



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

SMV
Superintendencia del Mercado
de Valores

DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES – AÑO DE LA LUCHA CONTRA LA CORRUPCIÓN Y LA IMPUNIDAD

Resolución de Superintendente Nº 099-2019-SMV/02

Lima, 22 de agosto de 2019

El Superintendente del Mercado de Valores

VISTOS:

El Expediente N° 2014032690, el Informe N° 644-2019-SMV/06 del 8 de julio de 2019 emitido por la Oficina de Asesoría Jurídica (en adelante, OAJ), los escritos de la Bolsa de Valores de Lima S.A.A. (en adelante, BVL) presentados el 15 de julio y 19 de agosto de 2019 y oído el informe oral realizado el 12 de agosto de 2019 en las instalaciones de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) por el señor Francis Stenning de Lavallo, Gerente General de la BVL, la señora Magaly Martínez Matto, Gerente Legal Corporativa y Relaciones Institucionales de la BVL y el abogado señor Jorge Melo Vega Layseca;

CONSIDERANDO:

Que, mediante la Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 016-2017-SMV/10 del 23 de marzo de 2017 (en adelante, RESOLUCIÓN) emitida por la Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial (en adelante, SASP) se resolvió sancionar a la BVL con una multa de seis (6) Unidades Impositivas Tributarias ascendente a S/ 22 800.00 (Veintidós Mil Ochocientos y 00/100 Soles) por haber incurrido en una (1) infracción de naturaleza grave tipificada en el Anexo VIII, literal A), numeral 2, inciso 2.1 del Reglamento de Sanciones aprobado por Resolución CONASEV N° 055-2001-EF/94.10 (en adelante, Reglamento de Sanciones), por incluir valores en la Lista 4 de la Tabla de Valores Referenciales (en adelante, Lista 4), sin observar lo señalado por la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima, aprobado mediante Resolución CONASEV N° 021-99-EF/94.10, (en adelante, Reglamento de Operaciones);

I. DEL RECURSO DE APELACIÓN:

Que, con escrito presentado el 17 de abril del 2017, la BVL interpuso recurso de apelación contra la RESOLUCIÓN, solicitando que se revoque la misma y se declare que la BVL no ha incurrido en infracción sancionable. El mencionado recurso se sustenta en los fundamentos de hecho y de derecho, que seguidamente resumimos:

- a. La SMV considera que no existe sustento técnico para que el Director de Mercados haya incluido valores en la Lista 4 sin observar lo señalado en la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones. Sin embargo, no existe disposición alguna que exija el pretendido sustento técnico al Director de Mercados.
- b. La metodología para la determinación de los valores con los que se puede realizar operaciones de reporte, es establecida por el Directorio de la BVL. En ese sentido,



se debe advertir que el mencionado directorio no determina la exclusión o inclusión de valores en las distintas listas de la Tabla de Valores Referenciales (en adelante, TVR).

- c. Como ha sido reconocido en la RESOLUCIÓN, en la metodología que se encuentra publicada en la página web de la BVL desde el año 1999, se establece que el Director de Mercados es quien puede determinar las modificaciones, ingresos y retiros de valores en las listas 1, 2, 3, y 4, que considere conveniente. La referida metodología no ha sido modificada desde la sesión de Directorio N° 940/2013 del 27 de febrero de 2013, por lo que la misma resulta aplicable al presente caso por mandato de los artículos 27° y 34° del Reglamento de Operaciones.
- d. El Directorio de la BVL aprobó la metodología para seleccionar valores que integran las diferentes listas de la TVR (en adelante, Metodología BVL) dentro de la cual se facultó al Director de Mercados para que determine las modificaciones, ingresos y retiros de la misma que considere pertinentes, conforme al numeral 1.10 de la metodología. De acuerdo con la Metodología BVL, el sistema genera una relación de valores ordenados de acuerdo con el puntaje obtenido. El Director de Mercados recibe las listas 1, 2, 3 y 4 y, haciendo uso de sus facultades, puede modificar, incorporar o retirar los valores que estime conveniente de acuerdo con criterios propios de mercado, bursátiles y/o de coyuntura económica.
- e. La Lista 4 contiene acciones de distintos sectores que pueden ser utilizadas para realizar operaciones de reporte extendidas, por las sociedades reportantes que actúan por cuenta de un inversionista acreditado. Los requisitos para que ciertas acciones sean incluidas en la Lista 4, son que no estén incluidas en las listas 1, 2, 3 de la TVR y que tengan como mínimo una frecuencia de cotización igual o superior a 25% (en adelante, Metodología Lista 4).
- f. No obstante, las listas 1, 2, 3 y 4 no son definitivas, por cuanto la Metodología BVL permitía al Director de Mercados, bajo su solo criterio y responsabilidad, incorporar, retirar o modificar valores de las referidas listas, prescindiendo de uno o algunos de los parámetros previamente establecidos por el Directorio de la BVL; es decir, que no necesariamente coincidan con los parámetros de número y monto de operaciones, frecuencia o sociedades agente de bolsa intervinientes. Lo anterior encuentra sustento en el artículo 119° de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861 y sus modificatorias (en adelante, LMV), al establecer las facultades del Director de Rueda¹, así como en la Metodología BVL publicada en su página web.
- g. El considerando 46 de la RESOLUCIÓN adolece de un *error in iudicando*, por cuanto la SMV no ha sustentado conforme a derecho la supuesta y negada falta de atribuciones por parte del Director de Mercados.
- h. La propia SMV confirma lo señalado por la BVL; en efecto, los considerandos 32 y 35 de la RESOLUCIÓN señalan que la Resolución SMV N° 008-2015-SMV/01 incluyó de manera expresa una nueva metodología que permite al Director de Mercados retirar valores de las listas de la TVR, pero no le autoriza a incorporar

¹ Conforme al numeral 3.4 del artículo 3° del Reglamento del Director de Mercados de las Bolsas de Valores, aprobado por Resolución CONASEV N° 095-2010-EF/94.01.1, el Director de Mercados es el Director de Rueda a que se refiere la LMV.



valores a alguna de las listas, si éstos no se incluyeron como consecuencia de la aplicación de la metodología. Lo antes señalado demuestra que entre agosto de 2013 y enero de 2014, el Director de Mercados sí contaba con las atribuciones expresas de incorporar, retirar o modificar valores de la Lista 4.

- i. La Resolución SMV N° 008-2015-SMV/01, que establece que el Director de Mercados sólo puede retirar valores, tiene vigencia desde el 4 de mayo de 2015. Es decir, los ingresos de valores en la Lista 4 ordenados por el Director de Mercados y cuestionados por las SMV, fueron plenamente válidos, al haberse aplicado la única metodología que regía las operaciones de reporte, incluso las operaciones de reporte extendidas.
- j. Conforme al artículo 119° de la LMV, el Director de Mercados tiene plena discrecionalidad para resolver asuntos referidos a las operaciones que se realizan en rueda. Del mismo modo, el artículo 5° del Reglamento del Director de Mercados, aprobado por Resolución CONASEV N° 098-2010-EF/94.01.1 (en adelante, Reglamento DM) le otorga autonomía funcional y administrativa al mencionado Director de Mercados. En ese orden de ideas, en el caso de los valores BVLAC 1, BVLBC 1 y CAVALIC 1, éstos fueron incorporados a la Lista 4 por expresa decisión del Director de Mercados, con la finalidad de que sean utilizados como principal en operaciones de reporte, considerando además que el inversionista reportante sea un inversionista acreditado.
- k. Por tanto, el considerando 43 de la RESOLUCIÓN trasgrede lo establecido por la LMV y el Reglamento DM, por cuanto el Director de Mercados se encontraba facultado para aplicar su discrecionalidad al incluir valores a la Lista 4. Para la BVL, al momento de la inclusión en la Lista 4 de los valores hoy cuestionados, no existía norma o disposición que limitase el ejercicio de la discrecionalidad del Director de Mercados, la sola afirmación de la SMV, sin fundamentación positiva, no puede sustentar la imposición de una sanción.
- l. En el considerando 46 de la RESOLUCIÓN, el Superintendente Adjunto señala que en el supuesto de que el Director de Mercados cuente con la facultad de ingresar los valores BVLAC1, BVLBC1 y CAVALIC1 a la Lista 4, no se encuentra sustento técnico para que el mencionado funcionario haya incluido dichos valores a la citada lista, pues dichos valores tenían una frecuencia de cotización menor al 25%. Al respecto, la BVL señala que, en uso de las facultades que la Metodología BVL le confería, el Director de Mercados contaba con una amplia discrecionalidad para ingresar valores en la Lista 4, no habiéndose identificado disposición alguna que exigiese un determinado sustento técnico para incluir un valor en la Lista 4.
- m. Asimismo, la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones, que entró en vigencia el 4 de mayo de 2015, sólo establece la facultad para retirar valores, es decir, a partir de dicha fecha el Director de Mercados no puede incorporar valores en la Lista 4.
- n. Conforme al artículo 353° de la LMV y el artículo 2.1 del Texto Único Concordado de la Ley Orgánica de la Superintendencia del Mercado de Valores, aprobada por Decreto Ley N° 26126 (en adelante, Ley Orgánica) dicha entidad pública está facultada para tipificar y sancionar, vía reglamento, las conductas infractoras del mercado de valores. En ese sentido, conforme al artículo 3° del Reglamento de Sanciones, las respectivas infracciones están tipificadas en los anexos del mencionado reglamento. De esta manera, la SMV sólo podrá sancionar aquellas



conductas que se encuentren tipificadas, de manera clara, cierta e inequívoca, como infracción en su Reglamento de Sanciones. Por tanto, haber incluido valores en la Lista 4 por decisión del Director de Mercados, no es sancionable, ya que no se encuentra regulada en el citado Reglamento de Sanciones, ni en ninguna otra norma.

- o. La infracción imputada no cumple con describir de manera clara, cierta e inequívoca cuál es la conducta que se encuentra prohibida. Para la BVL, la descripción de la conducta tipificada como infracción en el numeral 2.9 del Anexo I del Reglamento de Sanciones recurre a términos ambiguos, indeterminados e imprecisos tales como “diligencia” o “normativa”, que no permiten identificar cuál es la conducta prohibida.

Adicionalmente, la BVL señala que recurrir a simples afirmaciones, para darle contenido al numeral 2.9 del Anexo I del Reglamento de Sanciones, constituye una violación al principio de legalidad, por cuanto, la LMV y la Ley Orgánica (normas autoritativas) han establecido que el Reglamento de Sanciones debe prever de manera clara, cierta e inequívoca, cuál es la conducta prohibida.

Se vulnera el principio de legalidad cuando los conceptos jurídicos indeterminados no son razonablemente factibles por no contar con criterios lógicos, técnicos o de experiencia que permitan prever, con suficiente seguridad, la naturaleza y características esenciales del supuesto de la conducta tipificada como infracción.

- p. Conforme al principio de tipicidad sólo pueden imponerse sanciones a los administrados, si al momento de llevar a cabo la conducta cuestionada, ella se encontraba predeterminada como una conducta infractora en una norma precisa, cierta y expresa.
- q. La SASP ha vulnerado el principio de tipicidad, por cuanto ha sancionado a la BVL amparándose en una disposición del Reglamento de Sanciones carente de contenido material propio. Por tanto, al no encontrarse descrita la conducta que se imputó a la BVL en el Reglamento de Sanciones, no debe sancionarse a la misma, en virtud del principio de tipicidad.
- r. El supuesto de hecho de la infracción imputada abre un amplio margen de arbitrariedad y discrecionalidad a favor de la SASP quien puede calificar como infracción grave a cualquier conducta que suponga un incumplimiento de reglamentos internos o disposiciones complementarias. Por tanto, existe una clara violación de los preceptos establecidos en la Constitución Política, respecto de la legalidad y en especial la tipicidad.
- s. La disposición de “no cumplir con sus reglamentos internos o disposiciones reglamentarias” no posee contenido real, pues se basa en premisas vagas e indeterminadas para atribuir a determinada conducta la comisión de una infracción, tampoco delimita o establece qué se debe entender por tal disposición. Entonces, no se puede establecer con seguridad cuál es el universo de posibles conductas que se encontrarían dentro de dicho supuesto, y



- t. Finalmente, la BVL sostiene que la cita al libro de Juan Carlos Morón Urbina contenida en el considerando 78 de la RESOLUCIÓN² no contradice sus argumentos de defensa, puesto que la cita completa señala:

“Por el contrario, no sería contrario al principio, por sí misma la utilización de conceptos jurídicos indeterminados en la definición de la conducta sancionable, siempre y cuando la concreción de tales conceptos sea razonablemente factible en virtud de estar referidos a criterios lógicos, técnicos o de experiencia, que permitan prever, con suficiente seguridad, la naturaleza v características esenciales de las conductas constitutivas de la infracción tipificada. La unidad de solución que subyace en el concepto jurídico indeterminado, hace que su utilización en las normas sancionadoras sea, en principio, admisible, pues al existir una sola solución, la aplicación no comporta margen de discrecionalidad para el funcionario en la definición de la conducta sancionable”

Teniendo en consideración la cita completa, la BVL concluye que no existe una sola solución o unidad de solución. El texto *“No ejecutar con diligencia las funciones establecidas por la normativa”*³ permite a la administración el ejercicio de una discrecionalidad contraria al principio de tipicidad;

II. DE LOS ALEGATOS ADICIONALES DE LA BVL:

Que, mediante escrito presentado el 15 de julio de 2019, la BVL remitió alegatos adicionales respecto del Informe N° 644-2019-SMV/06 emitido por la OAJ, argumentos que resumidamente se señalan:

- a. La Resolución SMV N° 016-2013-SMV/01 modificó la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones, sin embargo, el primer párrafo de dicha norma señala que: *“La actual metodología de Cálculo de la Tabla de Valores Referenciales TVR seguirá vigente hasta la fecha que señale el Consejo Directivo (...)”*. Conforme lo anterior, el Director de Mercados mantuvo sus facultades para modificar los valores integrantes de las listas 1, 2, 3 y 4 de la TVR.
- b. La propia SMV confirma lo señalado por la BVL, respecto a que el Director de Mercados bajo su solo criterio y responsabilidad podía incorporar, retirar o modificar valores de las referidas listas. En los considerandos 32 y 35 de la RESOLUCIÓN se señala que mediante la Resolución SMV N° 008-2015-SMV/01 que modifica la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones, se incluyó de manera expresa la Metodología BVL y la Metodología Lista 4.
- c. La Resolución SMV N° 016-2013-SMV/01, mencionada por el informe legal para afirmar que la BVL desconoce su vigencia, no limita las facultades del Director de

² La cita contenida en el considerando 78 de la RESOLUCIÓN señala: *“no sería contrario al principio, por sí misma la utilización de conceptos jurídicos indeterminados en la definición de la conducta sancionable, siempre y cuando la concreción de tales conceptos sea razonablemente factible en virtud de estar referidos a criterios lógicos, técnicos o de experiencia, que permitan prever, con suficiente seguridad, la naturaleza v características esenciales de las conductas constitutivas de la infracción tipificada”*.

³ La BVL cita incorrectamente el texto del tipo infractorio que le fue imputado por la SMV.



Mercados. En el informe legal no se indica el numeral de la indicada resolución donde se limitan las facultades discrecionales del Director de Mercados.

- d. La sentencia del Tribunal Constitucional del 25 de abril de 2018, recaída en el expediente N° 0020-2015-AA/TC, declaró inconstitucional el artículo 46° de la Ley Orgánica del Sistema Nacional de Control y de la Contraloría General de la República (Ley Orgánica CGR). En la sentencia antes citada, el Tribunal Constitucional deja expresamente establecido que el principio de legalidad se cumple cuando las infracciones y sanciones están previstas en la ley. Por otro lado, el subprincipio de tipicidad es la precisa definición de la conducta que la ley considera como falta.

La BVL resalta que el Tribunal Constitucional sentenció como inconstitucional aquellas normas que establecen tipos infractorios sin determinar expresamente y sin reunir las características de claridad, precisión y suficientes estándares mínimos para ser entendidos por el ciudadano de formación básica. Para la BVL, el tipo infractorio utilizado por la SMV carece de las mismas características expuestas por el Tribunal Constitucional, y

- e. El numeral 2.6 del informe legal excede el objeto principal de la apelación, es decir, revisar la RESOLUCIÓN, pues introduce hechos y menciona personas naturales y jurídicas que no son parte del procedimiento administrativo sancionador. Para la BVL, el informe legal incorpora una serie de opiniones y afirmaciones sobre los directores de dicha entidad que no son parte del procedimiento sancionador, asimismo, incluye el nombre de dos sociedades agentes de bolsa y de sus socios mayoritarios, mencionando además el artículo 1° de la Ley N° 29660 que establece medidas para sancionar manipulación de precios en el mercado de valores, lo que implica un atentado contra el derecho de defensa. El hecho que el informe legal concluya que las mencionadas sociedades agentes de bolsa y algunos directores de la BVL incumplieron los altos estándares de ética e integridad que se espera de los participantes del mercado, equivale a una grave formulación de cargos sin conocimiento de las personas mencionadas, en un procedimiento donde no son parte. Por tanto, la BVL solicita que se excluya del procedimiento el contenido del punto 2.6 del informe legal;

Que, mediante escrito presentado el 19 de agosto de 2019, la BVL remitió alegatos y documentación adicionales para mejor resolver, que resumimos a continuación:

- a. De acuerdo con lo solicitado en la audiencia oral del 12 de agosto de 2019, se acompaña el acta de sesión de Directorio N° 946.13 del 15 de julio de 2013, donde se dio cuenta de la propuesta de incorporar valores de la BVL y CAVALI dentro de la nueva Lista 4 de reporte extendido. Igualmente, se acompaña copia del acta de Comité de Inversión N° 04-2013 del 15 de julio de 2013, cuyo punto 4 se refiere a las operaciones de reporte extendido con acciones de la BVL y CAVALI, en caso dichos valores sean incluidos en la Lista 4. La BVL sostiene que con dichos documentos busca acreditar que ni el Directorio de dicha entidad ni su Comité de Inversión ordenaron o incorporaron los valores cuestionados en la Lista 4 de la TVR.
- b. Se acompaña metodología vigente a la fecha de los hechos imputados, que estuvo vigente por varios años, publicada por la BVL y de conocimiento de la SMV, donde expresamente se faculta al Director de Mercados para modificar, ingresar o retirar



valores fuera de los rangos previstos. La BVL reafirma que su interpretación se sustenta en el artículo 27° del Reglamento de Operaciones así como su respectiva disposición complementaria, normas que estuvieron vigentes hasta mayo de 2015 cuando por Resolución SMV N° 008-2015-SMV/01 se modificó la citada disposición complementaria, restringiendo la facultad del Director de Mercados a sólo retirar valores.

- c. Con relación a la posibilidad de incluir en la resolución de segunda instancia, los nombres de las sociedades agentes de bolsa y/o sus accionistas referidos en el numeral 2.6 del Informe N° 644-2019, la BVL sostiene que dicha inclusión atentaría contra el principio del debido procedimiento pues en el presente procedimiento no se formuló cargos a los citados directores y/o sociedades agentes de bolsa. Asimismo, incluir como fundamento de sanción la información antes referida, podría calificar como una violación al principio de *“Non Reformatio in Peius”*, al atribuir incumplimientos de orden ético y de integridad que no fueron materia de cargos, y
- d. Finalmente, la BVL menciona que no observa razones materiales para alegar un conflicto de intereses, toda vez que las operaciones de reporte observadas en el numeral 2.6 del Informe N° 644-2019, fueron ejecutadas según las normas vigentes;

III. EVALUACIÓN:

Que, de la evaluación efectuada, se observa que el recurso de apelación cumple con los requisitos establecidos en los artículos 218° y 220° del Texto Único Ordenado de la Ley N° 27444, Ley del Procedimiento Administrativo General, aprobado por Decreto Supremo N° 004-2019-JUS⁴ (en adelante, TUO LPAG) dado que fue interpuesto dentro del plazo de 15 días de notificado el acto administrativo y se encuentra fundamentado;

3.1 Marco legal aplicable a las operaciones cuestionadas:

Antes de evaluar los argumentos esgrimidos por la BVL, debemos glosar el primer párrafo del artículo 27°, así como el segundo, sexto y séptimo párrafo del artículo 34° del Reglamento de Operaciones, conforme a los textos vigentes a la fecha de la comisión de los hechos imputados como infracción, los que señalaban:

⁴ Artículo 218. Recursos administrativos

216.1 Los recursos administrativos son:

- a) Recurso de reconsideración
- b) Recurso de apelación

Solo en caso que por ley o decreto legislativo se establezca expresamente, cabe la interposición del recurso administrativo de revisión.

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

Artículo 220.- 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.



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

SMV
Superintendencia del Mercado
de Valores

DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES – AÑO DE LA LUCHA CONTRA LA CORRUPCIÓN Y LA IMPUNIDAD

“Artículo 27.- Selección de los valores materia de las operaciones.

El Consejo establecerá la metodología que se utilizará para la determinación de los valores con los que se podrá realizar las operaciones previstas en el presente Título, así como aquellos que podrán ser entregados en calidad de margen de garantía, conforme a lo dispuesto por el artículo siguiente.

(...)

Artículo 34.- Operación de Reporte.

(...)

También se podrán realizar operaciones de reporte respecto a una lista de valores determinada según la metodología a que se refiere el Artículo 27. En estos casos, durante la vigencia de la operación de reporte y conforme al procedimiento establecido por el Consejo, el reportado podrá sustituir los valores materia de la operación por cualquier otro del indicado grupo de valores o de un grupo de valores de menor riesgo.

(...)

Las operaciones de reporte en las que la sociedad reportante actúe por cuenta de un inversionista acreditado podrán sujetarse a condiciones particulares respecto a los valores materia de las operaciones. Las operaciones sujetas a dichas condiciones especiales se denominarán operaciones de reporte extendidas.

El directorio determinará las condiciones que serán aplicables a dichas operaciones, de conformidad con lo dispuesto en el presente reglamento.”

(Subrayado nuestro)

Asimismo, corresponde citar la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones⁵, de acuerdo con el texto vigente al momento de la comisión de los hechos imputados como infracción:

“Mercado de Reporte con acciones y valores representativos de derechos sobre acciones

La actual metodología de Cálculo de la Tabla de Valores Referenciales TVR seguirá vigente hasta la fecha que señale el Consejo Directivo, la que será informada al mercado con 10 (diez) días de Rueda de Bolsa de anticipación, por lo menos.

Las operaciones de reporte con valores objeto de situaciones extraordinarias podrán ser renovadas, siempre que la fecha de vencimiento de la nueva operación no exceda la fecha de canje en los casos de fusión, escisión u OPI, o la fecha de liquidación de la oferta, en los casos de OPA u OPC.

Se podrá realizar operaciones de reporte extendidas con acciones o valores representativos de derechos sobre acciones que conformen la Lista 4 de la Tabla de Valores Referenciales. Esta lista se utiliza únicamente para realizar este tipo de operaciones y la integran valores que no se encuentren

⁵ Texto citado conforme a la modificación introducida por la Resolución SMV N° 016-2013-SMV/01, publicada el 24 de julio de 2013.



conformando las Listas 1, 2 y 3 de la Tabla de Valores Referenciales y que presenten como mínimo una frecuencia de cotización igual o superior a 25%.

Lo indicado en el párrafo anterior no es aplicable a certificados de suscripción preferente o cualquier otro valor representativo de derechos sobre acciones que por su naturaleza tengan vigencia temporal.”
(Subrayado nuestro)

Conforme a los artículos 27° y 34° antes citados, correspondía al Directorio de la BVL aprobar la metodología para seleccionar los valores que podían integrar las diferentes listas de la TVR, pero no determinar la inclusión o proponer la inclusión de valores específicos a alguna de las listas. Por su parte, la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones, conforme al texto vigente a la fecha de la comisión de los hechos imputados, establecía un grupo de requisitos y parámetros para seleccionar a los valores de la Lista 4. El Reglamento de Operaciones y sus disposiciones complementarias utilizan indistintamente los términos Consejo Directivo y Directorio para referirse al mismo órgano de dirección de la BVL;

3.2 Sobre los argumentos de la BVL:

- a. La BVL sostiene que no es correcta la afirmación de la SASP respecto a que el Director de Mercados no tenía sustento técnico para haber incluido valores en la Lista 4.

Sobre el particular, la RESOLUCIÓN menciona que en el supuesto negado que el Director de Mercados hubiese tenido facultades para modificar los valores integrantes de la Lista 4, no se observa un sustento técnico para dicha modificación, es decir, para la SASP no existe una lógica económica y financiera para la inclusión de los valores cuestionados en la Lista 4. La SASP no sostiene que el Director de Mercados debía cumplir un marco normativo que le exigía sustentar técnicamente sus decisiones, por el contrario, señala claramente que a la fecha de la comisión de los hechos imputados no existía marco legal que facultase al Director de Mercados a modificar los valores integrantes de la Lista 4.

- b. La recurrente sostiene que, conforme a la Metodología BVL, su Directorio no determina la exclusión o inclusión de valores en particular y que dichos parámetros no han sido modificados desde la sesión de Directorio N° 940/2013 del 27 de febrero de 2013 y por tanto, resultan aplicables al presente caso por mandato de los artículos 27° y 34° del Reglamento de Operaciones. Asimismo, para la BVL, la RESOLUCIÓN confirma que la metodología que se encuentra publicada en la página web de la BVL desde el año 1999, establece que el Director de Mercados determina las modificaciones, ingresos y retiros de valores en las listas 1, 2, 3 y 4 de la TVR, que considere conveniente.

En primer lugar, debemos señalar que la Metodología BVL fue modificada mediante la Resolución SMV N° 016-2013-SMV/01, publicada el 24 de julio de 2013, es decir, antes de la comisión de los hechos imputados (publicación de las listas de la TVR, los días 09.08.2013, 01.10.2013 y 02.01.2014).

Conforme al texto de la Metodología BVL, vigente antes de julio de 2013, la selección de valores para integrar las listas 1, 2 y 3 de la TVR se realizaba trimestralmente sobre la base del movimiento bursátil registrado en los seis (6)



meses anteriores, considerando la evolución de 4 indicadores: (i) frecuencia de cotización, ii) frecuencia de intermediarios, iii) número de operaciones; y, iv) volumen negociado para todos los valores negociados en el citado período de análisis. De acuerdo con esta metodología, se debía calcular un puntaje total por cada valor mobiliario mediante la suma de puntajes parciales obtenidos respecto a cada indicador, puntajes que tenían una determinada ponderación, siendo la frecuencia de cotización el indicador de mayor peso en el cálculo del puntaje total. En ese sentido, los valores de mayor puntaje integraban la lista 1, y así sucesivamente, de acuerdo con el puntaje total obtenido, se completaban los valores de la lista 2 y la lista 3.

Ahora bien, corresponde resaltar que en diversos considerandos de la RESOLUCIÓN (por ejemplo, el considerando 31) se señala claramente que mediante la Resolución SMV N° 016-2013-SMV/01, se modificó el artículo 34° del Reglamento de Operaciones con el fin de establecer una nueva modalidad de operaciones de reporte, denominada “operaciones de reporte extendidas” y que, asimismo, la citada resolución modificó la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones, precisando que la nueva Lista 4 debía estar compuesta por valores distintos a los incorporados en las listas 1, 2 y 3, y que a su vez, dichos valores debían presentar como mínimo una frecuencia de cotización igual o superior a 25%, es decir, se estableció que la frecuencia de cotización era el único criterio para determinar los valores integrantes de la Lista 4. En este punto, debemos resaltar que, efectivamente la Metodología BVL contemplaba en su numeral 1.9 que: *“Los resultados son entregados al Director de Mercados, a fin de que pueda determinar las modificaciones, ingresos y retiros que considere conveniente.”* Sin embargo, dicha metodología, al no poder anticiparse al futuro, no contemplaba una Lista 4 (la misma que fue creada mediante la modificación de la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones), en ese sentido, carece de sustento afirmar que la Metodología BVL otorgaba facultades al Director de Mercados para incluir o excluir valores a la Lista 4 prescindiendo de los criterios contemplados en la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones, cuando dicha metodología fue aprobada antes de la existencia de la Lista 4 de la TVR y su alcance estaba limitado a los valores que formaban parte de las listas 1, 2 y 3 de la TVR.

- c. La BVL sostiene que las listas 1, 2, 3 y 4 no eran definitivas, por cuanto la Metodología BVL permitía al Director de Mercados, bajo su solo criterio y responsabilidad, incorporar, retirar o modificar valores de las referidas listas, prescindiendo de uno o algunos de los parámetros previamente establecidos por el Directorio de la BVL, lo que tiene sustento en las facultades conferidas al Director de Mercados por la LMV.

Sobre el particular, reiteramos que a la fecha de la comisión de los hechos imputados, ni la Metodología BVL ni la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones, contemplaban facultades discrecionales al Director de Mercados para modificar los valores integrantes de la Lista 4.

En este punto, corresponde señalar que, mediante comunicación GE-021/2013 recibida el 11 de marzo de 2013, la BVL solicitó modificar la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones. En dicha comunicación, el Gerente General de la BVL remitió el acuerdo de sesión de Directorio del 27 de febrero de 2013, donde se había aprobado modificar el



Reglamento de Operaciones para establecer que los valores que no integren las listas 1, 2 y 3 de la TVR y que a su vez presenten como mínimo una frecuencia de cotización igual o superior al 25% integren la Lista 4 de la TVR para operaciones de reporte, debemos resaltar que, conforme a los documentos remitidos por la BVL en el expediente de modificación de reglamentos internos, fue el propio Directorio de la BVL quien optó por una frecuencia de cotización igual o superior al 25%, pues el informe técnico de la administración de la BVL había recomendado una frecuencia de cotización del 10%.

En ese sentido, debemos resaltar que si bien la Metodología BVL facultaba al Director de Mercados para realizar los ingresos y retiros de valores de las listas de la TVR, dicha facultad alcanzaba sólo a las listas 1, 2 y 3 de la TVR, por el simple hecho de que la Lista 4 de la TVR fue creada de manera posterior a la aprobación de la Metodología BVL. En tal virtud, a la fecha de la comisión de los hechos imputados, el Director de Mercados no estaba facultado para desconocer los límites y criterios establecidos por la SMV para conformar la Lista 4 de la TVR.

A mayor abundamiento, la comunicación GE-043-13 de julio de 2013, mediante la cual la BVL absuelve las observaciones formuladas por la SMV respecto de su solicitud original antes mencionada, es muy clara al señalar el carácter obligatorio de los nuevos parámetros propuestos; así, en la página 1 de su escrito, la BVL señala que: *“Adicionalmente, en relación a la preocupación respecto a la frecuencia de cotización mínima de un valor para ser considerado en la Lista 4, se informa que la misma deberá ser de 25%”*, como se aprecia, la BVL emplea el verbo “deberá” lo que nos indica que dicho parámetro fue concebido como obligatorio. Asimismo, en las páginas 2 y 3 de la mencionada comunicación, la BVL señala las razones para establecer el parámetro antes señalado así como el rol que podría cumplir el Director de Mercados respecto de la constitución de la Lista 4 de la TVR. A continuación citamos los textos pertinentes:

“Asimismo, se propone como criterio de selección, al indicador de frecuencia de cotización, al ser este el de mayor representatividad de liquidez y de mayor peso en la metodología de determinación de los valores que integran la TVR.

De acuerdo al procedimiento establecido para la selección de los valores que integran la TVR, los otros criterios sin ser tan importantes estarían excluyendo valores atractivos que pudieran ser aceptados para garantizar el principal de una operación de reporte.

(...)

Se adjunta (Anexo II) relación de valores y sus indicadores que cumplen con el criterio de frecuencia mínima de cotización mayor o igual a 25% excluyendo los valores del segmento de capital de riesgo. La referida relación podría excluir valores adicionales a consideración del Director de Mercado, de acuerdo a lo establecido en el documento de Cálculo de la Tabla de Valores Referenciales (TVR), artículo 27 del reglamento de operaciones.” (Subrayado nuestro)

Como se aprecia, la propia BVL consideraba que el Director de Mercados podía excluir un valor de esta lista de valores de alta frecuencia de cotización, pero no incluir aquellos valores que no cumplieran con las características antes referidas.



Finalmente, el artículo 119° de la LMV⁶ que regula la figura del Director de Rueda, tampoco faculta a dicho funcionario para desconocer normas de obligatorio cumplimiento.

- d. De acuerdo con la BVL, el considerando 46 de la RESOLUCIÓN adolece de un *error in iudicando*, por cuanto la administración no ha sustentado conforme a derecho la supuesta y negada falta de atribuciones por parte del Director de Mercados. Adicionalmente, la recurrente señala que la propia SMV en los considerandos 32 y 35 de la RESOLUCIÓN advierte que mediante la Resolución SMV N° 008-2015-SMV/01 se incluyó de manera expresa una nueva metodología que permite al Director de Mercados retirar determinados valores de alguna lista de la TVR, pero no le autoriza a incorporar valores en las mismas. Para la BVL, lo antes señalado demuestra que entre agosto de 2013 y enero de 2014, el Director de Mercados sí contaba con las atribuciones expresas de incorporar, retirar o modificar valores de la Lista 4 y que, por tanto, los ingresos de valores en la Lista 4 ordenados por el Director de Mercados fueron plenamente válidos, al haberse aplicado la única metodología que regía las operaciones de reporte, incluso las operaciones de reporte extendidas.

Sobre el particular, debemos reiterar que mediante la Resolución SMV N° 016-2013-SMV/01, se modificó la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones, estableciéndose expresamente que la Lista 4 debía estar compuesta por valores distintos a los incorporados en las listas 1, 2 y 3 y que a su vez, dichos valores debían presentar como mínimo una frecuencia de cotización igual o superior a 25%, es decir, se estableció un requisito mínimo obligatorio para la conformación de la Lista 4. Conforme al texto de la Disposición Complementaria antes citada, el Director de Mercados no estaba facultado para modificar la selección de los valores integrantes de las Lista 4.

Sin perjuicio de lo anterior, cabe señalar que, mediante la Resolución N° 008-2015-SMV/01, vigente desde el 4 de mayo de 2015 (fecha posterior a la comisión de los hechos imputados como infracción administrativa), se modificó la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones,

⁶ **Artículo 119. Director de Rueda.**- La rueda de bolsa es conducida por un funcionario de la bolsa, denominado Director de Rueda, quien tiene como principal función vigilar que la negociación en dicho mecanismo centralizado se lleve a cabo de manera ordenada, transparente y de conformidad con los reglamentos específicos sobre operaciones y demás normas aplicables.

Con el fin de desempeñar sus funciones, el Director de Rueda tiene las siguientes facultades:

- a) Resolver con fallo inapelable las cuestiones que se susciten durante la rueda de bolsa respecto de la validez de las operaciones. Está facultado para anular las operaciones que se efectúen contraviniendo lo dispuesto en la ley y las normas reglamentarias aplicables.
- b) b) Imponer las medidas correspondientes de acuerdo con lo que se establezca en los reglamentos internos de las bolsas aprobados por Conasev.
- c) c) Suspender la negociación de uno o varios valores o de toda la rueda de bolsa de acuerdo con lo señalado en el reglamento de la materia.
- d) d) Suspender a una sociedad agente en mérito a la información que le proporcione la Institución de Compensación y Liquidación de Valores (ICLV) acerca del incumplimiento de aquella en la liquidación de operaciones o reposición de márgenes de garantía, de acuerdo con lo establecido en los reglamentos internos de las bolsas.
- e) Otras que, mediante disposición de carácter general, determine Conasev.

El Director de Rueda debe contar con autonomía e independencia funcional y administrativa, expone y reporta al directorio o consejo directivo de la bolsa respectiva.



incorporando, en dicha norma, los parámetros y criterios necesarios para conformar las diferentes listas de la TVR (en adelante, Nueva Metodología); mediante esta modificación se incorporaron en una sola norma, la Metodología BVL y la Metodología Lista 4 que hasta mayo de 2015 habían estado comprendidas en diferentes disposiciones. Sin embargo, lo anterior no significa que recién con la emisión de la Nueva Metodología (vigente desde mayo de 2015), se hayan establecido parámetros y criterios expuestos para determinar los valores que podían integrar la Lista 4, pues mediante la Resolución SMV N° 016-2013-SMV/01, vigente a la fecha de la comisión de los hechos imputados, ya se habían establecido los parámetros necesarios para conformar la Lista 4, metodología que no reconocía facultades al Director de Mercados para incorporar valores a la Lista 4, que no cumplieren con los dos parámetros ya señalados: no pertenecer a ninguna de las otras listas de la TVR (1, 2 y 3) y tener una frecuencia de cotización igual o superior a 25%, y por tanto, no podía ser desconocida por la propia BVL.

En consecuencia, estos argumentos de la BVL también carecen de fundamento legal.

- e. De manera adicional, la BVL señala que el artículo 119° de la LMV y el artículo 5° del Reglamento DM⁷, otorgan autonomía funcional y administrativa al Director de Mercados. En ese orden de ideas, la BVL sostiene que en el caso de los valores BVLAC1, BVLBC1 y CAVALIC1, éstos fueron incorporados a la Lista 4 por expresa decisión del Director de Mercados, con la finalidad de ser utilizados como principal en operaciones de reporte extendidas, considerando además que el inversionista reportante sea un inversionista acreditado.

Respecto de lo anterior, la SMV no ha cuestionado la autonomía funcional y administrativa del Director de Mercados; la materia de este procedimiento ha sido determinar si la BVL incumplió con la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones, mas no si el Director de Mercados cumplió con sus funciones de vigilancia de operaciones realizadas en un Mecanismo Centralizado de Negociación.

- f. Por otro lado, la BVL sostiene que al momento de la inclusión en la Lista 4 de los valores hoy cuestionados, no existía norma o disposición que limitase el ejercicio de la discrecionalidad del Director de Mercados, la sola afirmación de la SMV, sin fundamentación positiva, no puede sustentar la imposición de una sanción, sostiene dicha entidad. En ese sentido, la BVL afirma que no ha incumplido disposiciones complementarias del Reglamento de Operaciones, puesto que la única norma administrativa positiva que limita las facultades del Director de Mercados, entró en vigencia el 4 de mayo de 2015.

⁷ Artículo 5.- De las condiciones de la dirección de mercados

La dirección de mercados deberá cumplir con las siguientes condiciones:

5.1. Contar con autonomía e independencia funcional y administrativa, debiendo exponer o reportar únicamente al directorio o consejo directivo de la Bolsa respectiva, cuando se lo requieran. Cada solicitud que se formule al Director de Mercados debe ser informada a CONASEV al día hábil siguiente de haber sido formulada.

5.2. Contar con los recursos necesarios que le permitan realizar sus funciones con efectividad y celeridad, entendiéndose dentro de estos el contar con el personal suficiente y competente y con el soporte tecnológico adecuado.

Corresponde al directorio o consejo directivo de la Bolsa respectiva establecer los mecanismos y otorgar los recursos necesarios a efectos de dar cumplimiento a la presente disposición. El Director de Mercados deberá comunicar a CONASEV cualquier situación contraria a las condiciones establecidas en el presente artículo.



Nuevamente la BVL desconoce la vigencia de la Resolución SMV N° 016-2013-SMV/01, que modificó el artículo 34° del Reglamento de Operaciones con el fin de establecer una nueva modalidad de operaciones de reporte, denominada “operaciones de reporte extendidas” y que, asimismo, modificó la Disposición Complementaria al artículo 27° de dicho reglamento. En ese sentido, es incorrecto afirmar que a la fecha de la comisión de los hechos imputados no existía normativa que limitase las facultades del Director de Mercados, por el contrario, la SASP sustenta la sanción impuesta en normas de orden público aprobadas por la SMV con anterioridad a la realización de los hechos cuestionados y que no otorgaban facultad alguna al Director de Mercados para modificar la Lista 4, desconociendo los parámetros aprobados por la SMV a pedido de la propia BVL.

- g. Seguidamente, la BVL vuelve a cuestionar lo señalado por la RESOLUCIÓN respecto a que en el negado caso de que el Director de Mercados hubiera tenido la facultad de ingresar los valores BVLAC1, BVLBC1 y CAVALIC1 a la Lista 4, dichos ingresos no tenían el correspondiente sustento técnico. Al respecto, la BVL señala que, en uso de las facultades que la propia metodología le confería, el Director de Mercados contaba con una amplia discrecionalidad para ingresar valores en la Lista 4. No habiéndose identificado disposición alguna que exigiese que, para incluir un valor en la Lista 4, el Director de Mercados debía sustentar técnicamente su decisión.

Sobre el particular, reiteramos que la Metodología Lista 4 no le otorgó al Director de Mercados facultades para modificar la conformación de la Lista 4. Debemos resaltar que las facultades del Director de Mercados contempladas en la Metodología BVL sólo aplicaban para la conformación de las listas 1, 2 y 3 de la TVR (aplicable a las operaciones de reporte) y no para la conformación de la nueva Lista 4 (aplicable sólo para las operaciones de reporte extendidas), por el simple hecho de que la Metodología BVL es previa a la creación de la Lista 4.

- h. La BVL sostiene que, conforme al artículo 353° de la LMV y al artículo 2.1 de la Ley Orgánica, la SMV está facultada para tipificar y sancionar, vía reglamento, las conductas infractoras del mercado de valores. Por tanto, la SMV sólo puede sancionar aquellas conductas que se encuentren tipificadas, de manera clara, cierta e inequívoca en su Reglamento de Sanciones, lo que no sucede en el presente caso, pues la inclusión de valores en la Lista 4 por decisión del Director de Mercados, no es sancionable, ya que no se encuentra regulada en el citado Reglamento de Sanciones. Para la BVL la descripción de la conducta tipificada como infracción en el numeral 2.9 del Anexo I del Reglamento de Sanciones recurre a términos ambiguos, indeterminados e imprecisos tales como “diligencia” o “normativa”, que no permiten identificar cuál es la conducta prohibida, por lo que se ha violado el principio de legalidad.

La BVL concluye este acápite argumentando que se vulnera el principio de legalidad cuando los conceptos jurídicos indeterminados no son razonablemente factibles por no contar con criterios lógicos, técnicos o de experiencia que permitan prever, con suficiente seguridad, la naturaleza y características esenciales del supuesto de la conducta tipificada como infracción.

Sobre los anteriores argumentos, corresponde glosar el Anexo VIII, numeral 2, inciso 2.1 del Reglamento de Sanciones, vigente al momento de la comisión de los hechos imputados, norma que señalaba:

**“ANEXO VIII*****De las Infracciones de la Bolsa y otras Entidades Responsables de la Conducción de Mecanismos Centralizados de Negociación, del Agente Promotor y del Director de Mercado***

A) Son infracciones de la Bolsa y otras entidades encargadas de la conducción de Mecanismos Centralizados:

(...)

2.- Grave

2.1 No cumplir con sus reglamentos internos o disposiciones complementarias”

Como se aprecia, el tipo infractorio glosado no utiliza conceptos jurídicos indeterminados (como podría ser el concepto de “diligencia”, al cual hace referencia la BVL), por el contrario, el texto es preciso al señalar que si la BVL incumple su propio reglamento interno o disposición complementaria habrá incurrido en el supuesto de hecho contenido en el citado numeral 2.1.

- i. La BVL sostiene que la SASP ha vulnerado el principio de tipicidad, por cuanto le ha impuesto una sanción amparándose en una disposición del Reglamento de Sanciones carente de contenido material propio. Por tanto, al no encontrarse descrita la conducta que se imputó a la BVL en el Reglamento de Sanciones, no debe sancionarse a la BVL, en virtud del principio de tipicidad. Finalmente, la BVL sostiene que la SASP no ha citado de manera completa al profesor Morón Urbina en el considerando 78 de la RESOLUCIÓN.

Sobre el particular, debemos señalar que el tipo infractorio tiene un claro contenido material, si la BVL incumple las normas imperativas contenidas en sus reglamentos internos y disposiciones complementarias, incurre en una infracción sancionable. En el presente caso, no puede argumentarse que la BVL desconoce que su actividad económica es regulada mediante disposiciones de obligatorio cumplimiento, pues la misma BVL propone la aprobación o modificación de sus reglamentos internos y disposiciones complementarias.

Finalmente, corresponde señalar que la cita de Juan Carlos Morón Urbina cuestionada por la BVL no tiene mayor relevancia para la presente evaluación, pues, como hemos señalado, el tipo infractorio imputado no contiene conceptos jurídicos indeterminados y la cita completa no cambia el sentido de este extremo.

3.3 Sobre los alegatos escritos de la BVL

3.3.1 Con posterioridad a la emisión del Informe N° 644-2019-SMV/06, como se ha mencionado, la BVL remitió un escrito de alegatos repitiendo en gran parte sus argumentos contenidos en el recurso de apelación analizado previamente. A continuación analizamos aquellos argumentos nuevos o presentados con una óptica diferente en el escrito de alegatos:

- a. La Resolución SMV N° 016-2013-SMV/01 modificó la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones, sin embargo, el primer párrafo de dicha Disposición Complementaria señala que: “*La actual metodología de Cálculo de la Tabla de Valores Referenciales TVR seguirá vigente hasta la fecha que señale el Consejo Directivo (...)*”. Conforme lo anterior, el



Director de Mercados mantuvo sus facultades para modificar los valores integrantes de las listas 1, 2, 3 y 4.

Lo señalado por la BVL carece de fundamento, pues, si bien, a la fecha de la comisión de los hechos imputados, el texto del primer párrafo de la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones señalaba que la Metodología BVL se mantenía vigente hasta la fecha dispuesta por el Directorio de la BVL, dos párrafos después, la misma disposición establecía límites y criterios expuestos para definir los valores que podían integrar la Lista 4. En ese sentido, resulta claro que a la fecha de los hechos imputados, las listas 1, 2 y 3 de la TVR se conformaban de acuerdo con la Metodología BVL y para dicho fin, el Director de Mercados estaba facultado para ingresar o excluir valores de las mencionadas listas; sin embargo, respecto de la conformación de la Lista 4, la Metodología BVL no establecía regulación alguna, puesto que la misma fue aprobada antes de la creación de la Lista 4; por tanto, para la conformación de la Lista 4 de la TVR, el Director de Mercados tenía un rol distinto, en la medida que la Metodología Lista 4 contemplaba como parámetro obligatorio, que los valores que integren esta última lista, debían contar con una cotización igual o mayor a 25%.

- b. La propia SMV confirma lo señalado por la BVL, respecto a que el Director de Mercados, bajo su solo criterio y responsabilidad, podía incorporar, retirar o modificar valores de las referidas listas. En los considerandos 32 y 35 de la RESOLUCIÓN se señala que, mediante la Resolución SMV N° 008-2015-SMV/01, que modifica la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones, se incluyó de manera expresa la Metodología BVL y la Metodología Lista 4.

Lo señalado por la BVL carece de fundamento, pues el hecho de que la Resolución SMV N° 008-2015-SMV/01 haya incorporado en un mismo cuerpo normativo los criterios contemplados en la Metodología BVL y la Metodología Lista 4, no niega que los criterios de la Metodología Lista 4 hayan estado vigentes desde el 2013 cuando fueron aprobados por la SMV, es decir, de manera previa a la comisión de los hechos imputados.

- c. La Resolución SMV N° 016-2013-SMV/01 mencionada por el informe legal para afirmar que la BVL desconoce su vigencia, no limita las facultades del Director de Mercados. En el informe legal no se indica el numeral donde se limitan las facultades discrecionales del Director de Mercados.

Lo señalado por la BVL carece de fundamento. En primer lugar, corresponde señalar que antes de julio de 2013, la Metodología BVL señalaba que la selección de valores para integrar las listas 1, 2 y 3 de la TVR se realizaba trimestralmente sobre la base del movimiento bursátil registrado en los seis (6) meses anteriores, considerando la evolución de 4 indicadores: (i) frecuencia de cotización, ii) frecuencia de intermediarios, iii) número de operaciones; y, iv) volumen negociado para todos los valores negociados en el citado período de análisis. De acuerdo con esta metodología, se debía calcular un puntaje total por cada valor mobiliario mediante la suma de puntajes parciales obtenidos respecto a cada indicador, puntajes que tenían una determinada ponderación, siendo la frecuencia de cotización el indicador de mayor peso en el cálculo del puntaje total. En ese sentido, los valores de mayor puntaje, integraban la lista 1, y así sucesivamente, de acuerdo con el puntaje total obtenido, se completaban los valores de las listas 2 y 3.



Sin embargo, la Resolución SMV N° 016-2013-SMV/01 (publicada en julio 2013) dispuso que la Lista 4 estuviese integrada sólo por valores que no fueran parte de las listas 1, 2 y 3 de la TVR y que presenten como mínimo una frecuencia de cotización igual o superior a 25%. No tendría ningún sentido aprobar criterios específicos para conformar la Lista 4, si estos sólo eran referenciales y el Director de Mercados podía modificar la conformación de la citada lista en cualquier momento. La lectura esbozada por la BVL implicaría que se habría solicitado al regulador aprobar una normativa imperativa cuya observancia quedaba al libre albedrío de los obligados a su cumplimiento, lo que evidentemente no resulta admisible.

Adicionalmente, conforme lo referido líneas arriba, se desprende, de los documentos presentados por la BVL para modificar el artículo 27° del Reglamento de Operaciones y su respectiva Disposición Complementaria, que el criterio de frecuencia de cotización propuesto no era referencial y por el contrario respondía a la finalidad de la propia propuesta de modificación.

- d. La sentencia del Tribunal Constitucional del 25 de abril de 2018, recaída en el Expediente N° 0020-2015-AA/TC, declaró inconstitucional el artículo 46° de la Ley Orgánica CGR. En dicha sentencia, el Tribunal Constitucional deja claramente establecido que el principio de legalidad se cumple cuando las infracciones y sanciones están previstas en la ley. Por otro lado, el subprincipio de tipicidad es la definición precisa de la conducta que la ley considera como falta.

La BVL resalta que el Tribunal Constitucional sentenció como inconstitucional aquellas normas que establecen tipos infractorios sin determinar expresamente y sin reunir las características de claridad, precisión y suficientes estándares mínimos para ser entendidos por el ciudadano de formación básica. En ese orden de ideas, para la BVL, el tipo infractorio utilizado por la SMV carece de las mismas características expuestas por el Tribunal Constitucional.

Lo señalado por la BVL carece de fundamento porque aplica de manera inadecuada la sentencia del Tribunal Constitucional. Debemos resaltar que la resolución de dicho Tribunal señala expresamente que los supuestos de hecho amplios y que carecen de estándares mínimos de precisión, no garantizan a sus destinatarios un grado mínimo de seguridad respecto al conjunto de conductas por las que podrían ser sancionados. En el presente caso, la BVL no puede argumentar que el tipo infractorio imputado por la SMV era tan amplio y poco preciso que no le permitía conocer las conductas por las que podía ser sancionada, por las siguientes razones: (i) los reglamentos internos y disposiciones internas de las bolsas de valores son elaborados por las propias bolsas de valores; en el presente caso, la BVL propuso establecer en la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones, parámetros especiales para definir los valores integrantes de la Lista 4 de la TVR; (ii) las normas que regulan la elaboración de las diversas listas de la TVR tienen como único destinatario a la propia BVL; en ese sentido, los técnicos especializados de la BVL no podían desconocer la existencia de los nuevos parámetros para determinar los valores integrantes de la Lista 4 de la TVR. Debemos resaltar que la sentencia del Tribunal Constitucional recaída en el Expediente N° 0020-2015-AA/TC hace mención que las normas de sanción (incluyendo los tipos infractorios) deben ser lo suficientemente precisas para que un ciudadano de formación básica entienda sus alcances; en el presente caso, no



puede sostenerse que los funcionarios de la BVL son ciudadanos de formación básica que no podían entender los alcances del tipo infractorio imputado, cuando son dichos funcionarios los que preparan los reglamentos internos y los aplican posteriormente.

- e. El numeral 2.6 del Informe N° 644-2019-SMV/06 excede el objeto principal de la apelación, es decir, revisar la RESOLUCIÓN, pues introduce hechos y menciona personas naturales y jurídicas que no son parte del procedimiento administrativo sancionador. Para la BVL, el informe legal incorpora una serie de opiniones y afirmaciones sobre los directores de dicha entidad autorizada que no son parte del procedimiento sancionador; asimismo, incluye el nombre de dos sociedades agentes de bolsa y de sus socios mayoritarios mencionando además el artículo 1° de la Ley N° 29660 que establece medidas para sancionar manipulación de precios en el mercado de valores, lo que implica un atentado contra el derecho de defensa. El hecho de que el informe legal concluya que las mencionadas sociedades agentes de bolsa y algunos directores de la BVL incumplieron los altos estándares de ética e integridad que se espera de los participantes del mercado, equivale a una grave formulación de cargos sin conocimiento de las personas mencionadas, en un procedimiento donde no son parte. Por tanto, la BVL solicita que se excluya del procedimiento el contenido del punto 2.6 del informe legal.

Sobre el particular y antes de evaluar lo señalado por la BVL, debemos indicar que la recurrente es una persona jurídica autorizada por la SMV y como tal, debe gestionar su organización y ejecutar sus funciones con especial responsabilidad y diligencia, teniendo en consideración que ella misma y sus negocios se encuentran sujetos a diversa normativa de carácter imperativo. Sin perjuicio de lo anterior, le corresponde, determinar cómo cumple internamente la normativa de alcance general a la cual se encuentra sujeta, en el caso analizado, el Reglamento de Operaciones. En ese orden de ideas, corresponde a la BVL, actuando con la diligencia ordinaria, prever y asignar las tareas, aprobar políticas y procedimientos internos para salvaguardar que se observen sus reglamentos internos y disposiciones complementarias.

Respecto del cuestionamiento formulado por la BVL al numeral 2.6 del informe de la OAJ, debe tenerse en cuenta que la OAJ no imputa cargos, ni establece responsabilidad administrativa, porque dicha oficina es un órgano asesor y no decisorio. En ese orden de ideas, el presente pronunciamiento se limita a hacer referencia a datos y hechos que obran en el expediente o son de conocimiento público y que han llamado la atención de este despacho. De manera específica, cabe resaltar que el número de operaciones de reporte extendidas realizadas con los valores de la BVL y CAVALI, así como el nombre de las sociedades agentes de bolsa que participaron como intermediarias en dichas operaciones de reporte extendidas, están contenidos en el Anexo 1 del Informe N° 347-2014-SMV/10.2 consignado como documento N° 5 del presente expediente administrativo. Por otro lado, la información sobre los directores de la BVL que eran accionistas mayoritarios de las mencionadas sociedades agentes de bolsa en julio de 2013, constituye información pública informada previamente al mercado por las propias entidades autorizadas. En conclusión, consideramos que no corresponde su eliminación.

- 3.3.2 Con posterioridad a la audiencia oral del 12 de agosto del presente año, la BVL remitió alegatos y documentación adicional para mejor resolver. A continuación, se analizan los mismos:



- a. La BVL remite copia del acta de sesión de Directorio del 15 de julio de 2013, así como una copia del acta de Comité de Inversión de la misma fecha.

En primer lugar, debemos resaltar que, mediante comunicación del 7 de abril de 2014, la BVL reconoció que su Directorio había decidido incorporar las acciones BVLAC1, BVLBC1 y CAVALIC1 a la Lista 4; sin embargo, con posterioridad a dicha comunicación, la propia BVL se retractó de dicha afirmación y señaló que su carta contenía un error material y que, en realidad, el Director de Mercados había dispuesto la inclusión de los valores cuestionados en el presente procedimiento, argumento que fue desestimado por la SASP.

En este punto, debemos señalar que durante la audiencia del uso de la palabra del lunes 12 de agosto de 2019, el Gerente General de la BVL, en actitud transparente que reconocemos y saludamos, y con el fin de evidenciar que el Directorio de la BVL no dispuso la inclusión de los valores cuestionados en la Lista 4, exhibió una copia simple del Acta de Sesión de Directorio N° 946.13 del 15 de julio de 2013. Posteriormente mediante escrito del 19 de agosto del 2019 y dando cumplimiento a lo solicitado en dicha audiencia, remitió copia de la mencionada acta, donde se señala que el Comité de Inversión del Directorio de la BVL informó a dicho órgano colegiado sobre las medidas y acuerdos tomados en su última sesión, destacándose el acuerdo siguiente: *“proponer incorporación de valor BVLB y CAVALI dentro de la nueva lista 4 de reporte extendido. No obstante se acordó que la BVL por ahora mantenga su política de inversión en operaciones de reporte con valores incluidos únicamente en lista 1 o 2 de la TVR.”*

Ahora bien, de manera adicional, la BVL remitió copia del acta de Comité de Inversión N° 04-2013 del 15 de julio de 2013; sin embargo, dicha acta se refiere únicamente a un acuerdo de postergación al siguiente Comité de Inversión de la decisión de invertir en operaciones de reporte extendido con acciones de CAVALI y/o de la BVL y en caso de que dichos valores sean incluidos en la Lista 4, lista para inversionistas acreditados, no coincidiendo con el texto del acta de sesión de directorio del 15 de julio del 2013 antes aludido.

Sin perjuicio de lo anterior, los mencionados valores fueron efectivamente incluidos en la Lista 4 publicada el 9 de agosto de 2013, a pesar de que semanas atrás el propio Directorio de la BVL había propuesto que el parámetro fundamental para integrar dicha lista sea una frecuencia de cotización igual o mayor al 25%. En la fecha de la primera infracción, los valores cuestionados mostraron la siguiente frecuencia de cotización: BVLAC1: 26.4%, BVLBC1: 10.4% y CAVALIC1: 1.6% (como se aprecia, en dicha fecha, sólo el valor BVLAC1 mostraba una frecuencia de cotización mayor al 25%, requisito mínimo que dejaría de cumplir en las dos siguientes fechas cuando se publicó la Lista 4).

Queda demostrado que, en el presente caso, se ingresaron valores de la BVL y CAVALI a la nueva Lista 4 sin tener en consideración que, conforme a los criterios aprobados por el mismo Directorio de la BVL, la nueva Lista 4 sólo podía estar conformada por valores con una frecuencia de cotización igual o mayor al 25% en el plazo anterior de 6 meses.

En ese orden de cosas, debemos citar el numeral 8 del artículo 248° del TUO LPAG, que regula el principio de causalidad de la siguiente manera:

**“Artículo 248.- Principios de la potestad sancionadora administrativa**

La potestad sancionadora de todas las entidades está regida adicionalmente por los siguientes principios especiales:

(...)

8. Causalidad.- *La responsabilidad debe recaer en quien realiza la conducta omisiva o activa constitutiva de infracción sancionable.”*

Como se aprecia, para poder imponer una sanción administrativa debe existir un nexo causal entre la conducta omisiva o activa constitutiva de la infracción y el presunto responsable.

En este punto, debemos tener en cuenta que la BVL es una persona jurídica que necesariamente toma decisiones y actúa a través de sus órganos competentes, por ejemplo, en el caso del directorio, el mismo está integrado por personas naturales, quienes deciden el curso y devenir de la sociedad. En el presente caso, se sancionó a la BVL por haber infringido lo dispuesto en su propio reglamento interno y la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones, cuyo texto vigente en la fecha de la comisión de la infracción, había sido propuesto por el propio Directorio de la BVL.

Ahora bien, con prescindencia del órgano de la BVL que decidió incorporar los valores de la BVL y CAVALI en la nueva Lista 4, resulta claro que fue la BVL, como persona jurídica autorizada por la SMV, la que incluyó los valores BVLBC1 y CAVALIC1 en la Lista 4, publicada el 9 de agosto de 2013, el 1 de octubre de 2013 y 2 de enero de 2014 y el valor BVLAC1 en la misma Lista 4, publicada el 1 de octubre de 2013 y el 2 de enero de 2014, valores que en dichas fechas no cumplían con mantener una frecuencia de cotización igual o superior al 25%, incumpliendo así con lo requerido por la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones, que había sido modificada el 24 julio de 2013, a pedido de la propia BVL.

La BVL considera que la responsabilidad de la infracción recae exclusivamente en el Director de Mercados, pues asegura que, a la fecha de la comisión de los hechos imputados, dicho funcionario contaba con las facultades necesarias para modificar la Lista 4 y que, en ese sentido, los requisitos y parámetros contenidos en la Disposición Complementaria al artículo 27° del Reglamento de Operaciones, eran sólo referenciales, lo cual no es correcto, conforme lo hemos señalado previamente; y,

Estando a lo dispuesto por el Texto Único Concordado de la Ley Orgánica de la Superintendencia del Mercado de Valores, Decreto Ley N° 26126, 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, así como por el inciso 2 del artículo 7° de la “Política sobre difusión de proyectos normativos, normas legales de carácter general, agenda regulatoria y otros actos administrativos de la SMV”, aprobada por Resolución SMV N° 014-2014-SMV/01;

RESUELVE:

Artículo 1°.- Declarar infundado el recurso de apelación interpuesto por la Bolsa de Valores de Lima S.A.A contra la Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 016-2017-SMV/10 del 23 de marzo de 2017.



PERÚ

Ministerio
de Economía y Finanzas

SMV
Superintendencia del Mercado
de Valores

DECENIO DE LA IGUALDAD DE OPORTUNIDADES PARA MUJERES Y HOMBRES – AÑO DE LA LUCHA CONTRA LA CORRUPCIÓN Y LA IMPUNIDAD

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

Artículo 3°.- Transcribir la presente resolución a la Bolsa de Valores de Lima S.A.A.

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

Regístrese, comuníquese y publíquese.

Firmado por: PESCHIERA REBAGLIATI Jose M

Razón:

Fecha: 22/02/2010 12:25:21

José Manuel Peschiera Rebagliati

Superintendente del Mercado de Valores

Firmado por: GIL VASQUEZ Liliana FAU 20131016396 hard
Razón:

Firmado por: VARGAS PIÑA Julio Cesar FAU:
Razón: