tether” mantiene paridad de 1:1 con el dólar de Estados Unidos, lo cual implica que su valor dependerá completamente del valor de dicha moneda.

Otras *stablecoins* pueden mantener paridad con otros tipos de activo distintos de las monedas *fiat*, normalmente *commodities* como el oro, como ocurre con los casos de PAX Gold (una onza de oro por cada criptomoneda), el petróleo como el caso de Petro (moneda creada por el gobierno venezolano) o incluso productos agrícolas como granos (e.g. trigo) o verduras (e.g. aguacate).

La paridad de los activos virtuales con monedas *fiat* o *commodities* teóricamente se mantiene con el hecho de que el emisor de la moneda adquiere el monto de moneda *fiat* o *commodity* correspondiente a cada criptoactivo que es emitido con la finalidad de mantener la reserva correspondiente. La falta de regulación y supervisión gubernamental en muchos mercados implica que esto muchas veces no se cumpla.

- b) Las *stablecoins* que se encuentran respaldadas teóricamente pueden ser canjeadas por el emisor para obtener una cantidad del activo subyacente, para lo cual se exige comúnmente que el monto a intercambiar cumpla con un mínimo estándar y también que se realice el pago de una comisión.

Las *stablecoins* también pueden mantener su valor al estar respaldadas con otras criptomonedas.



nedas, tomando ventaja de la existencia de *smart contracts*, como aquellos que permite la red de Ethereum. En estos casos, con la emisión y venta de una criptomoneda se adquiere una cantidad de otro criptoactivo regular como Ether o bitcoin con un valor menor a la stablecoin emitida.

Por ejemplo, \$1,000 de bitcoin es adquirido para la emisión de \$500 de la *stablecoin*, existiendo un monto colateral de \$500 que sirve para proteger al inversionista en caso de que exista una fluctuación a la baja importante. En caso de que dicha fluctuación llegue a un monto mínimo predeterminado, se ejecuta el contrato para vender la criptomoneda que se mantiene en reserva y asegurar un grado de protección.

- c) Algunas *stablecoins* también pueden mantener su valor a través de algoritmos. A diferencia de los ejemplos antes vistos, este tipo de activos virtuales no mantienen una reserva de moneda *fiat*, *commodity* o de algún otro tipo de criptomoneda. Un algoritmo administra la cadena *blockchain* y considera la oferta y demanda que existe sobre el precio de la *stablecoin* para tomar medidas que disminuyan su volatilidad.

En caso de que exista sobredemanda, el algoritmo crea automáticamente activos virtuales adicionales, lo que resulta en un contrapeso de oferta que equilibra el precio. Si existe una baja en el precio por movimientos de mercado, el algoritmo procede a comprar *stablecoin* con preferencia sobre otros usuarios, aumentando el precio al equilibrio deseado. En caso de que no existan recursos disponibles para que el algoritmo ejecute las operaciones de compra, se crea una especie de títulos valor, que son utilizados como medio de pago en las transacciones, convirtiendo a los vendedores en accionistas del sistema que se beneficiarían con la emisión de monedas adicionales en caso de expansión del sistema.

Debido a su estabilidad, las *stablecoins* son útiles para realizar transacciones tal como era la intención del creador del primer activo virtual. Al encontrarse directamente en la *blockchain*, la transferencia de recursos de un usuario a otro puede hacerse con facilidad y a menor costo, sobre todo tratándose de transferencias de recursos internacionales, pues no existe la necesidad de pagar altas comisiones que comúnmente cobran los bancos, ni esperar los tiempos de procesamiento que en algunos casos

puede hacer que la transferencia se demore significativamente.

Así, las *stablecoins* cuentan con la ventaja de ser activos virtuales que funcionan dentro de un sistema *blockchain*, pero sin la volatilidad de las criptomonedas tradicionales. Es por estas particularidades que los *stablecoins* han alcanzado cada vez mayores niveles de popularidad, particularmente en países en donde existen niveles de inflación elevados como Argentina. En 2025, este tipo de activos experimentaron un crecimiento acelerado, alcanzando una capitalización de mercado de \$251 billones de dólares (Elad, 2025).

Las *stablecoins* cuentan con características que las hacen cualitativamente distintas a los activos virtuales tradicionales. Es por ello que ha resultado necesaria la creación de regulación que específicamente atiende este tipo de monedas, para otorgar un nivel de certeza y protección para las personas que realizan transacciones con dichos activos e incentivar su uso.

En los próximos apartados se detallará brevemente la evolución regulatoria de activos virtuales que se dio en los Estados Unidos y que ha culminado en la publicación del “Genius Act” como referente legislativo para el uso de las *stablecoins*.

III. Evolución legislativa en Estados Unidos para activos virtuales – desde el FinCEN Token Taxonomy Act hasta el Genius Act

La regulación de los activos virtuales ha variado significativamente. Alrededor del mundo, se han tomado toda clase de medidas para regular (o conscientemente mantener un mercado no regulado) el uso de criptoactivos. Podemos ver ejemplos de países en donde se reconocieron a activos como el bitcoin como moneda de curso legal dentro de su territorio e incluso mantener reservas importantes del mismo, tal como ocurrió en el caso de El Salvador; a posturas intermedias como los casos de Japón y Alemania que reconocieron en un inicio, al bitcoin y posteriormente, a otros tipos de activos virtuales como medios de pago; hasta posturas restrictivas como la de China en donde se implementó una prohibición general en la minería, actividades de *trading* y la realización de operaciones con activos virtuales por parte del sector financiero.

Estados Unidos, debido a su importancia económica y siendo el origen de una parte importante

de los activos virtuales en uso, siempre ha sido un referente para la regulación de activos virtuales.

La primera normatividad emitida por el gobierno de Estados Unidos fue la Guía FinCEN publicada en 2013 por la *Financial Crimes Enforcement Network*; una administración federal del Departamento del Tesoro de Estados Unidos que realiza funciones de vigilancia para combatir delitos financieros incluyendo el lavado de dinero y el financiamiento al terrorismo. El objetivo de estas normas era precisamente el establecer que los *Money Services Businesses*, que engloban los llamados “*exchanges*” de criptomonedas, así como otros procesadores de pagos, se encontraban sujetos a las reglas anti-lavado de dinero y financiamiento al terrorismo, señalando que estos activos no tendrían curso legal en Estados Unidos, pero que se asimilaban a dinero para los efectos de las reglas de vigilancia financiera.

Poco tiempo después, la *Securities and Exchange Commission* o “SEC” comenzó a utilizar el Howey Test (establecido en un precedente de la Suprema Corte de Justicia estadounidense) para determinar si un activo virtual debe ser clasificado como un *security* o título valor para efectos legales. El test señala que un activo es en realidad un título valor si implica:

1. Una inversión monetaria en un negocio.
2. Los inversionistas esperan un retorno.
3. Los beneficios obtenidos (por los inversionistas) dependen del trabajo de terceros.

Con base en el Howey Test, el gobierno de Estados Unidos clasificó a diversos activos virtuales como *securities* para efectos legales e impuso las sanciones correspondientes a emisores (como en el caso de DAO), debido a que la emisión de este tipo de activos es una actividad altamente regulada.

Con lo anterior podemos advertir que, en los primeros años de la década de los 2010s, la rama del Ejecutivo del gobierno federal de Estados Unidos se vio obligado a crear sus propias reglas administrativas aplicables a los activos virtuales, debido a que el Congreso Federal no había creado actos formalmente legislativos para regular estas actividades.

Sin embargo, la normatividad emitida en materia de activos virtuales no distinguía entre las criptomonedas tradicionales y las *stablecoins*. Las reglas de combate a delitos financieros, obligaciones de KYC aplicables a los *exchanges* y otras entidades del

sistema financiero resultaban aplicables de forma general a operaciones que utilizaran cualquier tipo de criptoactivo y la única característica distintiva que conllevaba un tratamiento legal diferente consistía en si el activo encuadraba dentro de la definición de un *security*.

La evolución formalmente legislativa en Estados Unidos avanzó de forma lenta y en un inicio sin muchos resultados. En 2018, se introdujo la primera iniciativa de ley en el Congreso Federal de Estados Unidos con el *Token Taxonomy Act*, el primer proyecto de legislación que establecía una clasificación formal de los activos virtuales que deben considerarse como *securities* y sus diferencias con los *tokens* digitales y otras criptomonedas.

A esto siguió en 2022, otra iniciativa de ley denominada *Responsible Financial Innovation Act* que clasificaba a los activos virtuales como *commodities*, proponía una regulación en materia fiscal en esta rama y, de forma relevante, por primera vez diferenciaba a los *stablecoins* de otro tipo de activos virtuales.

En 2023, también fue presentada ante el Congreso la iniciativa de ley *Clarity for Payment Stablecoins Act*, que proponía la creación de regulación federal para el uso y la emisión de *stablecoins*, estableciendo como requisitos el que los emisores de este tipo de activos deben mantener reservas 1:1 entre el activo virtual y el bien subyacente. También se prevé que los bancos y otras instituciones puedan participar como emisores de *stablecoins* en caso de que obtengan una licencia del gobierno federal y prevé mecanismos de supervisión gubernamental.

Pese a los esfuerzos de algunos congresistas norteamericanos para crear un cuerpo legislativo completo que regulara los activos virtuales en general en un inicio y, posteriormente, las *stablecoins* de forma específica, las iniciativas propuestas no tuvieron éxito y se quedaron en discusiones internas, sin salir a votación en alguna de las cámaras.

Así, no fue sino hasta 2025, diez años después de que surgieran las primeras *stablecoins*, que el gobierno de Estados Unidos publicó por primera vez legislación tendente a regular este tipo de activos. En julio de 2025, el presidente Donald Trump firmó el Decreto para publicar el *Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act*, también mejor conocido por su acrónimo “Genius Act” el cual se ha convertido en un referente de la regulación de las *stablecoins*.



IV. El Genius Act como un referente en la regulación de las *stablecoins* de pago

El Genius Act proporciona un marco legal que engloba numerosos aspectos relacionados con los denominados *stablecoins* de pago, incluyendo disposiciones legales que definen su naturaleza jurídica, que regulan la emisión de este tipo de activos ya sea por parte de emisores nacionales o internacionales, medidas protección a usuarios, requisitos de transparencia, requisitos de mantenimiento de reservas, ámbitos de regulación estatal y federal, participación del sector bancario, entre otras.

A continuación, se analizarán las medidas más importantes de este ordenamiento de vanguardia.

¿Qué son y qué no son las *stablecoins* de pago?

En primer lugar, el Genius Act define a las *stablecoins* de pago como un activo digital que es diseñado para mantener un valor estable relativo a una unidad fija de medida; es redimible uno a uno con moneda legal de los Estados Unidos, se transfiere utilizando tecnología *blockchain*, y es utilizada, o se debe usar como un medio de pago o para saldar deudas.

De forma importante, el Genius Act señala que las *stablecoins* de pago no son consideradas como *securities*, por lo que dichos activos virtuales y sus emisores no deben cumplir con las numerosas obligaciones que existen en materia de valores en Estados Unidos. Sin embargo, el Genius Act señala que la emisión de *stablecoins* es una actividad prohibida para cualquier tipo de individuo o institución a menos que se cuente con una autorización que es otorgada solamente a instituciones específicas.

Es importante señalar que el Genius Act resulta aplicable específicamente para las *stablecoins* de pago que son aquellas definidas anteriormente y que se encuentran respaldadas específicamente por unidades de medida (en caso de *stablecoins* emitidas en Estados Unidos, por dólares o instrumentos financieros denominados en dicha moneda). Como fue señalado con anterioridad, existen otros tipos de *stablecoins* que no son respaldados por monedas *fiat* sino por algoritmos o otros bienes (por lo general *commodities*), como el oro. Este tipo de *stablecoins*, no son consideradas como *stablecoins* de pago por el Genius Act y, por lo tanto, no son sujetos a sus disposiciones.

Esto es relevante, pues aún y cuando los emisores de *stablecoins* no clasificadas como “de pago” no deben de cumplir con las obligaciones específicas del Genius Act sino solamente aquellas que hasta el momento han sido publicadas en materia de activos virtuales (como la Guía FinCEN antes señalada), ello implica que los usuarios que realizan operaciones con ellas tampoco quedan cubiertos por los estándares de cumplimiento exigidos a los emisores (en materia de reservas, obligaciones de transparencia, entre otras que se detallarán más adelante), ni medidas de protección como aquellas otorgadas por el gobierno en caso de insolvencia. Asimismo, los emisores de este tipo de *stablecoins* podrían quedar sujetos a la regulación en materia de valores en caso de que resulte aplicable.

¿Quién puede emitir *stablecoins* de pago en Estados Unidos?

En materia de emisión de *stablecoins*, se establece que solamente tres tipos entidades autorizadas podrán emitir *stablecoins*. El primer tipo lo comprenden empresas subsidiarias de las llamadas instituciones depositarias aseguradas, que son instituciones bancarias o de ahorro que se encuentran facultadas para recibir depósitos asegurados por el *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*; una agencia del gobierno federal que protege el ahorro bancario.

Podemos advertir que, de conformidad con la sección 2(23)(A): del Genius Act, los bancos no serán quienes directamente emitan *stablecoins*, sino que podrán hacer estas actividades a través de subsidiarias establecidas para tales efectos. Dicha circunstancia otorga a los bancos la oportunidad de participar como un jugador importante en la emisión de *stablecoins*, pero no de forma directa, con el fin de aislar cualquier riesgo inherente a las operaciones realizadas con *stablecoins* del resto de las actividades que realiza el banco, como la administración de depósitos en moneda *fiat* del público en general.

El segundo tipo de entidades que pueden emitir *stablecoins* son emisores calificados autorizados por el gobierno federal de Estados Unidos. Estas son instituciones incorporadas conforme a legislación de Estados Unidos, distintas de instituciones bancarias, y que obtienen autorización para emitir *stablecoins* por parte del Departamento del Tesoro.

La autorización federal será otorgada siempre y cuando la institución cumpla con ciertos requisitos, dentro de los cuales se encuentra contar con un plan de negocios determinado, mantener estatutos

para que la empresa cumpla con estándares de gobierno corporativo, protección del consumidor, ciberseguridad y reglas antilavado.

Finalmente, el tercer tipo de entidades lo comprenden instituciones calificadas y autorizadas por los gobiernos estatales de Estados Unidos, siempre y cuando no emitan *stablecoins* por un monto mayor a 10 billones de dólares y el Departamento del Tesoro no haya prohibido que los Estados lleven a cabo estas funciones de supervisión.

Si bien las instituciones estatales deben de cumplir con aquellas obligaciones establecidas por los estados, también deben de cumplir con las obligaciones y requisitos previstos en el Genius Act, al igual que las instituciones autorizadas federalmente y las subsidiarias de instituciones depositarias aseguradas. Estas obligaciones y requisitos tienen la finalidad de que los emisores de *stablecoins* cuenten con supervisión similar a la de otras instituciones financieras, para salvaguardar los intereses de los usuarios y el sistema financiero en su conjunto.

¿Qué obligaciones deben de cumplir los emisores de *stablecoins* de pago?

El Genius Act establece que los emisores de *stablecoins* deben de cumplir con numerosos requisitos.

Reservas: La institución debe demostrar ante el gobierno federal que cuenta con reservas uno a uno (como mínimo) del activo subyacente. Estas reservas deben ser identificables y comprender:

- i) Dólares estadounidenses o cantidades depositadas en algún banco de la Reserva Federal;
- ii) Fondos depositados en alguna institución depositaria asegurada que puedan ser retirados en cualquier momento o títulos valor (acciones) depositadas en alguna institución depositaria asegurada; o
- iii) Bonos, notas o cartas de la Tesorería Federal que cumplan con ciertas características en cuanto a plazo de vencimiento, o cualquier otro activo líquido aprobado por la autoridad competente.

Estas reservas deben ser publicadas de forma mensual por los emisores y deben incluir el monto total de las *stablecoins* emitidas y el monto y composición de las reservas, incluyendo la ubicación geográfica del lugar en donde se custodian cada uno de los instrumentos que forman parte de las mismas. Dichos reportes deben de ser certificados por

el CEO y CFO del emisor, y examinados por una firma de contadores públicos registrada.

Redención: De conformidad con el Genius Act, la institución emisora debe contar con evidencia de que puede llevar a cabo el canjeo o redención de estos activos a cambio de *stablecoins* en tiempo. Para estos efectos, resulta necesario que publiquen sus políticas de redención estableciendo de forma clara los procesos para el canjeo y redención de *stablecoins* contra el activo subyacente, cualquier tipo de cuotas asociadas para la compra o redención de los activos virtuales.

Las instituciones, de igual forma, deben someterse a auditorías y deben emitir reportes de transparencia respecto de sus reservas, controles, redención de activos, entre otras circunstancias.

Cumplimiento de reglas antilavado: El Genius Act establece que los emisores de *stablecoins* se consideran como instituciones financieras para efectos de las leyes de lavado de Estados Unidos. Por ende, cuentan con la obligación de cumplir con las reglas de antilavado incluyendo requerimientos de KYC, reporte de actividades sospechosas, monitoreo de transacciones continua, entre otras.

Medidas de protección: Una de las características de las *stablecoins* de pago frente a otro tipo de *stablecoins* y activos virtuales, son las medidas de protección otorgadas por la ley. Una de ellas es protección en caso de insolvencia del emisor, consistente en que los tenedores de las *stablecoins* de pago tendrán prioridad (prorrataada) por encima de los créditos que mantengan otras personas respecto de las reservas que se mantengan. De igual forma, los usuarios cuentan con el derecho de exigir que sus *stablecoins* sean redimidas de acuerdo a las políticas publicadas por los emisores, así como las comisiones que en su caso sean aplicables.

¿Cuáles son las reglas para emisores de *stablecoins* de pago internacionales?

Debido a que las *stablecoins* de pago tienen como finalidad usarse como medio de pago en transacciones, muchas de las cuales tienen carácter internacional, puede resultar común que el activo virtual utilizado no haya sido emitido por una institución incorporada y autoridad en Estados Unidos. El Genius Act establece que los emisores extranjeros pueden ofrecer, vender y poner a disposición de usuarios del país americano *stablecoins* de pago, siempre y cuando obtengan una determinación del



gobierno de que se encuentran sujetos a regulación comparable en su país.

Esto es, para que los emisores de *stablecoins* de pago extranjeros participen en el mercado de Estados Unidos, resulta necesario que su país cuente con legislación referente a este tipo de activos que resulte igual de completa que la regulación estadounidense. Dicha regulación debería sujetar a los emisores de *stablecoins* a las medidas mencionadas previamente, que incluyen requisitos de mantenimiento, publicación y certificación de reservas, sujeción a reglas antilavado, reglas de redención de activos virtuales, reglas de protección a los consumidores.

América Latina es una región en donde las *stablecoins* han visto un uso importante por distintas razones. Gobiernos como Venezuela han emitido su propia versión de este tipo de activos virtuales con el lanzamiento de Petro, una moneda respaldada por las reservas de petróleo de dicho país. En países donde la inflación es alta como Argentina, Venezuela y, en menor medida, Colombia y Bolivia, los *stablecoins* han sido adoptados por el público como un medio alternativo de pago y para guardar su riqueza. América Latina también es una región donde han existido avances en la regulación de los activos virtuales y países como México, El Salvador, Brasil, Argentina y Uruguay han creado regulación que en mayor o menor medida atiende aspectos relacionados con la emisión y uso de este tipo de activos.

Considerado los avances regulatorios en Estados Unidos y los requisitos para que extranjeros puedan emitir, ofrecer o poner a disposición *stablecoins* de pago en dicho país, a continuación se realizará un breve análisis de la regulación existente en dichos países de América Latina, señalando aquellas áreas de oportunidad y aspectos que quedan por cubrir.

V. Ejemplos relevantes de regulación en América Latina

El caso de México

En 2018, México se convirtió en uno de los primeros países del mundo y el primero en América Latina en publicar legislación específica para regular ciertos aspectos del uso de activos virtuales, dentro del marco de la prestación de servicios de tecnología financiera o “*fintech*”.

La Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera o “*Ley Fintech*” como coloquialmente se le conoce, define a los activos virtuales como “*la representación de valor registrada electrónicamente y utilizada en el público como medio de pago para todo tipo de actos jurídicos y cuya transferencia únicamente puede llevarse a cabo a través de medios electrónicos.*” Dicho ordenamiento señala que la moneda de curso legal en México (peso mexicano), las divisas o cualquier otro activo denominado en moneda de curso legal o en divisas no tendrá el carácter de un activo virtual.³

Conforme a la *Ley Fintech*, las *stablecoins* son clasificadas como activos virtuales, al tratarse de un bien representado electrónicamente que es utilizado como un medio de pago y cuya transferencia solamente se lleva a cabo en la *blockchain*, en sí un medio electrónico, y que no constituye moneda de curso legal, divisa o activo denominado en alguna moneda o divisa, si bien su valor puede ser respaldado por dichos activos. Sin embargo, la *Ley Fintech* no establece un tratamiento distinto para las *stablecoins* en comparación con el resto de bienes que clasifiquen como activos virtuales.

Es importante señalar que la *Ley Fintech* tiene un ámbito de aplicación limitado, pues únicamente regula las operaciones con activos virtuales que realizan tres tipos de entidades específicas: 1) Los bancos; 2) Las Instituciones de Fondos de Pago Electrónico; y 3) Las Instituciones de Financiamiento Colectivo. La forma en la que las operaciones realizadas por estas entidades pueden ser llevadas a cabo se encuentra altamente restringida por regulación emitida por el Banco de México, quien a través de su circular 4/2019, prohibió cualquier operación externa que dichas entidades puedan realizar con activos virtuales, esto es, se prohibió a las ITF realizar operaciones con sus clientes utilizando activos virtuales.

Cualquier operación realizada con activos virtuales por parte de sujetos distintos a los mencionados en el párrafo anterior no son sujetas a la *Ley Fintech* y, por ende, no requieren de autorización por parte del gobierno mexicano. Sin embargo, deben de cumplir, al igual que las instituciones sujetas a la *Ley Fintech*, a las obligaciones que establece la Ley Federal para la Prevención e Identificación de Operaciones con Recursos de Procedencia Ilícita o “*Ley Antilavado*” que considera a las operaciones

3 Para mayor información, véase, Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera, artículo 30: <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Ley%20para%20Regular%20las%20Instituciones%20de%20Tecnolog%C3%ADa%20Financiera.pdf>

con activos virtuales como operaciones vulnerables y, por ende, establece obligaciones de monitoreo, KYC, reporte, entre otras.

El caso de El Salvador

El Salvador ha sido un país que bajo la dirección de su p residente Nayib Bukele ha impulsado la adopción de legislación benéfica para el uso de activos virtuales.

De forma inicial, en 2021 fue publicado el Decreto Legislativo número 57, también conocido como “Ley Bitcoin” con lo cual El Salvador se convirtió en el primer país del mundo que reconoció a este activo virtual como moneda de curso legal. Debido a la volatilidad de dicha criptomoneda y la renuencia de la población para utilizarla como medio de pago, en 2025 fue modificada dicha ley para remover el carácter de moneda de curso legal de dicha criptomoneda y por lo tanto, su aceptación dejó de ser obligatoria (BusinessLawPartners[BLP], 2025).

En adición a la controvertida Ley Bitcoin, el Salvador publicó el Decreto número 643, también llamado Ley de Emisión de Activos Digitales que busca crear un marco regulatorio general para el uso, emisión, oferta y servicios relacionados con los activos virtuales. Dicho ordenamiento, define a los activos virtuales o “digitales” de la siguiente manera:

Una representación digital que puede almacenarse y transferirse electrónicamente, utilizando un sistema de Tecnología de Registro Distribuida (blockchain) o tecnología similar o análoga, en la cual los registros se encuentran enlazados y cifrados para proteger la seguridad y privacidad de las transacciones. Como característica esencial, los activos digitales pueden ser poseídos, intercambiados, transferidos, negociados y promovidos por personas naturales y jurídicas (Asamblea Legislativa de El Salvador, 2023).

Dicho ordenamiento establece obligaciones para los emisores y quienes oferten activos virtuales, así como para quienes presten servicios digitales que los involucren, incluyendo el obtener una autorización por parte del Gobierno para prestar servicios y un registro para emitir y ofrecer activos virtuales, obligaciones de transparencia, registro y custodia de los activos virtuales, distintas medidas de protección para los adquirentes de estos bienes, y reglas para prevenir el lavado de dinero.

En materia bancaria, la Ley de Bancos de Inversión aprobada de forma reciente en agosto de 2025 permite a los bancos de esta materia obtener licencia para operar con activos virtuales, contando con la facultad de mantener dichos bienes dentro de sus balances y convertirse en proveedores de servicios de activos digitales.

Al igual que en México, la regulación de El Salvador no incluye disposiciones que distingan entre activos virtuales tradicionales y *stablecoins*, por lo que ambos reciben el mismo tratamiento legal. Por ende, no existen disposiciones que obliguen a los emisores a mantener reservas específicas que respalden en valor de *stablecoins* creadas, políticas de redención, entre otras.

El caso de Argentina

Argentina es un caso especial, en la medida en que ha visto una fuerte adopción de activos virtuales por parte de la población pero no ha emitido legislación específicamente encaminada a regular estos bienes intangibles de forma integral.

El gobierno argentino ha emitido regulación que engloba aspectos específicos como el caso de la Ley número 27.739, que reforma a la Ley de Prevención de Lavado de Activos y Financiamiento del Terrorismo, así como al Código Penal, para incorporar una definición de activos virtuales dentro del sistema jurídico argentino, definiéndolos como una “*representación digital de valor que se puede comercializar y/o transferir digitalmente y utilizar para pagos o inversiones.*”⁴

Dicha ley también prevé la figura de los proveedores de servicios de activos virtuales como aquellos que realizan o facilitan operaciones como el intercambio, transferencia, custodia o provisión de servicios financieros relacionados la oferta y/o venta de estos activos y los sujeta bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores argentina. Esta entidad verificará que cumplan con los principios de protección y defensa de los usuarios, seguridad de la información y protección de datos personales, estabilidad, solvencia, transparencia, protección del ahorro público y prácticas de buen gobierno corporativo.

La citada ley sujeta a los proveedores de servicios digitales a disposiciones para prevenir el lavado de dinero (supervisión de la Unidad de Inteligencia

4 Para mayor información, véase Ley 27.739, artículo 4 bis: <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/304764/20240315>



Financiera argentina, obligaciones de KYC y reporte de operaciones, entre otras).

En adición a los principios que deben ser respetados por los proveedores de servicios de activos virtuales previstos en la Ley número 27.739, la Comisión Nacional de Valores ha emitido resoluciones generales (994/2024 y 1058/2025) que de forma más específica regula obligaciones que deben cumplir estas entidades, tales como la obtención de un registro, requisitos de ciberseguridad, custodia de activos, transparencia, auditorías, entre otras.⁵

Al igual que los casos analizados de forma previa, los *stablecoins* encuadran dentro de la definición argentina de un activo virtual, pero dicha regulación no otorga un tratamiento distinto entre activos virtuales tradicionales y *stablecoins*, por lo que ambos reciben el mismo tratamiento legal. Por ende, no existen disposiciones que obliguen a los emisores a mantener reservas específicas que respalden en valor de *stablecoins* creadas, cumplir con requisitos de transparencia, publicar políticas de redención, entre otras.

El caso de Brasil

Brasil cuenta con legislación específica en materia de activos virtuales, promulgando en 2022 la *Lei de Ativos Virtuais* o Ley de Activos Virtuales. Dicho ordenamiento proporciona una definición de lo que debe entenderse como activo virtual y prevé la figura de los Proveedores de Servicios de Activos Virtuales (aquellos que realizan operaciones de intercambio, transferencia, custodia y prestación de servicios financieros relacionados con la venta u oferta de activos virtuales).⁶

Al igual que en otros casos, la ley brasileña requiere a estos proveedores obtener un registro del Banco Central de Brasil para poder realizar sus actividades, y prevé obligaciones en materia de prevención de lavado de dinero y financiamiento al terrorismo, así como obligaciones y requisitos de capital mínimo, segregación de activos, transparencia y medidas de protección al consumidor.

Aunado a lo anterior, Brasil está explorando la intersección de los activos virtuales con el sistema financiero tradicional. No ha adoptado ninguna criptomoneda como moneda de curso legal, (a

diferencia del caso antes mencionado en El Salvador), pero reconoce contractualmente a las criptomonedas como medios de pago lícitos en ciertas condiciones. La integración de las criptomonedas en los mercados de pagos se instauró desde 2022, a través de un sistema de pagos instantáneos PIX, el cual permite a las plataformas de intercambio interactuar con el sistema bancario. Incluso, en 2023, el Banco Central de Brasil aprobó que algunas *fintech* ofrezcan compra de cripto directamente con saldos reales⁷.

Brasil incluso avanza a través de su Banco Central con una Moneda Digital de Banco Central llamada Drex, cuyo piloto está en marcha para modernizar pagos mayoristas (Banco Central do Brasil, 2025).

Pese a los avances anteriores, las *stablecoins* en este caso tampoco son reguladas de forma distinta al resto de activos virtuales y por esa misma razón, la legislación brasileña tampoco establece obligaciones para mantener reservas, cumplir con requisitos de transparencia o crear políticas de redención.

Conclusiones

Las *stablecoins* parecen ser la respuesta al problema de contar con un mecanismo eficiente que utilice un medio de pago que conserve su valor en el tiempo con el respaldo de algún activo subyacente, y que permita realizar transacciones entre particulares sin tener que depender de un administrador externo.

La propuesta regulatoria de Estados Unidos demuestra que es posible dar un paso hacia la institucionalización y adopción de esta tecnología no solo por parte de individuos en transacciones menores, sino por instituciones pertenecientes al sistema financiero tradicional. El Genius Act proporciona un marco regulatorio completo, (si bien solamente aplica para *stablecoins* de pago y no para aquellos soportados con otro tipo de activos), incluyendo reglas claras respecto de los sujetos que pueden emitir *stablecoins* de pago, estándares de transparencia, reservas y protección al consumidor que buscan construir confianza en un panorama regulatorio claro.

El gobierno de Estados Unidos deja abierta la posibilidad a emisores externos participar en su mer-

5 Para mayor información, véase: <https://www.boletinoficial.gob.ar/detalleAviso/primera/319430/1>

6 Para mayor información, véase Lei n° 14.478/2022, artículos 2 a 5: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/lei/114478.htm

7 Para mayor información, véase: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/811/noticia>

cado, siempre y cuando obtengan autorización que se otorgará siempre y cuando se encuentren sujetos a regulación similar que la publicada en dicho país.

América Latina, por su parte, ofrece una situación contrastante en cuanto ha existido una adopción importante debido a casos de inflación considerables y la necesidad de realizar pagos con facilidad y a bajo costo. Si bien existen avances importantes en países como México, Brasil y El Salvador, en la mayoría de los casos la regulación trata a las *stablecoins* sin distinción respecto de otros activos virtuales, y sin considerar sus características especiales.

Este atraso regulatorio no solamente implica que los emisores de dichos países se encuentren imposibilitados para ofertar, vender y realizar operaciones en Estados Unidos, sino que además, sus propios usuarios no cuentan con medidas de protección indispensables para el uso de estos activos, como lo es la certeza de que emisores de *stablecoins* latinoamericanos cuentan con reservas suficientes de los activos subyacentes para respaldar su valor y políticas claras que vinculen a dichos emisores para la redención de dichos activos.

Resulta esencial contar con una regulación clara que tome en consideración las características únicas de los *stablecoins*. Tomando como modelo el contenido del Genius Act, esta regulación latinoamericana deberá definir con claridad quién puede emitir este tipo de activos, cómo deben respaldarse y qué mecanismos de transparencia y protección al usuario deben cumplirse. De lo contrario, las *stablecoins* corren el riesgo de convertirse en instrumentos frágiles que, lejos de aportar certeza, generen desconfianza y vulnerabilidades en el sistema financiero. Una normativa sólida no solo previene abusos y resguarda a los consumidores, sino que también brinda legitimidad y sostenibilidad a este nuevo ecosistema digital.

Bibliografía

Asamblea Legislativa de la República del Salvador (2021, 08 de junio). *Ley Bitcoin* (Decreto Legislativo N° 57). Diario Oficial de la República de El Salvador. <https://www.jurisprudencia.gob.sv/DocumentosBoveda/D/2/2020-2029/2021/06/E75F3.PDF>

Asamblea Legislativa de la República de El Salvador (2023). *Ley de emisión de activos digitales* (Decreto No. 63)

Banco Central de la República Argentina (2024). *Resolución General No. 994/2024*

Banco Central de la República Argentina (2025). *Resolución General No. 1058/2025*

Banco Central do Brasil (2022). *Lei No. 14.478, de 21 de dezembro de 2022 (Lei de ativos virtuais)* https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/lei/l14478.htm

Banco Central do Brasil (2024). *Agenda de inovação do Banco Central do Brasil*. https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresentacao_RCN_Digital%20Assets_VPUB.pdf

Banco Central do Brasil (2024, 27 de febrero). *Confira os próximos passos da regulação dos criptoativos e dos prestadores de serviços de ativos virtuais* [Conozca los próximos pasos en la regulación de los cripto activos y los proveedores de servicios virtuales] <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/811/noticia>

Banco Central do Brasil (2025). *Relatório da 1ª fase do Piloto Drex*. https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/real_digital_docs/piloto/Relatorio_Drex_piloto_fase_1.pdf

Banco de México (2019). *Circular 4/2019 dirigida a las instituciones de crédito e instituciones de tecnología financiera relativa a operaciones con activos virtuales*.

BusinessLawPartners (2025, 27 de febrero). *Importantes cambios en la Ley Bitcoin en El Salvador*. <https://blpllegal.com/es/importantes-cambios-en-la-ley-bitcoin-en-el-salvador>

Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión (2018, 09 de marzo). *Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera*.

<https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Ley%20para%20Regular%20las%20Instituciones%20de%20Tecnolog%C3%ADa%20Financiera.pdf>

Comisión Nacional de Valores (2024). *Resolución general No. 994/2024*

Comisión Nacional de Valores (2025). *Resolución general No. 994/2025*



- Elad, B. (2025). *Stablecoin Statistics 2025: Growth, Adoption, and Regulation*. CoinLaw. <https://coinlaw.io/stablecoin-statistics>
- Financial Crimes Enforcement Network (2013). *Application of FinCEN's regulations to persons administering, exchanging, or using virtual currencies*. <https://www.fincen.gov/resources/statutes-regulations/guidance/application-fincens-regulations-persons-administering>
- Nakamoto, S. (2008). *Bitcoin: A peer- to-peer electronic cash system*. <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>
- República Argentina (2024). *Ley 27.739 de prevención de lavado de activo y financiamiento del terrorismo*.
- U.S. Congress. (2028). *Token Taxonomy Act of 2018*.
- U.S. Congress. (2022). *Responsible Financial Innovation Act*.
- U.S. Congress. (2023). *Clarity for Payment Stablecoins Act*.
- U.S. Congress. (2025). *GENIUS Act of 2025 (S. 394, 119th Cong.)*. <https://www.congress.gov/bill/119th-congress/senate-bill/394>

Financiamiento Sostenible en Perú: Beneficios Económicos para los Agentes Clave

Sustainable Finance in Peru: Economic Benefits for Key Stakeholders

— Carlos Enrique Arata Delgado* y Renata Belén Alarcón Pazo** —

Resumen

El financiamiento sostenible en el Perú se establece bajo un esquema de inversión de doble impacto que busca tanto la rentabilidad económica como el beneficio ambiental y social. Para ello, se requiere de la participación del Estado, las entidades financieras y las empresas prestatarias. En ese sentido, en nuestro país, el Estado actúa de manera activa a través de las entidades públicas como COFIDE, PROFONANPE y AGROBANCO, y participando en organismos internacionales como el Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe (CAF), que le permite obtener beneficios y canalizar fondos. Las entidades financieras privadas, por su parte, han adoptado sus modelos a los factores ASG (Ambientales, Sociales y de Gobierno corporativo) de manera casi universal (95% en 2023), motivadas por la alta demanda y la mitigación de riesgos. Finalmente, para las empresas, el acceso a este capital se concreta en importantes ventajas económicas como tasas de interés menores y condiciones especiales debido a los flujos canalizados desde las entidades del sector público.

Palabras clave

Financiamiento sostenible, doble impacto, factores ASG, mitigación de riesgos.

Abstract

Sustainable financing in Peru is established under a dual-impact investment scheme that seeks both economic profitability and environmental and social benefits. To do this, the participation of the State, financial institutions and borrowing companies is required. In this regard, in our country, the State actively participates through public entities such as COFIDE, PROFONANPE and AGROBANCO, and by participating in international organizations like the Development Bank of Latin America and the Caribbean (CAF), which allows it to obtain benefits and channel funds. Then, private financial institutions have almost universally adopted ESG factors (Environmental, Social and Governance) in their models (95% in 2023), motivated by high demand and risk mitigation. Finally, for companies, accessing this capital takes the form of significant economic advantages such as lower interest rates and special conditions due to the flows channeled from public sector entities.

Keywords

Sustainable finance, dual impact, ESG factors, risk mitigation.

* Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Magister en Derecho y Finanzas Corporativas por la Universidad Esan. Master in Law (LLM) por New York University (NYU). Socio Senior del Área Corporativa y Financiera del Estudio Muñiz

** Estudiante de Derecho en la Pontificia Universidad Católica del Perú. Practicante preprofesional del Área Financiera del Estudio Muñiz.

I. Introducción: La Sostenibilidad como Imperativo Económico y Jurídico

En el devenir del desarrollo de la humanidad, de forma casi inevitable, han surgido patologías que aquejan la continuidad de la economía e industria tal como las conocemos. Estas patologías pueden clasificarse a grandes rasgos en dos grupos: (i) las patologías ambientales, que incluyen principalmente los efectos nocivos del calentamiento global, como sequías no ordinarias, incendios forestales masivos, entre otros, que merman las actividades productivas de las zonas afectadas; y (ii) las patologías sociales (en sentido estructural, no clínico), dentro de las cuales se encuentran los altos niveles de pobreza y brechas de clase, así como las barreras materiales que existen entre las minorías para la efectiva realización de sus derechos fundamentales, situaciones que limitan sustancialmente la participación de estos grupos en el mercado y su contribución al crecimiento económico.

En este contexto, 196 países, entre ellos el nuestro, suscribieron el denominado Acuerdo de París¹ en diciembre de 2015, con el objetivo de hacer frente a estas patologías. Iniciando con el compromiso de frenar el exponencial aumento del calentamiento global, y continuando con el reconocimiento de las distintas problemáticas sociales, las naciones partes activaron múltiples mecanismos para lograr estos cometidos, siendo uno de ellos las inversiones. A través del pacto, se destacó la especial importancia de operativizar grandes inversiones destinadas a desarrollar proyectos que contribuyan a enfrentar los problemas globales y mitigar el daño climático.

De manera relativamente contemporánea, tuvo lugar la Asamblea General de las Naciones Unidas, mediante la cual se aprobó la reconocida Agenda 2030. Este pacto marca un antes y un después con la creación de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS), los cuales son, en palabras de António Guterres², “la hoja de ruta universalmente acordada para superar las divisiones económicas y geopolíticas, restablecer la confianza y reconstruir la solidaridad”. En la práctica, los ODS son ítems de evaluación, según los cuales se observa el avance de cada país en los distintos rubros de sostenibilidad. Sobre la influencia de los ODS en el desarrollo de las inversiones, la OCDE³ en su In-

forme sobre la Cooperación para el Desarrollo del 2016 explica que estos 17 objetivos se manifiestan como un innovador portafolio de oportunidades para el comienzo de inversiones y financiamientos sostenibles.

Desde el ámbito de la inversión financiera, los propósitos relacionados con la sostenibilidad del Estado fueron observados como una novedosa oportunidad en el mercado de las inversiones a largo plazo. Por ello, surgieron instrumentos de financiamiento diseñados para impulsar proyectos que tengan un doble impacto: un impacto económico reflejado en una rentabilidad positiva, aspecto típico en todos los financiamientos, sean o no sostenibles; y un impacto ambiental o social, reflejado en el objetivo de sostenibilidad del proyecto a financiar y sus efectos en contrarrestar las externalidades negativas de las afecciones antes mencionadas. Este tipo de financiamientos, destinados a alcanzar los ODS, se han convertido en un gran atractivo para las empresas que desarrollan proyectos sostenibles, y un mayor incentivo para aquellas que aún no, dado los múltiples beneficios que ofrecen en comparación con financiamientos comunes. Aunado a esto, no sólo las empresas que acceden a estos créditos resultan beneficiadas, sino que las entidades financieras otorgantes también acceden a determinadas facilidades por parte del Estado para obtener el flujo de efectivo destinado a la inversión sostenible. En síntesis, todos los agentes involucrados obtienen mayores ganancias dinerarias al optar por un mecanismo de financiamiento sostenible.

2. Agentes en una operación de financiamiento sostenible

En una operación de financiamiento sostenible participan, en esencia, tres agentes: El Estado, las entidades financieras, y las empresas prestatarias.

a. El Estado

En las últimas décadas, se ha ido intensificando la producción de diferentes dispositivos legales relacionados al fortalecimiento de la protección ambiental y de las minorías sociales. El pilar fundamental que orienta la adaptación de estos compromisos es nuestra Constitución Política del Perú de 1993. En relación con los aspectos am-

1 Acuerdo de París. (2015). Organización de las Naciones Unidas [Tratado].

2 Naciones Unidas. (2023). *Informe de los Objetivos de Desarrollo Sostenible: Edición especial*.

3 OECD. (2016). *Development Co-operation Report 2016: The Sustainable Development Goals as Business Opportunities*. OECD Publishing.



bientales, nuestra Ley Suprema interviene a través de la Constitución Ecológica⁴. Sobre ello, Landa⁵ explica que uno de los efectos de la protección de los recursos naturales que ofrece nuestra Carta Magna, y en especial a los recursos naturales no renovables, es la responsabilidad de las empresas del sector privado al desarrollar sus operaciones a través de mecanismos de sustentabilidad, en tanto se encuentran en un escenario de confrontación entre el progreso –mediante la explotación de los recursos– y la adecuada preservación del medio ambiente. Con respecto a la protección de las minorías, nuestra Constitución ha incorporado los denominados “Derechos Sociales”. El Tribunal Constitucional⁶ los define como aquellas facultades especiales atribuidas a la protección de los grupos con distintas características accidentales, o que son vulnerables o desfavorecidos por su situación socioeconómica que merma su dignidad como seres humanos. El Estado ha positivizado su obligación de ofrecer medidas extraordinarias para combatir las situaciones que afecten la dignidad de los grupos desfavorecidos.

El Estado parte de esta base constitucional para adherirse a numerosos convenios internacionales que sostienen como eje la protección ambiental y social. Como antes se ha mencionado, el Perú es uno de los 196 miembros del Acuerdo de París, así como participante en el Foro de Desarrollo Foro de los Países de América Latina y El Caribe Sobre el Desarrollo Sostenible⁷, entre otros muchos pactos sobre esta materia.

Por otro lado, esta base también respalda la creación de instituciones financieras dirigidas a promover el desarrollo sostenible, como lo es la Corporación Financiera de Desarrollo⁸ (en adelante, COFIDE), el Fondo de Promoción de las Áreas Naturales Protegidas del Perú⁹ (PROFONANPE), el Banco Agropecuario¹⁰ (AGROBANCO), entre más organismos y programas destinados a cubrir la necesidad de liquidez de aquellos agentes entusiastas por desarrollar empresas o proyectos sostenibles. En un espectro internacional, Perú es uno

de los accionistas fundacionales de la Corporación Andina de Fomento (CAF), aspecto que se profundizará más adelante.

b. Entidades Financieras

Existen dos tipos de entidades financieras: las públicas y las privadas. En primer lugar, las entidades financieras públicas son aquellas creadas por el Estado a través de una ley. Su objetivo principal es la creación de mecanismos para contribuir con las máximas del Estado, y en particular, con la promoción de la inclusión financiera y el crecimiento económico. En este sentido, el Estado ha creado diversas instituciones como las anteriormente mencionadas (AGROBANCO, COFIDE, etc.), cada una de ellas contemplando un propósito distinto; por ejemplo, AGROBANCO tiene por objeto impulsar el mercado agropecuario en el país, a través de facilidades financieras tales como microcréditos al sector rural; o COFIDE, que desarrolla su actividad de dos maneras: (i) como un “banco de segundo piso”, es decir, no mantiene una relación directa con el consumidor final, sean personas naturales o jurídicas, sino que canaliza sus flujos de dinero a otras entidades financieras para que estas, siguiendo determinados lineamientos impuestos por COFIDE, comercialicen instrumentos financieros destinados al apoyo a emprendedores y a sectores prioritarios como lo son el sector de infraestructura, agropecuario, pesca, entre otros; y (ii) como un banco de primer piso, el cuál diseña productos financieros directamente para el consumidor. Por este motivo, el Estado cumple un doble rol en esta cadena; como Estado soberano que ha incluido en las bases legales principios y reglas que avalan el desarrollo sostenible, y como creador de entidades financieras que materializan su participación en los financiamientos, optando por una política directa y firme para el avance del país.

En segundo lugar, las entidades financieras privadas son aquellas creadas por particulares, sean estas personas naturales o jurídicas. Como cualquier otra empresa, estas tienen por objetivo primordial

4 La Constitución Ecológica es el conjunto de principios contenidos en la Constitución que establecen el vínculo entre el individuo, la sociedad y el entorno natural (*Expediente N° 03610-2008-AA*).

5 Landa, C. (2017). Principios de la constitución ambiental. *Revista de Direito Brasileira*, 16(7), 412-427.

6 Tribunal Constitucional del Perú. (2003). Exp. N.° 2945-2003-AA/TC. Fundamento jurídico 10.

7 Naciones Unidas, Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2016). *Resolución de México por la que se crea el Foro de los Países de América Latina y el Caribe sobre el Desarrollo Sostenible* (Resolución 700(XXXVI), Trigésimo sexto período de sesiones de la CEPAL).

8 Decreto Legislativo N.° 206. (15 de junio de 1981).

9 Decreto Ley N.° 26154. (30 de diciembre de 1992).

10 Ley N.° 27603. (21 de diciembre de 2001).

la generación de utilidades y son dominadas por las leyes de la oferta y demanda. Por ello, se adaptan a las necesidades del mercado, ofreciendo una mayor gama de productos financieros y cubriendo varios sectores. Estos productos no necesariamente deben estar orientados a cumplir alguna máxima del Estado, sino más bien a maximizar la rentabilidad y los beneficios para sus accionistas; sin embargo, a lo largo del presente artículo veremos que existen numerosos motivos por los cuales estos dos intereses pueden estar directamente vinculados.

c. Empresas Prestatarias

No todas las empresas son sujetos calificados para el otorgamiento de un financiamiento sostenible, sólo aquellas que cumplen determinados requisitos podrán ser aptas para ello. Estas condiciones de acceso, detalladas a continuación, pueden variar según la entidad otorgante, pero algunos de ellos siempre serán compartidos:

- **Propósito del financiamiento:** El flujo de efectivo proveniente del financiamiento debe emplearse para ejecutar un proyecto que tenga por objetivo tener un doble impacto. Esto debe ser verificable, y en caso de ser posible, se deberá cuantificar el impacto ambiental o social que prevé tener el proyecto.
- **Gestión de Riesgos:** Las empresas solicitantes deberán presentar ante la financiera su análisis de riesgos ambientales, sociales y de gobernanza, o por sus siglas, riesgos ASG. En este sentido, no sólo el proyecto en sí debe ser sostenible, sino que, de forma íntegra, la empresa también. Este reporte puede incluir certificados internacionales de sostenibilidad, registro histórico de su participación en anteriores proyectos sostenibles, políticas internas e informes de su implementación y progreso dentro de la empresa, y entre otros documentos que pueden ser requeridos por la entidad financiera.
- **Gestión de Fondos:** Es fundamental que exista un plan de gestión transparente en el manejo e inversión de los fondos. Parte del análisis del riesgo, producto de contemplar los diferentes factores que puedan ingresar en una zona de incertidumbre al momento de acarrear la rentabilidad de la inversión, es observar con determinación si objetivamente se ha estructurado

el proyecto de tal manera que su propósito de sostenibilidad sea cumplido.

- **Seguimiento:** Las entidades financieras solicitan de forma periódica la remisión de un informe que contenga (i) el avance del proyecto, (ii) el destino de los fondos, (iii) el impacto que este ha causado hasta el momento y (iv) su proyección a corto y largo plazo.

De estos requisitos podemos concluir que, en el caso de las finanzas sostenibles, las entidades financieras no sólo prestan particular interés en la rentabilidad de su inversión, sino que construyen mecanismos para verificar que el doble impacto de este tipo de financiamientos se materialice.

3. El Marco Jurídico-Regulatorio Peruano y el Rol del Estado

El Poder Legislativo ha intervenido muy limitadamente en el desarrollo de las finanzas sostenibles. Son pocas las normas destinadas a esta materia, y en su mayoría regulan la cara negativa de la sostenibilidad, es decir, el “no financiar proyectos nocivos para el ambiente”, cosa que es distinta de “generar incentivos para el financiamiento de proyectos beneficiosos para el ambiente”. En este sentido, se aprobó a través de la Resolución SBS N.º 1928-2015¹¹, el Reglamento para la Gestión del Riesgo Social y Ambiental. Esta norma plantea que las entidades financieras deberán evaluar, según una escala de riesgos ambientales, a los sujetos que se acerquen solicitando un financiamiento, además de requerir diversa información a modo de cuestionarios. Lo interesante de esta norma es la facultad que le otorga a las entidades financieras, mediante su artículo 15, de poder retractarse de otorgar el financiamiento cuando, “... a su criterio, el riesgo social y ambiental esté por encima del nivel que la empresa considera aceptable.” De ello podemos concluir que, si bien el Estado no se ha impuesto en la regulación, sí ofrece herramientas a las entidades financieras para legitimar sus políticas internas de sostenibilidad.

Desde el Ministerio del Ambiente (MINAM), se viene marcando la pauta del progreso de nuestro sistema económico en la adopción de prácticas de sostenibilidad. Con este fin, en 2021, se publicó la Hoja de Ruta de las Finanzas Verdes¹² (HRFV), por la cual se disponen diversos lineamientos para

11 Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2015, 28 de marzo). *Resolución SBS N° 1928-2015*. Diario Oficial El Peruano.

12 Ministerio del Ambiente [Minam]. (2021). *Hoja de Ruta de Finanzas Verdes*.



el “enverdecimiento” de la economía. La HRFV divide en dos segmentos el progreso en la materia. Establece en la primera fase un periodo de cinco años denominado periodo de transformación, en el cual la tendencia extranjera se debe haber instaurado a través de múltiples canales en las estrategias financieras. Esta primera fase se consolida en la siguiente denominada sostenibilidad; durante esta etapa, nuestro mercado ya se ha enriquecido de conocimiento sobre el financiamiento sostenible, ha implementado las políticas necesarias para alinearse con esta tendencia y se ha iniciado con la estructuración de financiamientos sostenibles pensados para obtener el mayor beneficio económico posible. A consecuencia de ello, estamos en un punto de inflexión en el que la novedad ya se debe estar transformando en una práctica sólida. Se ha contemplado que el periodo de transformación tendrá una duración de cinco años (2025-2030); al terminar este, las finanzas sostenibles se deben de haber establecido en el mercado como uno de los productos más solicitados por sus altos beneficios económicos, ambientales, sociales y reputacionales.

El Estado tiene un rol mucho más activo fuera de su rol de regulador. Además de crear entidades financieras públicas, el Estado peruano también forma parte de entidades financieras extranjeras dedicadas al impulso de los temas sociales y ambientales. Dicho ello, nos centraremos en el Banco de Desarrollo de América Latina y el Caribe (en adelante “CAF”).

El CAF fue creado en 1970, producto de las voluntades soberanas de Bolivia, Venezuela, Perú, Colombia y Ecuador. El objetivo de este banco es “promover el desarrollo sostenible y la integración regional, mediante la prestación de servicios financieros múltiples a clientes de los sectores público y privado de sus Países Accionistas.”¹³ El CAF ha ido creciendo a lo largo de su extensa trayectoria, actualmente cuenta con 46 accionistas de 24 países de América Latina, el Caribe y Europa. Por ello, es uno de los principales referentes en financiamiento sostenible, conocido por otorgar importantes flujos de capital en dos líneas, (i) actuando como un banco de segundo piso, otorgando flujos a bancos de las regiones de origen de sus accionistas, y (ii) actuando como un banco de primer piso, manteniendo un trato directo con proyectos de alta importancia en los países vinculados.

¿De qué manera se beneficia el Perú? Nuestro país es representado en la Asamblea de Accionistas por 6 entidades, 2 de ellas son parte del Estado: el Ministerio de Economía y Finanzas y COFIDE. En este sentido, el Perú tiene un doble interés en su participación dentro del CAF: (a) obtiene beneficios por ser un país miembro, como el otorgamiento de financiamientos a entidades públicas o privadas peruanas con mejores condiciones, como tasas, accesibilidad, entre otros, y (b) obtiene un ingreso bruto a través de las utilidades que genera la inversión sostenible no sólo en el Perú, sino también en el desarrollo de proyectos en todos los países miembros.

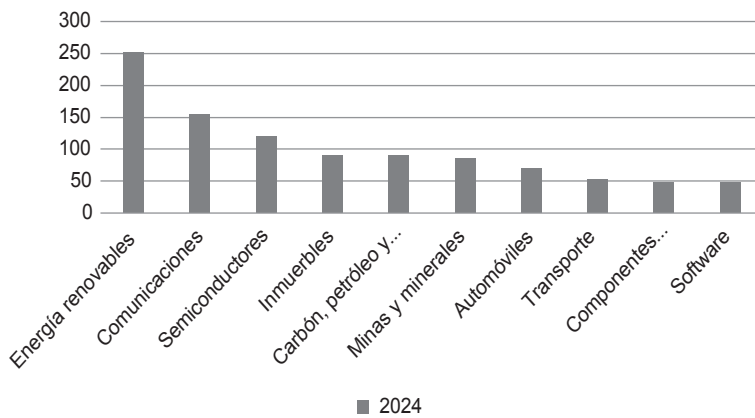
A nivel mundial, las finanzas sostenibles han sido el blanco de la inversión extranjera. Según las Naciones Unidas¹⁴, empleando la data de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, los anuncios mundiales de proyectos de inversión extranjera directa (IED) se han concentrado principalmente en el rubro de las energías renovables por sexto año consecutivo. Del gráfico podemos observar que, en general, la IED se distribuye de manera uniforme y minoritaria en los demás rubros, y le otorga mayor consideración a las iniciativas de energías renovables, las cuales son un claro referente de las finanzas sostenibles al tener un tradicional impacto ambiental positivo.

Nuestro país no fue ajeno a esta tendencia, de modo que registró uno de los mayores incrementos en entradas de IED, las cuales se elevaron en un 57% en 2024 hasta lograr superar los 6.798 millones de dólares. Fueron tres (3) los proyectos clave para lograr estas cifras en el Perú, (i) la construcción de una planta sostenible de producción de amoníaco verde sustentada por energía renovable, con un costo de inversión de 2.400 millones de dólares, a manos de Phelan Green Energy; (ii) la construcción del Anillo Vial Periférico en Lima, que comunicará y beneficiará a miles de personas, con un costo de inversión de 3.400 millones de dólares; y (iii) la ampliación de la mina de zinc y cobre de Antamina, con un costo de inversión de 2.000 millones de dólares.

En conclusión, el panorama de las finanzas sostenibles en el Perú muestra un avance importante; sin embargo, aún presenta desafíos regulatorios y

13 CAF - Banco de Desarrollo de América Latina. (2022). *Convenio Constitutivo*.

14 Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2025). *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe*, 2025.

Ilustración 1. Adaptación de La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe, 2025

estructurales. A pesar de la limitada intervención del Poder Legislativo en la promoción activa de proyectos sostenibles, existen herramientas regulatorias –como el Reglamento para la Gestión del Riesgo Social y Ambiental– que permiten a las entidades financieras incorporar criterios de sostenibilidad en sus procesos de financiamiento. No obstante, estas regulaciones se enfocan más en prevenir daños ambientales que en incentivar directamente beneficios sostenibles.

Desde el MINAM, se impulsa un enfoque más proactivo a través de la Hoja de Ruta de Finanzas Verdes, que marca un camino hacia el fortalecimiento de las finanzas sostenibles como práctica sólida para el año 2030.

A nivel internacional, el Perú fortifica su rol a través de su participación en el CAF. Esta participación le permite obtener beneficios, como el otorgamiento de financiamientos a entidades públicas o privadas peruanas con condiciones preferenciales, así como obtener un ingreso bruto a través de las utilidades que genera la inversión sostenible, no solo en el Perú, sino también en el desarrollo de proyectos en todos los países miembros.

Finalmente, la tendencia global de la inversión extranjera directa hacia el rubro de las energías renovables también se refleja en el Perú, registrando uno de los mayores incrementos en entradas de IED, las cuales se elevaron en un 57% en 2024 hasta lograr superar los 6.798 millones de dólares.

4. El Sector Financiero: Diversificación y Gestión de Riesgos

En los anteriores acápite se ha comprobado que las finanzas sostenibles son más que una tendencia o moda transitoria, son un nuevo esquema que cada día se consolida con mayor rigor. Uno de los agentes clave en este movimiento son las entidades financieras de derecho privado, es decir, los bancos comerciales, cajas, microfinancieras y demás empresas dedicadas a la administración de créditos reguladas por la Ley General del Sistema Financiero – Ley N.º 26702. De modo general, podemos advertir que estas entidades están siempre a la vanguardia de nuevos productos financieros para introducirlos en su catálogo según la necesidad en el mercado.

La implementación de productos destinados al financiamiento sostenible ha resultado en un importante impacto positivo para estas entidades, esto por los varios beneficios que trae consigo la transformación. Los más relevantes son los desarrollados a continuación:

a. Un mercado de crecimiento

En observancia de la Encuesta Nacional de Sostenibilidad Ambiental Para Entidades Financieras (ENSA)¹⁵, podemos identificar un cambio radical en aquello que fundamenta la salida al mercado de estos productos. En 2021, las entidades financieras encuestadas manifestaban que el motivo principal

16 Ministerio del Ambiente. (2024). *Encuesta nacional de sostenibilidad ambiental para entidades financieras del Perú 2023*. Lima, Perú.



para agregar productos financieros sostenibles al portafolio de inversiones eran las decisiones estratégicas del alto mando (gerentes/directores); sin embargo, este fundamento evolucionó. En 2023, la motivación principal por la cual las entidades colocaban inversiones sostenibles fue la alta demanda de estos productos, su rentabilidad a largo plazo y las estrategias de mitigación de riesgos ambientales.

Inicialmente, podemos afirmar que las finanzas sostenibles se introdujeron al mercado de forma artificial, tratando de imitar las tendencias nacidas en el extranjero y buscando evocar una necesidad orgánica de estos productos en el país. Con un admirable éxito, este esfuerzo ha sido recompensado con la alta demanda existente hoy en día, la cual ha sido provocada por los varios beneficios que ofrecen estos productos en un marco de alta necesidad ambiental, los cuales analizaremos en el siguiente acápite.

b. Facilidades estatales y extranjeras

Existe una gran participación de entidades públicas que financian proyectos verdes, sociales, e incluso de triple impacto¹⁶, como lo es el PROFONANPE que abre convocatorias para financiar proyectos verdes como la Restauración del Bosque Seco Peruano¹⁷, la Conserva de Aves¹⁸ entre varios otros, incluyendo también convocatorias sociales; y de la misma forma existen programas desde COFIDE, CAF, BID¹⁹, entre otros. Sin embargo, aunque esta participación estatal pueda parecer abrumadora para el sector financiero privado, la realidad es que la demanda de estos productos dirigidos directamente a los consumidores finales no es completamente cubierta por los financiamientos directos del Estado. En consonancia con lo explicado por Byiers²⁰, la actividad privada en este sector es un medio para cubrir con la parte del mercado que las políticas públicas como los fondos nacionales no logran abastecer. En este sentido, el Estado busca apoyo en los bancos, cajas y microfinancieras. A través de los bancos de

desarrollo o fondos gubernamentales, el Estado conviene con las entidades financieras privadas la administración de flujos que estas deberán de canalizar a los distintos consumidores (empresas verdes, grupos minoritarios, entre otros), según determinados requisitos y condiciones.

Un claro ejemplo de esto es la reciente alianza entre COFIDE y la Federación Peruana de Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (FEPCMAC) y la organización internacional Water.org. Según su Reporte de Sostenibilidad de 2024²¹, COFIDE lanzó al mercado el primer Bono Azul de la región, invirtiendo alrededor de S/. 100 millones. Mediante esta alianza, los fondos producto de la emisión fueron destinados a financiar iniciativas dedicadas a la concientización del uso del agua, así como también a proyectos de saneamiento e infraestructura para fortalecer el acceso al agua en el Perú.

c. Mitigación de riesgos

Un segundo plano importante que nos ofrece la ENSA²² es la evolución del vínculo entre el análisis de riesgos en las inversiones y los criterios de sostenibilidad. En el año 2021, únicamente el 33% de las instituciones financieras encuestadas había incorporado criterios ASG en el desarrollo de sus operaciones, con efecto de poder identificarlas y clasificarlas. Esta cifra se incrementó exponencialmente para 2023, la encuesta reveló que un 95% empleaba estos criterios, llegando casi a la totalidad de encuestados. Este hecho no sólo refuerza la presencia de las finanzas sostenibles en el Perú y la adaptación de las entidades financieras, sino que además introduce un nuevo criterio de análisis de riesgos para la identificación y clasificación de proyectos.

Como lo abordaremos más adelante, invertir en empresas que desarrollan proyectos sostenibles disminuye drásticamente el riesgo de que estas sean mermaidas en su rentabilidad por sanciones vinculadas a agentes contaminantes, inadecuado

17 Son aquellos proyectos que respetan tres pilares para la realización de sus operaciones: impactar de forma positiva en la sociedad, el ambiente y en la economía. Aranibar Ramos, E. R., Choque Zambrano, F., & Patiño Huayhua, A. J. (2021). Las sociedades de beneficio e interés colectivo en el Perú: un análisis de legislación comparada en Iberoamérica y Norteamérica. *Illustro*, 12, 120-137.

18 Profonanpe (23 de diciembre, 2022). *Manejo sostenible y restauración del bosque seco de la costa norte del Perú (Bosque Seco)*. <https://profonanpe.org.pe/proyectos/manejo-sostenible-y-restauracion-del-bosque-seco-de-la-costa-norte-del-peru-bosque-seco/>

19 Profonanpe. (2024, 13 de diciembre). *Implementación de la fase de Conserva Aves (Segunda Convocatoria)*. <https://profonanpe.org.pe/proyectos/implementacion-de-la-fase-de-conserva-aves-segunda-convocatoria/> (profonanpe.org.pe)

20 Banco Internacional de Desarrollo (BID).

21 Byiers, B. (2017). El rol del sector privado en la agenda 2030. *JA Alonso y A. Ayuso (coords.), Acercar los objetivos de desarrollo sostenible a la ciudadanía: el compromiso de Europa con la Agenda, 2030*, 49-64.

22 Ministerio del Ambiente. (2024). *Encuesta nacional de sostenibilidad ambiental para entidades financieras del Perú 2023*. Lima, Perú.

tratamiento de residuos tóxicos, y entre demás infracciones.

5. El sector corporativo: Rentabilidad y sostenibilidad

Las empresas se han ido transformando a lo largo de los años para adaptarse a las necesidades del mundo actual. Una de esas importantes mutaciones ha sido la mimetización entre el objeto social y sus operaciones conexas con la protección ambiental y progreso social, muchas veces impuesta por la regulación estatal, y muchas otras veces por políticas internas implementadas para no perderle el paso a las tendencias globales.

Esta necesidad de cambio pronto se vio impulsada por otro motivo: la obtención de capital. Las empresas necesitan liquidez para la continuidad de sus operaciones. Esta necesidad, probablemente universal, marca la pauta en la búsqueda de financiamientos en el mercado. Las transformaciones conceptuales dirigidas a la protección del medio ambiente han sido de alta influencia en el desarrollo de nuevos instrumentos de financiamiento, los cuales han visto oportunidad en el progresivo cambio normativo nacional e internacional en la materia.

5.1. Acceso a Nuevas Fuentes de Financiamiento

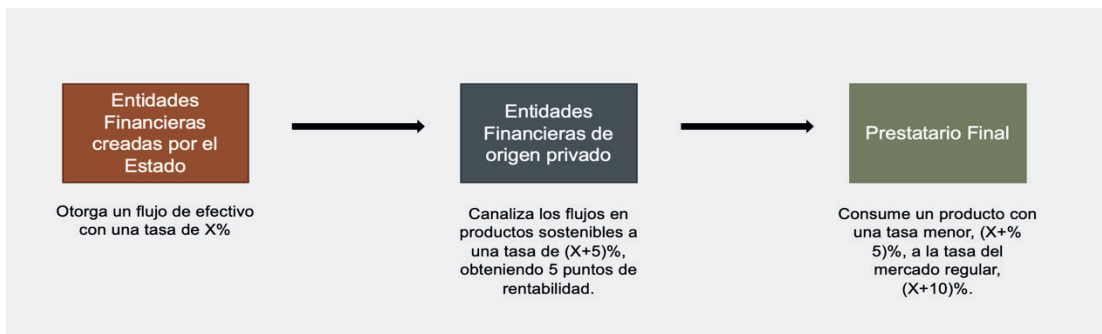
El lanzamiento al mercado de nuevos instrumentos financieros sostenibles ha sido consistente en los últimos años. Estos ofrecen beneficios económicos especiales dado que, como hemos desarrollado anteriormente, el Estado busca impulsar los proyectos sostenibles que requieren de financiamiento. Esto sumado a la fuerte presencia del sector privado como agente canalizador de fondos, resulta en una amplia gama de financiamientos exclusiva para proyectos sostenibles.

Es precisamente el origen de estos flujos y su propósito sostenible en la inversión, que los caracterizan con determinados elementos para acceder a ellos. Acreditar la gestión transparente de los fondos e informar periódicamente a la entidad financiera otorgante el estado del proyecto son sólo algunos de los requisitos que las empresas deberán cumplir para acceder a estos flujos. Si bien alcanzar este umbral de criterios puede parecer un costo adicional, los beneficios económicos del financiamiento sostenible superan estos esfuerzos.

La ENSA de 2023, expuso que el 24% de entidades financieras (bancos y entidades de desarrollo) ya habían implementado productos financieros sostenibles con condiciones financieras especiales en sus catálogos; estas condiciones incluían tasas de interés menores, periodos de gracia más extensos, o la omisión de algunos requisitos como cuotas iniciales, garantías de mayor ratio de cobertura, entre otros. En adición a ello, un 14% se proyectaba a incluir este tipo de condiciones en un futuro cercano. Estas convenientes condiciones encuentran fundamento en los flujos canalizados desde las entidades financieras públicas, los cuales son transferidos a tasas muy bajas a los bancos comerciales, con la única condición de que los bancos utilicen estos fondos para otorgar líneas de crédito al consumidor con una tasa inferior a la tasa promedio para financiamientos regulares (véase la *Ilustración 2*); es posible que los flujos provengan del mismo banco, en este caso las tasas disminuidas tendrán su origen en las políticas internacionales a las cuales los bancos se adhieran, como lo son los lineamientos publicados por la *Loan Market Association (LMA)* o por la *International Capital Market Association (ICMA)*.

Desde la recolección de datos de dicho estudio han transcurrido dos años, años que han resultado claves para el avance de las finanzas sostenibles. Se

Ilustración 2



Elaboración propia.



Nombre	Producto	Materialidad Total	N° de transacciones
GTB	Financiamientos a corto plazo	S/1,445 millones	29
IB&F	Financiamiento y asesoría de proyectos de inversión	S/527.5 millones	3
DCM	Colaboración con la Bolsa de Valores de Lima (BVL) para etiquetar y promover instrumentos sostenibles.	No aplica	No aplica
GM	Ampliación de la oferta de productos estructurados que incorporen criterios sostenibles.	No aplica	No aplica

estima que actualmente existen muchas más entidades financieras que han adoptado condiciones especiales en sus productos sostenibles, las cuales contribuyen a la ganancia o ahorro del consumidor. Prueba de ello es el análisis del catálogo de productos de las instituciones financieras privadas en Perú:

En el sector bancario peruano, podemos observar numerosas alternativas. El BBVA²³ ha desarrollado cuatro (4) líneas de negocio, las cuales se pueden resumir en la tabla adjunta.

En su reporte anual identifican seis (6) productos financieros sostenibles, tales como préstamos comerciales, KPI Linked Loans, arrendamiento financiero para bienes sostenibles, cartas fianza para proyectos de infraestructura con impacto social, y entre otros.

Por otro lado, el Banco de Crédito del Perú (BCP) en su Memoria Integrada de 2024²⁴ reporta haber desembolsado S/5,600.00 millones en préstamos verdes durante el año, así como una operación de financiamiento sostenible para la Compañía de Minas Buenaventura S.A. por un monto de US\$100 millones.

Finalmente, Interbank²⁵ reporta haber participado en el otorgamiento de tres (3) préstamos verdes importantes en 2024, por un total de US\$103.5 millones. Estos flujos fueron dirigidos a impulsar la pesca y agricultura sostenible.

Observamos una conducta similar en los bancos comerciales del país. Las finanzas sostenibles se han insertado en el esquema de negocios como un producto altamente competitivo y con una demanda creciente. La creación y diseño de estos novedosos productos es uno de los beneficios más grandes de iniciar en el mundo de la sostenibilidad; es el empuje necesario para innovar las prácticas industriales regulares.

6. Mitigación de riesgos

La mitigación de riesgos ambientales puede ser observada desde dos puntos: (i) para prevenir el deterioro mismo del ambiente y preservar la continuidad de operaciones en sectores como la agricultura, ganadería pesca, entre otros, que requieren de afables condiciones ambientales para su éxito, y (ii) para prevenir multas o sanciones por parte de entes reguladores.

Desde el primer extremo, en la evaluación de riesgos, la ENSA arrojó que en 2021 el 56% de los directores de las entidades financieras consideraba el cambio climático como un factor de alto riesgo para las operaciones de su cartera de crédito. Este porcentaje se incrementó hasta en un 81% para el 2023. Estas estadísticas demuestran que los altos mandos han identificado en el cambio climático, un fenómeno global, un riesgo que afecta de forma directa sus inversiones. Sin embargo, esta afectación no sólo les concierne a los inversionistas, sino que, de manera inmediata, debe ser atendida

23 BBVA Perú. (2025, febrero 27). *Memoria Anual 2024: Informe Integrado* [GRI 2-3]. Ignacio Fernández Palomero (Gerente General Adjunto – Área de Finanzas), Carlos Loo Pun (Contador General), y Cynthia Myrella Yáñez Alva (Gerente de Servicios Jurídicos Corporativo – Representante Bursátil).

24 Banco de Crédito del Perú. (2025). *Memoria Integrada 2024*.

25 Interbank. (2025). Reporte de Sostenibilidad 2024.

por las mismas corporaciones que buscan inversiones. Asegurar a la entidad otorgante que sus fondos van a ser manejados conforme a una política “eco amigable” es imprescindible conforme a las expectativas que ahora adoptan los esquemas de sostenibilidad. De esta manera, la mitigación de riesgos asegura la continuidad del negocio, a través de prácticas de sostenibilidad que potencien los recursos ambientales, y también atrae la inversión al alinearse con los requisitos implementados por los directorios de las entidades financieras.

En segundo lugar, dirigir las operaciones de la empresa a objetivos más verdes, es en definitiva una excelente estrategia para evitar entrar en conflicto con instituciones destinadas a la protección de este, como lo es en el Perú el Ministerio del Ambiente y sus órganos adscritos, como el Organismo de Evaluación y Fiscalización Ambiental (OEFA). Sobre ello, Chinchay y García explican que los resultados de su investigación sugieren que: “las empresas que adoptan prácticas ambientales responsables, como la reducción de emisiones y la gestión sostenible de recursos, experimentan un menor riesgo de mercado. Esto se debe a la disminución de sanciones regulatorias y a la mejora de su imagen en el mercado, factores que contribuyen a una mayor estabilidad financiera”²⁶. Estos resultados nos confirman que las prácticas sostenibles son de alto interés por parte de las corporaciones al significar un menor riesgo de asumir costos adicionales por malas prácticas ambientales, lo cual no sólo afecta en sentido económico directo, sino que también de forma indirecta en el desprestigio de la marca.

7. Conclusiones

El Estado ostenta una importante presencia en las finanzas sostenibles a través de la creación de entidades financieras públicas. Sin embargo, ha tenido una participación regulatoria limitada. Debido a ello, en 2023, el 41% de las entidades financieras privadas declaró que consideraban que el marco normativo actual no era satisfactorio para los requerimientos necesarios para la gestión de factores socioambientales²⁷. Es responsabilidad del Estado, crear iniciativas para cubrir esta necesidad en el mercado, con el objetivo de satisfacer los intereses de la cadena de inversión. Además, se ha analizado una doble agencia en su participación en el CAF,

primero, como beneficiario directo por su condición de accionistas y segundo, de manera más indirecta, abriendo la posibilidad de que los proyectos peruanos sean considerados como puntos de inversión por este banco de desarrollo extranjero.

La IED en temas de sostenibilidad, como lo son las energías renovables, ha resultado fundamental en el nacimiento de las principales ventajas para los tres agentes participantes. Desde la perspectiva Estatal, son un generador de riqueza y crecimiento económico para el desarrollo de las empresas nacionales. Desde la perspectiva de las entidades financieras privadas, la IED es un indicador del movimiento económico global, es un expositor de tendencias para la inversión. Por último, posicionándonos como las empresas peruanas que están en busca de liquidez, la IED es un signo de proximidad al objetivo de los inversionistas; las empresas que basan sus actividades en proyectos sostenibles serán el punto central de búsqueda para las inversiones.

Ha sido materia de profundo análisis el origen de los fondos que finalmente se destinan al financiamiento de “eco proyectos”. Por un lado, encontramos los flujos provenientes de las entidades financieras estatales, como lo son COFIDE, AGROBANCO, PORFONANPE, entre otras; las cuales ofrecen productos financieros directos a mejores tasas y con beneficios particulares a los consumidores que cumplen con los requisitos de sostenibilidad, y que también actúan como bancos de segundo piso, canalizando a instituciones financieras privadas flujos, para que estas sean quienes administren los productos al consumidor siguiendo los términos y condiciones de los productos que estas ofrecen cuando actúan directamente. Por otro lado, se presentan como segunda alternativa el capital privado; desde el extranjero, diversas financieras apuestan por el desarrollo de proyectos sostenibles en Perú. Desde el medio nacional, los bancos de primera línea han desarrollado e implementado numerosos productos impulsados por sus propios fondos, siguiendo lineamientos de sostenibilidad exteriores; estos productos se destinan a distintos tipos de créditos, tales como líneas de créditos para mujeres emprendedoras, adquisición de vivienda propia; emisión de bonos verdes y bonos azules; préstamos verdes y sociales; entre varios otros.

26 Chinchay Arellano, M. F., & García Rossi, A. P. (2025). *Criterios ASG (Ambientales, Sociales y de Gobernanza) en el riesgo de mercado del sector empresarial que cotiza en la Bolsa de Valores de Lima, 2016 - 2024*. Repositorio Institucional.

27 Ministerio del Ambiente. (2024). *Encuesta nacional de sostenibilidad ambiental para entidades financieras del Perú 2023*. Lima, Perú.



Finalmente, la mitigación de riesgos ambientales y sociales es trascendental para el cuidado de la rentabilidad y de la reputación empresarial. No sólo es un control interno en el desarrollo del objeto social, sino que es un atractivo para los inversionistas, quienes buscan mayor seguridad en la renta de sus inversiones.

Por todo ello, los financiamientos sostenibles no son únicamente herramientas para proteger el ambiente o impulsar el desarrollo social; sino que, además, son un medio de generación de riqueza económica superior a los financiamientos tradicionales, esto debido a las iniciativas gubernamentales y a las inversiones privadas.

Bibliografía

- Acuerdo de París. (2015). Organización de las Naciones Unidas [Tratado].
- Aranibar Ramos, E. R., Choque Zambrano, F., Patiño Huayhua, A. J. (2021). Las sociedades de beneficio e interés colectivo en el Perú: un análisis de legislación comparada en Iberoamérica y Norteamérica. *Illustro*, 12, 120-137.
- Banco de Crédito del Perú. (2025). Memoria Integrada 2024.
- BBVA Perú. (2025, febrero 27). Memoria Anual 2024: Informe Integrado [GRI 2-3]. Ignacio Fernández Palomero (Gerente General Adjunto – Área de Finanzas), Carlos Loo Pun (Contrador General), y Cynthia Myrella Yáñez Alva (Gerente de Servicios Jurídicos Corporativo – Representante Bursátil).
- Byiers, B. (2017). El rol del sector privado en la agenda 2030. JA Alonso y A. Ayuso (coords.), *Acercar los objetivos de desarrollo sostenible a la ciudadanía: el compromiso de Europa con la Agenda, 2030*, 49-64.
- CAF - Banco de Desarrollo de América Latina. (2022). Convenio Constitutivo.
- Chinchay Arellano, M. F., & García Rossi, A. P. (2025). Criterios ASG (Ambientales, Sociales y de Gobernanza) en el riesgo de mercado del sector empresarial que cotiza en la Bolsa de Valores de Lima, 2016 – 2024. Repositorio Institucional.
- COFIDE, El Banco de Desarrollo del Perú. (2024). Reporte de Sostenibilidad 2024.
- Decreto Legislativo N.º 206. (15 de junio de 1981).
- Decreto Ley N.º 26154. (30 de diciembre de 1992).
- Interbank. (2025). Reporte de Sostenibilidad 2024.
- La Constitución Ecológica es el conjunto de principios contenidos en la Constitución que establecen el vínculo entre el individuo, la sociedad y el entorno natural (Expediente N° 03610-2008-AA).
- Landa, C. (2017). Principios de la constitución ambiental. *Revista de Direito Brasileira*, 16(7), 412-427.
- Ley N.º 27603. (21 de diciembre de 2001).
- Ministerio del Ambiente [Minam]. (2021). Hoja de Ruta de Finanzas Verdes.
- Ministerio del Ambiente. (2024). Encuesta nacional de sostenibilidad ambiental para entidades financieras del Perú 2023. Lima, Perú.
- Ministerio del Ambiente. (2024). Encuesta nacional de sostenibilidad ambiental para entidades financieras del Perú 2023. Lima, Perú.
- Ministerio del Ambiente. (2024). Encuesta nacional de sostenibilidad ambiental para entidades financieras del Perú 2023. Lima, Perú.
- Naciones Unidas, Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2016). Resolución de México por la que se crea el Foro de los Países de América Latina y el Caribe sobre el Desarrollo Sostenible (Resolución 700(XXX-VI), Trigésimo sexto período de sesiones de la CEPAL).
- Naciones Unidas. (2023). Informe de los Objetivos de Desarrollo Sostenible: Edición especial.
- OECD. (2016). Development Co-operation Report 2016: The Sustainable Development Goals as Business Opportunities. OECD Publishing.

Profonanpe. (2024, 13 de diciembre). Implementación de la fase de Conserva Aves (Segunda Convocatoria). <https://profonanpe.org.pe/proyectos/implementacion-de-la-fase-de-conserva-aves-segunda-convocatoria/> (profonanpe.org.pe)

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2015, 28 de marzo). Resolución SBS N° 1928-2015. Diario Oficial El Peruano.

Tribunal Constitucional del Perú. (2003). Exp. N° 2945-2003-AA/TC. Fundamento jurídico 10.



Asociación Civil Taller de Derecho
Av. Universitaria 1801,
Segundo piso de la Facultad de Derecho de la PUCP,
San Miguel, Lima 32, Perú