



PERÚ

Ministerio  
de Economía y Finanzas

SMV  
Superintendencia del Mercado  
de Valores

DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ - AÑO DE LA CONSOLIDACIÓN DEL MAR DE GRAU

## Resolución de Superintendente N° 070-2016-SMV/02

Lima, 25 de mayo de 2016

**La Superintendente del Mercado de Valores**

### **VISTOS:**

El Expediente N° 2011019269 y el Memorandum N° 1072-2016-SMV/06 emitido por la Oficina de Asesoría Jurídica;

### **CONSIDERANDO:**

Que, por Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 042-2014-SMV/11 (en adelante, la "RESOLUCIÓN"), el Superintendente Adjunto (e) de Supervisión de Conductas de Mercados resolvió que: (i) el señor Enrique Espinosa Zagazeta (en lo sucesivo, el señor ESPINOSA) incurrió en falta grave, tipificada en el Anexo I, numeral 2.9 del Reglamento de Sanciones, aprobado por Resolución CONASEV N° 055-2001-EF/94.10 y sus modificatorias, (en adelante, el "REGLAMENTO DE SANCIONES"), al haber contravenido lo dispuesto en el numeral 15.2 del artículo 15° del Reglamento del Director de Mercados de las Bolsas de Valores, aprobado por la Resolución CONASEV N° 095-2010-EF/94.01.1 (en adelante, el "REGLAMENTO DEL DIRECTOR DE MERCADOS") y (ii) sancionar al señor ESPINOSA por la comisión de la infracción antes señalada con una multa de treinta (30) UIT vigentes al momento de ocurridos los hechos;

Que, mediante escrito del 29 de mayo de 2014, el señor ESPINOSA interpuso recurso de apelación contra la RESOLUCIÓN;

### **DE LOS ARGUMENTOS DEL RECURSO DE APELACIÓN**

Que, el señor ESPINOSA señala que el artículo 119° de la Ley de Mercado de Valores (en adelante, "LMV") otorga discrecionalidad plena al Director de Rueda de Bolsa (en adelante, el "DIRECTOR DE MERCADOS"), para disponer en el momento que lo considere pertinente, de acuerdo con parámetros técnicos de razonabilidad y proporcionalidad, la suspensión de la negociación de un valor o de toda la sesión de rueda de bolsa, sin establecer ninguna situación en la cual dicha suspensión será de obligatorio cumplimiento;

Que, agrega que no es válida la interpretación señalada en la RESOLUCIÓN de que el artículo 15.2 del REGLAMENTO DE DIRECTOR DE MERCADOS contiene una obligación a cargo del DIRECTOR DE MERCADOS de suspender la sesión de negociación cuando el IGBVL llegue a ser negativo en más de 10%, debido a que el REGLAMENTO DEL DIRECTOR DE MERCADOS no puede restringir una facultad que ha sido otorgada en forma discrecional al DIRECTOR DE MERCADOS por la LMV;



Que, conforme a lo anterior, de una correcta interpretación conjunta del numeral 15.2 del artículo 15° del REGLAMENTO DEL DIRECTOR DE MERCADOS y del artículo 119° de la LMV, debe entenderse que el Director de Mercados podrá suspender la sesión de negociación de rueda de bolsa cuando la variación acumulada del IGBVL llegue a ser negativa en más de 10%, conforme a criterios de razonabilidad y discrecionalidad, no existiendo una obligación de proceder con dicha suspensión por el solo mérito de que el IGBVL haya superado el umbral de 10%;

Que, el señor ESPINOSA señala que una disposición imperativa tiene determinadas características y estructuras, la cual se expresa mediante las palabras: *bajo pena de nulidad* u otras equivalentes o conminatorias como, por ejemplo, *debe, deben, deberán* u otras expresiones equivalentes. En este sentido, señala que la redacción del artículo 119° de la LMV y del numeral 15.2 del artículo 15° del REGLAMENTO DEL DIRECTOR DE MERCADOS no contienen dicha estructura, por lo que establecen una facultad y no una obligación;

Que, sin perjuicio de lo anterior, agrega que aun en el caso de que se considere que el numeral 15.2 del REGLAMENTO DEL DIRECTOR DE MERCADOS contiene una obligación de carácter imperativa, este excedería lo establecido en el artículo 119° de la LMV, por lo que, en aplicación del “*Criterio de Jerarquía*”, debe preferirse esta última;

Que, por otro lado, el señor ESPINOSA indica que su decisión de no suspender por segunda vez la sesión de negociación de rueda cuando el IGBVL llegó a ser negativo en más de un 10% fue adoptada conforme a parámetros de razonabilidad, debido a que durante dicho momento hasta la suspensión definitiva de la sesión de rueda que se produjo cuando el índice general cayó en 12.51%, este solo disminuyó en casi una quinta parte de lo que lo hizo durante: (i) el inicio de la negociación hasta la primera suspensión de la sesión y (ii) la reanudación de la sesión hasta superar el umbral negativo de 10%, en conjunto, a pesar de que durante aquel periodo se negoció por más tiempo que en estos dos últimos periodos y que el número de operaciones realizadas y el monto negociado fueron superiores en 35 y en 5 veces, respectivamente, que en ambos periodos en conjunto;

Que, por tanto, su decisión de no haber suspendido la negociación en forma inmediata fue beneficiosa para el mercado, permitiendo que este se estabilice y no tuviera posibles caídas exageradas en días posteriores;

Que, la RESOLUCIÓN no sustenta adecuadamente la afirmación de que la existencia de operaciones pendientes de realizar en el mercado no constituye una justificación válida para no haber procedido con la suspensión de la sesión, lo que generaría su nulidad. Sin perjuicio de ello, agrega que dicha suspensión inmediata, en una sesión con fuerte tendencia a la baja, habría generado que las propuestas de compra y venta ingresadas hasta ese momento no se concreten, generando un almacenamiento de operaciones sin concretar, desatando numerosas operaciones prolongadas en el tiempo;

Que, la recuperación del IGBVL en los siguientes días después de su caída demuestra la razonabilidad de su decisión;

Que, la suspensión de un valor o de toda la sesión de rueda, conforme al numeral 15.2 del artículo 15 del REGLAMENTO DEL DIRECTOR DE MERCADOS, solo puede realizarse cuando existen factores coyunturales que generen una súbita inestabilidad de un determinado valor o del mercado en su conjunto, lo que no ocurrió en los hechos materia de investigación, debido a que el mercado conocía perfectamente la situación de cambio de gobierno, por lo que podía tomar decisiones con información transparente;

Que, adicionalmente, el señor ESPINOSA señala que la infracción que supuestamente habría cometido y por la que se le impone una sanción no se encuentra tipificada como tal de manera clara, cierta e inequívoca en el REGLAMENTO DE SANCIONES, por lo que se estaría afectando el principio de tipicidad;

Que, agrega que, de conformidad con el artículo 3° del REGLAMENTO DE SANCIONES, la SMV solo podrá sancionar aquellas conductas que se encuentren de manera clara, cierta e inequívoca tipificadas como infracciones en dicho reglamento. En este sentido, el REGLAMENTO DE SANCIONES no puede remitirse a otros dispositivos normativos, como el REGLAMENTO DE DIRECTOR DE MERCADOS, para darle contenido a las infracciones que tipifiquen como tal;

Que, en ese sentido, el supuesto normativo previsto en el numeral 2.9 del Anexo I del REGLAMENTO DE SANCIONES, por el que ha sido sancionado, resulta una fórmula claramente abierta y/o general y que carece de contenido material propio que determine cuál es la conducta que se encuentra prohibida, vulnerando, por tanto, el principio de legalidad;

Que, para aplicar una sanción no basta que exista únicamente una conducta antijurídica, sino que es necesario que esta se encuentre expresamente tipificada como un supuesto de hecho susceptible de sanción, es decir, como una infracción;

## **ANÁLISIS DEL RECURSO DE APELACIÓN**

Que, el recurso de apelación interpuesto cumple con los requisitos establecidos en los artículos 113°, 207°, 209° y 211° de la Ley del Procedimiento Administrativo General, Ley N° 27444<sup>1</sup> (LPAG), dado que fue

### **<sup>1</sup> Artículo 113.- Requisitos de los escritos**

Todo escrito que se presente ante cualquier entidad debe contener lo siguiente:

1. Nombres y apellidos completos, domicilio y número de Documento Nacional de Identidad o carné de extranjería del administrado, y en su caso, la calidad de representante y de la persona a quien represente.
2. La expresión concreta de lo pedido, los fundamentos de hecho que lo apoye y, cuando le sea posible, los de derecho.
3. Lugar, fecha, firma o huella digital, en caso de no saber firmar o estar impedido.
4. La indicación del órgano, la entidad o la autoridad a la cual es dirigida, entendiéndose por tal, en lo posible, a la autoridad de grado más cercano al usuario, según la jerarquía, con competencia para conocerlo y resolverlo.
5. La dirección del lugar donde se desea recibir las notificaciones del procedimiento, cuando sea diferente al domicilio real expuesto en virtud del numeral 1. Este señalamiento de domicilio surte sus efectos desde su indicación y es presumido subsistente, mientras no sea comunicado expresamente su cambio.
6. La relación de los documentos y anexos que acompaña, indicados en el TUPA.
7. La identificación del expediente de la materia, tratándose de procedimientos ya iniciados.

### **Artículo 207°.- Recursos administrativos**

(...)

207.2 El término para la interposición de los recursos es de quince (15) días perentorios, y deberán resolverse en el plazo de treinta (30) días.



interpuesto dentro del plazo de 15 días de notificado el acto administrativo, se encuentra fundamentado y fue autorizado por letrado;

Que, conforme al artículo 119° de la LMV, el DIRECTOR DE MERCADOS es el funcionario de la Bolsa de Valores encargado de conducir la negociación en Rueda de Bolsa. Dentro de las atribuciones con las que cuenta el DIRECTOR DE MERCADOS para cumplir dicha función, el citado artículo, vigente al momento de los hechos, establecía que:

**“Artículo 119.- Director de Rueda.-**

(...)

*Cuando a su juicio lo ameriten las circunstancias operativas o de mercado, el Director de Rueda está facultado para suspender la sesión que se encuentre en curso o la negociación de determinado valor.”*

(...).”

Que, esta facultad ha sido otorgada al DIRECTOR DE MERCADOS a fin de que pueda suspender una sesión de rueda en curso o la negociación de un determinado valor, cuando existan circunstancias operativas o de mercado que puedan perjudicar la negociación o a los inversionistas, bajo su responsabilidad;

Que, si bien dicha facultad ha sido otorgada al DIRECTOR DE MERCADOS, atendiendo a su condición y capacidades y a las necesidades dinámicas del mercado, de ninguna manera limitan las facultades generales de la SMV para regular y reglamentar las funciones y atribuciones del DIRECTOR DE MERCADOS y la negociación en Rueda de Bolsa, en su calidad de ente supervisor del mercado de valores, de conformidad con lo establecido en el artículo 7° de la LMV<sup>2</sup>;

Que, por tanto, la SMV puede, dentro de sus facultades de ente supervisor del mercado de valores, establecer supuestos en los cuales el DIRECTOR DE MERCADOS debe suspender obligatoriamente la sesión de rueda en curso, sin que por esto se afecte la atribución del DIRECTOR DE MERCADOS de disponer la suspensión de la sesión en otros supuestos, en los que considere que existen razones justificadas para hacerlo;

---

**Artículo 209.- Recurso de Apelación.-** El recurso de apelación se interpondrá cuando la impugnación se sustente en diferente interpretación de las pruebas producidas o cuando se trate de cuestiones de puro derecho, debiendo dirigirse a la misma autoridad que expidió el acto que se impugna para que eleve lo actuado al superior jerárquico.

**Artículo 211.- Requisitos del recurso**

El escrito del recurso deberá señalar el acto del que se recurre y cumplirá los demás requisitos previstos en el Artículo 113 de la presente Ley. Debe ser autorizado por letrado.

<sup>2</sup> **“Artículo 7.- Control y Supervisión.-** La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) es la institución pública encargada de la supervisión y el control del cumplimiento de esta ley.

*La nombrada institución está facultada para, ciñéndose a las normas del derecho común y a los principios generales del derecho, interpretar administrativamente los alcances de las disposiciones legales relativas a las materias que en esta ley se aborda. Lo está asimismo para dictar los reglamentos correspondientes.*

*A menos que haya indicación expresa en contrario, las facultades que esta ley otorga a CONASEV, se ejercen por su Directorio.”*



Que, en ese sentido, si bien el artículo 119° de la LMV vigente al momento de los hechos, estableció como regla general que la suspensión o no de una sesión de rueda de bolsa en curso o de la negociación de un determinado valor, es una decisión que corresponde al juicio del DIRECTOR DE MERCADOS, dicha redacción no enerva la competencia de la SMV para, en ejercicio de su facultad regulatoria, determinar supuestos de suspensión obligatoria, en cuyo caso los mismos deben reflejar de manera objetiva que constituyen eventos que no admiten ninguna discrecionalidad por parte del DIRECTOR DE MERCADOS;

Que, el principio de tipicidad constituye una garantía fundamental para la imposición de cualquier tipo de sanción en nuestro ordenamiento, por cuanto permite generar certeza y seguridad jurídica en los ciudadanos sobre las conductas que serán consideradas como ilícitos penales o administrativos y la correspondiente sanción que generará su realización. En este sentido, el principio de tipicidad tiene reconocimiento a nivel constitucional en el inciso 24) del artículo 2° de la Constitución Política del Estado, el mismo que establece que *“Nadie podrá ser procesado ni condenado por acto u omisión que al tiempo de cometerse no esté previamente calificado en la ley, de manera expresa e inequívoca, como infracción punible; ni sancionado con pena no prevista en la ley.”*

Que, a nivel administrativo, el principio de tipicidad se encuentra recogido en el inciso 4) del artículo 230° de la Ley del Procedimiento Administrativo General (LPAG). En relación con este principio el Tribunal Constitucional ha señalado en la sentencia recaída en el Expediente N° 2192-2004-AA-TC que:

*“(…) el subprincipio de tipicidad o taxatividad constituye una de las manifestaciones o concreciones del principio de legalidad respecto de los límites que se imponen al legislador penal o administrativo, a efectos de que las prohibiciones que definen sanciones, sean éstas penales o administrativas, estén redactadas con un nivel de precisión suficiente que permita a cualquier ciudadano comprender sin dificultad lo que se está proscribiendo, bajo amenaza de sanción en una determinada disposición legal.” (Subrayado nuestro).*

Que, en ese sentido, Rebollo Puig y otros, señalan que:

*“En efecto, la reserva de la ley se cumple con la simple previsión de las infracciones y sanciones en una norma con rango de ley, pero para la tipicidad se requiere algo más: una descripción suficiente de las conductas tipificadas como infracción y de las sanciones que le corresponden en cada caso. Esto es, los ciudadanos deben conocer, en términos claros y precisos, qué hechos son constitutivos de infracción administrativa y qué sanción y con qué extensión podrá imponerse por su comisión”<sup>3</sup>. (Subrayado nuestro).*

<sup>3</sup> REBOLLO PUIG, MANUEL y Otros. “Derecho Administrativo Sancionador”. Lex Nova. 1° Edición, Valladolid, 2010, p. 160.

Que, en el caso materia de revisión, la obligación de suspender la sesión de rueda que se imputa al señor ESPINOSA, si bien está recogida en el artículo 15° del REGLAMENTO DEL DIRECTOR DE MERCADOS, presenta una aparente ambigüedad en el propio artículo cuando en la introducción se señala que el DIRECTOR DE MERCADOS podrá suspender la negociación de un valor o de toda la rueda de bolsa, es decir, se alude a una facultad que como tal puede ser ejercida o no. No obstante líneas abajo el citado artículo establece que si la variación acumulada del índice general durante dicha sesión llega a ser negativa en más de 10%, se suspenderá la negociación por el resto de la sesión:

**“Artículo 15°.- Suspensión de la negociación**

*El Director de Mercados podrá suspender la negociación de uno o varios valores o de toda la Rueda o cualquier MCN en cualquiera de los supuestos siguientes:*

*(...)*

*15.2 Cuando existan factores coyunturales que generen una súbita inestabilidad de un determinado valor o del mercado en su conjunto.*

*(...)*

*De manera preventiva, si durante una Sesión de Rueda o de otro MCN, según corresponda, el índice general de precios se reduce más de 7%, el Director de Mercados suspenderá la negociación en dicho mecanismo por un período mínimo de quince (15) minutos, pudiendo extender el periodo de suspensión, según la naturaleza del hecho que suscite la suspensión. Sólo se podrá reanudar dicha negociación si es que el tiempo restante para que se puedan realizar operaciones que establezcan precio o cotización es al menos de quince (15) minutos. Una vez reanudada la negociación, si la variación acumulada del índice general durante dicha Sesión llega a ser negativa en más de 10%, se suspenderá la negociación por el resto de la Sesión. Excepcionalmente y por razones justificadas, el Director de Mercados podrá disponer la suspensión sin que se verifiquen los supuestos y parámetros antes señalados.*

*(...)” (Subrayado nuestro).*

Que, conforme a lo anterior, se aprecia que la redacción del citado artículo 15° inicia señalando que el DIRECTOR DE MERCADOS podrá suspender la negociación de uno o varios valores o de toda la rueda de bolsa en una relación de supuesto que posteriormente enumera, entre los que se encuentra el numeral 15.2, que contiene la obligación que se imputa al señor ESPINOSA. Cabe señalar que si bien el tercer párrafo del numeral 15.2 señala que ante una caída en el índice general de precios de más de 10% de un mecanismo centralizado de negociación, el Director de Mercados suspenderá la negociación de dicho mecanismo, no puede soslayarse que, conforme a lo establecido inicialmente por el artículo 15° del REGLAMENTO DEL DIRECTOR DE MERCADOS, los numerales de dicho artículo contienen supuestos en los cuales el DIRECTOR DE MERCADOS podrá suspender la negociación de uno o más valores o de toda la sesión de rueda;

Que, adicionalmente, debe tenerse en cuenta que el párrafo final del numeral 15.2 del artículo 15° del REGLAMENTO DEL DIRECTOR DE MERCADOS, al establecer que ante una caída de más del 10% del índice general de precios, el Director de Mercados suspenderá la negociación de todo el mecanismo



PERÚ

Ministerio  
de Economía y Finanzas

SMV  
Superintendencia del Mercado  
de Valores

DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ - AÑO DE LA CONSOLIDACIÓN DEL MAR DE GRAU

centralizado de negociación, no establece el momento preciso en el cual se realizará dicha suspensión, por lo que se podría considerar de dicha redacción, en concordancia con lo establecido inicialmente por el artículo 15° del REGLAMENTO DEL DIRECTOR DE MERCADOS, que dicho momento queda a juicio del Director de Mercados;

Que, debe tenerse en cuenta que el último párrafo del numeral 15.2 del artículo 15° del REGLAMENTO DEL DIRECTOR DE MERCADOS, fue derogado por la Resolución SMV N° 016-2012-SMV/01, la misma que incorporó en el párrafo final de dicho artículo, y de manera independiente de los numerales donde se recogían eventos en los cuales el Director de Mercados podía suspender la negociación de rueda, un supuesto de suspensión obligatoria, similar al que derogó previamente, precisando además que en dicho caso la suspensión sería automática<sup>4</sup>;

Que, por tanto, teniendo en cuenta que la obligación cuyo incumplimiento se imputa al señor ESPINOSA no resultaba indubitable, sino que podía generar más de una lectura en su aplicación en relación con las facultades atribuidas al DIRECTOR DE MERCADOS para decidir por su propio juicio la suspensión o no de la negociación de rueda, no puede concluirse en el presente procedimiento sancionador de manera indubitable que el señor ESPINOSA actuó negligentemente por el solo hecho de no suspender de manera inmediata la negociación por el resto de la sesión de rueda, cuando el índice general disminuyó en más de 10%, incurriendo en la falta grave tipificada en el numeral 2.9 del Anexo I del REGLAMENTO DE SANCIONES;

Que, en consecuencia, en este extremo resultan amparables los argumentos alegados por el señor ESPINOSA en su recurso de apelación; y,

Estando a lo dispuesto por el artículo 2 de la Ley N° 29782, Ley de Fortalecimiento del Mercado de Valores y por el inciso 26 del artículo 12 del Reglamento de Organización y Funciones de la Superintendencia del Mercado de Valores, aprobado mediante Decreto Supremo N° 216-2011-EF

#### **RESUELVE:**

**Artículo 1°.-** Declarar fundado, por lo expuesto en la parte considerativa de la presente resolución, el recurso de apelación interpuesto por el señor Enrique Espinosa Zagazeta contra la Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 042-2014-SMV/11, dejándose sin efecto la sanción impuesta.

**Artículo 2°.-** Dar por agotada la vía administrativa.

---

<sup>4</sup> **Artículo 15.- Suspensión de la negociación**

(...)

*Sin perjuicio de lo anterior, si durante una sesión de rueda o de otro MCN, el índice general de precios se reduce más de 7%, la negociación se suspenderá automáticamente por un período mínimo de quince (15) minutos. El Director de Mercados podrá extender el período de suspensión, según la naturaleza del hecho que suscite la suspensión. Sólo se podrá reanudar dicha negociación si es que el tiempo restante para que se puedan realizar operaciones que establezcan precio o cotización es al menos de quince (15) minutos. Una vez reanudada la negociación, si la variación acumulada del índice general durante dicha sesión llega a ser negativa en más de 10%, se suspenderá automáticamente la negociación por el resto de la sesión. (...)*



PERÚ

Ministerio  
de Economía y Finanzas

SMV  
Superintendencia del Mercado  
de Valores

DECENIO DE LAS PERSONAS CON DISCAPACIDAD EN EL PERÚ - AÑO DE LA CONSOLIDACIÓN DEL MAR DE GRAU

**Artículo 3°.-** Transcribir la presente resolución al señor Enrique Espinosa Zagazeta y a la Bolsa de Valores de Lima S.A.

**Artículo 4°.-** Disponer la difusión de la presente resolución en el Portal de la Superintendencia del Mercado de Valores – SMV.

Regístrese, comuníquese y archívese.

Firmado por: ROCCA CARBAJAL Lilian Del Carmen (FAU)  
Razón: RSUP 070-2016  
Fecha: 25/05/2016 04:20:56 o.m.

**Lilian Rocca Carbajal**  
Superintendente del Mercado de Valores

Firmado por: GIL VASQUEZ Liliana (FAU2013)  
Razon:

Firmado por: VARGAS PIÑA Julio Cesar (FAU)  
Razon: