

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD
CATÓLICA DEL PERÚ**

Facultad de Derecho



Programa de Segunda Especialidad en Derecho Administrativo

¿Comunicación inexacta o comunicación incompleta de Hechos de
Importancia?: Un análisis a raíz del principio de tipicidad

Trabajo académico para optar el título de Segunda Especialidad en
Derecho Administrativo

Autor:

Mario Marcelo Arce Rodriguez

Asesor:

Alejandro Martin Moscol Salinas

Lima, 2021

Resumen

En materia del mercado de valores, la difusión de información toma un rol central para la correcta determinación de los precios de los valores mobiliarios transados y la reducción de la brecha informativa entre los emisores y los inversionistas. En tal sentido, atendiendo al principio de transparencia del mercado, el Estado ha establecido, para los emisores, la obligación de comunicación de información periódica –tales como los reportes y estados financieros- y la comunicación de información eventuales –es decir, los Hechos de Importancia-. Al ser información eventual, los Hechos de Importancia revisten la característica de ser determinables y son definidos a partir de su capacidad de influencia significativa en el mercado. No obstante, la tipificación de las sanciones a raíz de su defectuosa comunicación presenta dificultades para determinar el ámbito de aplicación respecto a si éstos son Hechos de Importancia *inexactos* o *incompletos*. Como objetivo de la presente investigación, se buscará analizar si la mencionada tipificación cumple con el principio de tipicidad establecido en Texto Único Ordenado de la Ley del Procedimiento Administrativo General y, de ser el caso, se plantearán alternativas de solución.

Palabras clave: Principio de Tipicidad, Mercado de Valores, Hecho de Importancia, SMV

Abstract

Regarding the securities market, the communication of information plays a central role in correctly determining the prices of traded securities and reducing the information gap between issuers and investors. Taking into account the Market Transparency Principle, the government has established the obligation to communicate periodic information –such as reports and financial statements- and the communication of eventual information –that is, Important Facts-. Being eventual information, the Important Facts have the characteristic of being determinable and are defined based on their ability to significantly influence the securities market. However, the classification of the sanctions as a result of their faulty communication present difficulties in determining the scope of application, regarding whether they are *inaccurate* or *incomplete* Important Facts. As the objective of this investigation, it will be analyzed if the aforementioned classification complies with the

principle of prior definition of conduct established in the General Administrative Procedure Law and possible solutions will be proposed.

Keywords: Capital Markets, SMV, Important Facts



Índice Analítico

Introducción	p.1
1. Capítulo I: Los Hechos de Importancia en la regulación del mercado de valores	p.2
1.1. El bien jurídico de la Transparencia del Mercado.....	p.2
1.2. Regulación de los Hechos de Importancia.....	p.6
1.2.1. Sobre la regulación en el TUO de la Ley del Mercado de Valores y en el Reglamento de Hechos de Importancia e Información reservada.....	p.6
1.2.2. Sobre la influencia significativa para el Inversionista Sensato.....	p.9
1.2.3. Sobre la oportunidad de comunicación de los Hechos de Importancia...	p. 13
1.3. Conductas infractoras por la incorrecta comunicación de Hechos de Importancia.....	p.14
2. Capítulo II: El principio de tipicidad en la comunicación <i>inexacta</i> o <i>incompleta</i> de los Hechos de Importancia	p.18
2.1. El principio de Tipicidad en la determinación de infracciones administrativas.....	p. 18
2.2. Diferencias entre la comunicación <i>inexacta</i> e <i>incompleta</i> de Hechos de Importancia.....	p. 21
2.2.1. Análisis de las interpretaciones en resoluciones de la Superintendencia del Mercado de Valores.....	p. 24
2.2.2. Análisis de las interpretaciones en resoluciones de otras entidades de la Administración pública.....	p. 27
2.2.2.1. Interpretación y regulación en materia de contrataciones con el Estado del OSIPTEL.....	p. 27
2.2.2.2. Interpretación y regulación en materia del OSIPTEL.....	p. 30
2.3. ¿Se cumple con el principio de tipicidad en la comunicación <i>inexacta</i> o <i>incompleta</i> de Hechos de Importancia?.....	p. 33
Conclusiones	p. 38
Recomendaciones	p. 40
Referencias bibliográficas	p. 42

Introducción

En materia del mercado de valores, la información que se divulga a los actores que interactúan en éste resulta central para que puedan tomar una decisión de inversión y puedan asignar un precio a los valores mobiliarios transados. En tanto dichos instrumentos no cuentan con un valor intrínseco, el potencial cumplimiento de los derechos de crédito o patrimoniales que representan es lo que se toma como referencia para su adecuada cotización.

La Superintendencia del Mercado de Valores, reconociendo la brecha informativa existente entre los emisores de los valores mobiliarios y los inversionistas, ha establecido diversas obligaciones de difusión de información, donde podemos encontrar las obligaciones periódicas, tales como la presentación de Estados Financieros, o las obligaciones eventuales, como los Hechos de Importancia. Respecto a los Hechos de Importancia, estos son aquellos acuerdos, negociaciones o eventos que, debido a su capacidad de influencia significativa en el mercado, deben ser identificados y comunicados por parte de los administrados.

Dentro de las posibles infracciones tipificadas por la Superintendencia del Mercado de Valores respecto a una incorrecta comunicación de Hechos de Importancia se pueden encontrar a su comunicación *inexacta* –calificada como muy grave- y a su comunicación *incompleta* –calificada como leve-. No obstante, a pesar de que se encuentren en calificaciones sustancialmente distintas, la administración pública ha centrado su principal diferenciación en el uso del vocablo *inexacto* e *incompleto*.

Por tal motivo, el presente artículo de investigación tiene objetivo contrastar la forma de tipificación de las infracciones mencionadas en base al bien jurídico protegido, buscando determinar si éstas cuentan un ámbito de aplicación razonablemente diferenciado y permiten identificar a los administrados los alcances de sus supuestos de hecho. Es decir, se llevará a cabo el estudio, en base a la normativa, doctrina y precedentes, si las infracciones de comunicación *inexacta* e *incompleta* de Hechos de Importancia cumple con el principio de tipicidad.

Capítulo I

Los Hechos de Importancia en la regulación del mercado de valores

Dentro del proceso evolutivo empresarial resulta de importancia que una determinada corporación evalúe las opciones de financiamiento que puede encontrar en el mercado financiero. Entre las diversas alternativas para elaborar una estructura de capital adecuada dentro de una corporación, se puede resaltar a la intermediación financiera indirecta –en otras palabras, el financiamiento bancario- y la intermediación financiera directa –siendo el financiamiento mediante el mercado de valores-.

Enfocándonos en la intermediación financiera directa en el Perú, esta se encuentra regulada y supervisada por la Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante, “SMV”) y, al igual que como sucede en otros sectores regulados, se han establecido obligaciones a los administrados que, en este caso, busquen financiamiento mediante emisiones públicas de valores mobiliarios. Una de estas obligaciones es la de comunicación de Hechos de Importancia, la cual consiste en difundir ante el mercado, inversionistas, posibles inversionistas, la SMV y la Bolsa de Valores de Lima (en adelante, “BVL”), aquella información que cuente con la característica de tener influencia significativa sobre la cotización de los valores mobiliarios emitidos o en las decisiones de inversión.

No obstante, antes de llevar a cabo el análisis regulatorio de la definición y alcances de los Hechos de Importancia, es necesario remitirnos a su origen y al porqué de su necesidad. En este sentido, se deberá identificar qué bien jurídico es el subyacente a la obligación de comunicación de los Hechos de Importancia y por qué resulta relevante su salvaguarda en el marco de la intermediación financiera directa. Cabe mencionar que este estudio no resulta gratuito ya que es en base a estas consideraciones que se podrá analizar a profundidad las infracciones correspondientes a una incorrecta comunicación de dicha información.

1.1. El bien jurídico de la Transparencia del Mercado

El objetivo principal de una actividad de financiamiento, ya sea mediante la intermediación financiera directa y la intermediación financiera indirecta, es que se conecte a los fondos de un agente superavitario –es decir, quien tiene un excedente de dinero- con un agente

deficitario –es decir, quien requiere financiamiento-. Una de las principales diferencias entre ambos tipos de financiamiento es que, en la intermediación financiera indirecta, se cuenta con una entidad del sistema financiero que canaliza el ahorro del público y lo coloca mediante créditos.

Tal como indica Ferrero Álvarez-Calderón, en la intermediación financiera indirecta, la empresa financiera coloca los recursos del público en forma de préstamos, cobrando una tasa de interés. Dicha empresa financiera tendrá como ganancia el *spread* bancario por su labor (Ferrero, 2009, p.17). Asimismo, cabe mencionar que el riesgo del atraso o no pago de las cuotas de los créditos colocados no son asumidos por el ahorrista, sino, por la propia empresa financiera. En la actualidad, dichas empresas financieras pueden ser aquellas autorizadas por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP para captar dinero del público.

Teniendo claro los alcances de la intermediación financiera indirecta, es momento de detallar los alcances de la intermediación financiera directa. De acuerdo a lo esbozado por John Pineda, en el mercado de la intermediación directa “el agente superavitario, como el agente deficitario negociarán directamente valores mobiliarios dentro del mercado de valores, sin la intervención de un agente financiero que mitigue el riesgo” (Pineda, 2011, p.3).

Como puede apreciarse, la actividad de intermediación financiera directa llevada a cabo en el mercado de valores tiene una diferencia sustancial con el financiamiento bancario: es el propio inversionista quien asume el riesgo ante la falta de pago de las cuotas del financiamiento. Sin embargo, si bien existe este incremento en el riesgo que asumirá el superavitario inversionista en el mercado de valores, estos podrán recibir un mayor rendimiento económico debido a la falta de presencia del *spread* bancario y el retiro del *middleman* que sería la entidad financiera.

No obstante, es necesario resaltar una diferencia adicional. En la intermediación indirecta, la entidad financiera –que cuenta con especialistas financieros y legales- es quien evalúa a profundidad al agente deficitario respecto a su capacidad de pago. Si bien dicha profundidad será directamente proporcional a la cuantía colocada mediante las operaciones de mutuo, la entidad financiera podrá solicitar los documentos societarios, financieros y, en atención a la naturaleza del mutuo –siendo esto común en los créditos corporativos-, podrá solicitar el

envío de ratios financieros para conocer la capacidad de pago a futuro del prestatario.

Por otro lado, en la actividad de intermediación financiera indirecta, es el deficitario quien lleva a cabo la emisión de los valores mobiliarios en el mercado de valores. En este sentido, el agente deficitario tomaría, en principio, la decisión de qué información difundir al mercado. Por su parte, los inversionistas serán quienes, en base a la información difundida por el emisor, llevarán a cabo la evaluación de riesgos.

Esta situación presenta una especial dificultad y atención en el marco de los bienes transados en el mercado de valores. En este sentido, es necesario resaltar que los valores mobiliarios “son títulos que no valen por sí mismos [...]. Su valor depende de los derechos que representan y ulteriormente del valor de la entidad emisora” (Martínez, 2003, p.237). De acuerdo a lo esbozado por la doctrina, dichos derechos conferidos por los valores mobiliarios son “derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o [de] participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor” (Serra, 2000, p.173).

De esta manera, resulta válido afirmar que los valores mobiliarios cuentan con la característica de que su valor viene definido por los propios contratos de emisión, en donde se determinan los porcentajes o montos de los derechos crediticios o de participación en el capital, y por el valor de la entidad emisora. Por tal motivo, para determinar adecuadamente el valor por el que se deberá transar un determinado valor mobiliario, será necesario contar con información financiera, organizacional, societaria y cualquier otra información relevante que pueda afectar la capacidad de pago del emisor respecto de sus obligaciones financieras o en su desarrollo empresarial.

La información que será necesaria para que el inversionista tome una decisión adecuada de inversión, así como para que los posibles inversionistas decidan desistir de invertir en determinados valores mobiliarios, es, en su gran mayoría, producida o conocida de primera mano por el propio emisor de los correspondientes valores, sus accionistas, su grupo económico o sus entes controladores. En este sentido, en tanto es el emisor quien cuenta con esta información, y el inversionista que queda a la expectativa de la revelación de la misma, se estaría configurando una situación de asimetría informativa.

Ante la imperiosa necesidad de revelar información a los inversionistas, con el fin de establecer las condiciones para que se dé una adecuada formulación de precios, y se tenga confianza en que el sistema del mercado de valores peruano, surge el bien jurídico y principio de la Transparencia del Mercado. El objetivo de dicho principio y bien jurídico sería la reducción de la brecha informativa existente entre emisores y entre inversionistas o posibles inversionistas, y, tal como indican Payet y Castillo, se hará hincapié en que dicha información sea disponible de igual manera y en la misma oportunidad a todos los inversionistas, y que la misma cumpla con ser verdadera (Payet y Castillo, 2009, p.27).

Al respecto, la doctrina resalta que la información difundida en el mercado, para que esta cumpla con el principio de Transparencia del Mercado, debe contar con las características de ser (i) veraz, (ii) oportuna, y (iii) completa. De esta manera, la difusión de dicha información, a excepción de los secretos de producción, o información que pudiera poner en peligro frente a otros competidores del mercado, lograría sentar las bases para un mercado eficiente (Reggiardo y Ugarte, 1997, p. 265).

Al tratarse de un principio y un bien jurídico dentro de un ordenamiento jurídico, la Transparencia del Mercado debe ser procurado mediante la actividad normativa del Estado y también mediante la actuación de los privados. De esta manera, se puede afirmar que la Transparencia del Mercado opera a dos niveles. En primer lugar, asegurando que exista la normativa suficiente que obligue a los emisores a revelar la información relevante, y que se puede supervisar la actuación de los privados y, eventualmente, sancionarlos en caso no cumplan con dichas obligaciones.

En miras al cumplimiento y protección de dicho bien jurídico, la regulación sectorial del mercado de valores ha incluido una gama muy amplia de información que debe ser comunicada a los inversionistas y posibles inversionistas. Si bien dicha información dependerá de la naturaleza de los partícipes del mercado de valores, ya sea como emisores, o administradores de fondos de inversión, administradores de plataformas de financiamiento participativo financiero, entre otros, se pueden identificar dos tipos de información: la periódica y la eventual.

Por parte de la información periódica, podemos encontrar que existe la obligación de

comunicar, cada determinado tiempo, información de naturaleza financiera, memorias anuales, reportes, entre otros. Con el fin de ejemplificar, podemos encontrar que se deben comunicar los estados financieros trimestrales, estados financieros anuales auditados, reportes de sostenibilidad corporativa, reportes de buen gobierno corporativo, etc.

Centrándonos en la obligación de comunicación de información eventual, esta ha sido configurada mediante la comunicación de los Hechos de Importancia. En este sentido, habiendo definido la relevancia de la normativa que obliga a la revelación de información, en tanto la brecha informativa debe reducirse y fomentarse la Transparencia del Mercado, resulta necesario analizar la propia definición de los Hechos de Importancia, tomando como referencia el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento de Hechos de Importancia e información reservada.

1.2. Regulación de los Hechos de Importancia

Habiendo establecido lo que es entendido por el principio de Transparencia de Mercado, y cómo su salvaguarda resulta relevante para la adecuada formación de precios en el mercado de valores, es necesario ver cómo éstos son regulados a nivel peruano. En este sentido, se procederá a llevar a cabo un análisis de su definición, así como de los elementos centrales dentro de la obligación de su comunicación. Para tal fin, se tomará como referencia el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, y en el Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada.

1.2.1. Sobre la Regulación en el TUO de la Ley del Mercado de Valores y en el Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada.

Iniciando con el TUO de la Ley del Mercado de Valores, aprobado mediante Decreto Supremo N° 093-2002-EF, se indica en su artículo 28° cuándo surge la obligación de comunicar Hechos de Importancia. En tal sentido, se indica lo siguiente:

El **registro de un determinado valor o programa de emisión** acarrea para su emisor la obligación de informar a CONASEV y, en su caso, a la bolsa respectiva o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, de **los hechos de**

importancia, incluyendo las negociaciones en curso, sobre sí mismo, el valor y la oferta de éste que se haga, así como la de divulgar tales hechos en forma veraz, suficiente y oportuna. La información debe ser proporcionada a dichas instituciones y divulgada tan pronto como el hecho ocurra o el emisor tome conocimiento del mismo, según sea el caso.

La importancia de un Hecho se mide por la influencia que pueda ejercer sobre un inversionista sensato para modificar su decisión de invertir o no en el valor (D.S. N° 093-2002-EF, 2002)¹

De acuerdo al mencionado cuerpo normativo, la obligación de comunicación de Hechos de Importancia surge tras el registro de un determinado valor o programa de emisión en el Registro Público del Mercado de Valores (en adelante, en el “RPMV”). De esta manera, aquellas personas jurídicas que pretendan obtener financiamiento mediante la intermediación directa, como se indicó en el primer apartado del presente estudio, deberán asumir esta obligación. En términos generales, cabe mencionar que esta obligación afecta a las emisiones públicas, ya que las emisiones privadas de valores mobiliarios no se registran en el RPMV.

Respecto al receptor de los Hechos de Importancia, se indica como tal a la CONASEV – ahora llamada Superintendencia del Mercado de Valores-, a la bolsa o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado –en el caso peruano, la Bolsa de Valores de Lima-. Cabe mencionar que, a su vez, al comunicarlo y hacerlo público mediante el portal de la SMV, esta información será puesta a disposición de los inversionistas y potenciales inversionistas. Esto último se encuentra desarrollado, además, en el Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada.

Por otro lado, se indica que la información debe ser comunicada de forma (i) veraz, (ii) suficiente, y (iii) oportuna y debe ser divulgada tan pronto como el hecho ocurra o como sea conocida por el Emisor. Asimismo, se indica que se incluyen a las negociaciones en curso y que el calificativo de *importante* se le otorga a partir de la influencia que pueda ejercer en un inversionista sensato. Al expresarse esto en términos generales, es necesario recurrir al

¹ Énfasis propio.

reglamento correspondiente para expandir en los alcances de la presente obligación.

Conforme a lo regulado en la Resolución SMV N° 005-2014, Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada (en adelante, el “Reglamento de Hechos de Importancia”), se define a los Hechos de Importancia de la siguiente manera:

Hecho de Importancia es **cualquier acto, decisión, acuerdo, hecho, negociación en curso o información** referida al Emisor, a los valores de éste o a sus negocios que tengan la capacidad de influir significativamente en:

3.1. La decisión de un inversionista sensato para comprar, vender o conservar un valor; o,

3.2. La liquidez, el precio o la cotización de los valores emitidos.

Asimismo, comprende la información del grupo económico del Emisor que éste conozca o que razonablemente debía conocerla, y que tenga capacidad de influir significativamente en el Emisor o en sus valores, conforme a lo señalado en el presente Reglamento (Res. SMV N° 005-2014, 2014)².

Conforme a lo señalado en el citado artículo, se puede apreciar que la definición de Hechos de Importancia se encuentra desarrollada de manera más comprensiva, indicando, en primer lugar, el origen de la información a relevante a ser informada mediante Hechos de Importancia. En este sentido, se indica que dicha información puede encontrarse en cualquier (i) acto, decisión o acuerdo, siendo éstos, a un nivel jurídico, manifestaciones de voluntad multilaterales como los contratos o unilaterales como las donaciones; (ii) hechos, lo que incluye hechos jurídicos y a los que no gozan de tal calificativo; (iii) negociaciones en curso, es decir, a aquellos acuerdos potenciales, entendiéndose que pueden o no ser materializados en la esfera jurídica o patrimonial de las eventuales partes; y, en términos generales, (iv) cualquier información, siendo esto último un cajón de sastre.

Al respecto, cabe resaltar que, para calificar como hechos de importancia, deben ser referidos a un determinado emisor o a sus valores emitidos, comprendiendo también la información de su grupo económico que éste conozca o que razonablemente deba conocer. Esto último se

² Énfasis propio.

exige porque existen riesgos económicos y jurídicos que son compartidos por todo un grupo económico, lo cual, eventualmente, podría afectar la posibilidad de pago de las obligaciones financieras de un emisor en particular. En este sentido, al ser un riesgo que debe evaluar un inversionista o posible inversionista, también debe hacerse de su conocimiento.

A este punto, es importante notar que los posibles génesis de la información que podría calificar como Hecho de Importancia son numerosos y, en buena cuenta, agrupan a cualquier eventual unidad de información que tenga la potencialidad de referirse al Emisor o sus valores. Asimismo, no se indica que esta información deba surgir necesariamente del emisor como persona jurídica, sino también puede surgir por acuerdos de terceros. Sobre esta última consideración, inclusive, se indica en el artículo 9.2° del Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada, que se presume que el emisor tiene conocimiento de un determinado Hecho de Importancia referido a él cuando se origina en su organización –es decir, en sus trabajadores, tercerizados, gerentes y directores- o en su accionista de control, siempre y cuando existan indicios razonables de que sus funcionarios conocieron el hecho o si razonablemente debieron conocerlo.

Ante ésta gran nebulosa de posible información que califique como Hecho de Importancia, el Reglamento de Hechos de Importancia indica que la misma deba tener la capacidad de influencia significativa en la decisión de un *inversionista sensato* en la decisión de comprar, vender o conservar un valor, o propiamente en la liquidez, precio o cotización de los valores que hayan sido emitidos. En este sentido, resulta necesario detenernos en cómo se relaciona la llamada *influencia significativa* respecto al *inversionista sensato*.

1.2.2. Sobre la influencia significativa para el Inversionista Sensato.

La forma cómo se posibilita la identificación de los Hechos de Importancia por parte de los emisores es a partir de su posibilidad de ejercer influencia significativa sobre un inversionista sensato. Comenzando con el concepto de influencia significativa, el Reglamento de Hechos de Importancia la define en su artículo 4, de acuerdo con el siguiente detalle:

Para evaluar la capacidad de influencia significativa de la información y su posible calificación como hecho de importancia, el Emisor debe considerar la trascendencia

del acto, acuerdo, hecho, negociación en curso, decisión o conjunto de circunstancias **en su actividad, patrimonio, resultados, situación financiera o posición empresarial o comercial en general**³; o en sus valores o en la oferta de éstos; así como en el precio o la negociación de sus valores (Res. SMV N° 005-2014, 2014).

De acuerdo a lo indicado, la influencia significativa está presente respecto a una determinada unidad de información si es que la misma resulta ser trascendente en la esfera patrimonial o en la esfera jurídica del emisor. En este sentido, cualquier acontecimiento o riesgo que afecte, ya sea positiva o negativamente la actividad, patrimonio, resultados, situación financiera o posición comercial, deberá calificar como un Hecho de Importancia.

No obstante, la evaluación de si un determinado acontecimiento, eventual acontecimiento o riesgo resulta trascendente en la esfera jurídica o patrimonial de una determinada entidad dependerá de si el receptor de esta información es una persona con conocimientos altos o con poco conocimiento en el funcionamiento del mercado de valores o con un apetito al riesgo bajo o alto. De esta manera, en tanto la *trascendencia* resulta ser un concepto subjetivo dependiendo del actor que evalúe la información, se debe establecer un parámetro de referencia, a partir del cual los emisores puedan evaluar si es que se está ante un Hecho de Importancia.

La necesidad del parámetro anteriormente mencionado resulta central para el correcto funcionamiento del mercado de valores, en tanto se correría el riesgo que un inadecuado parámetro pueda tener como consecuencia un déficit en el flujo de información. En este sentido, podría darse el escenario de que se revele muy poca información, dejando sin herramientas a los inversionistas para determinar los precios, o que se revele información en exceso, dificultando a los inversionistas la información verdaderamente relevante para la toma de sus decisiones.

Junto a lo anterior, surge la pregunta de bajo qué estándares de comprensión se revelaría la información. Es decir, si es que la información puede presentarse en un lenguaje estrictamente técnico, económico o jurídico o si, por el contrario, debe presentarse con

³ Énfasis propio.

amplias especificaciones y permitiendo que cualquier persona entienda su contenido.

Por lo anteriormente mencionado, surge el concepto del *inversionista sensato*, el cual es empleado por el Reglamento de Hechos de Importancia, entendiéndose que la información debe ser lo suficientemente trascendente para que un inversionista con esta característica la califique como relevante, y, a su vez, que pueda comprender la información revelada. No obstante, al estar ante un concepto jurídico indeterminado, no existe un desarrollo a nivel de rango de ley o reglamentario, respecto a cómo se entiende el mismo.

Ante esta situación, la Comisión Nacional de Supervisora de Empresas y Valores ha desarrollado en diversas resoluciones administrativas el concepto del inversionista sensato. Entre dichas resoluciones, resalta la Resolución CONASEV N° 113-2003-EF/94.12, una de las primeras en las que se define dicho concepto, indicando lo siguiente:

[Se] asimila el concepto de inversionista sensato antes mencionado al **hombre razonable**. Dicho inversionista sensato se caracteriza en general por **no ser demasiado astuto ni demasiado torpe, ni extremadamente diligente ni absolutamente negligente**. No es un profesional en la materia, aunque cuenta con suficiente capacidad para entender el sentido de sus actos, tiene un **cierto conocimiento y/o experiencia sobre el comportamiento del mercado** y es suficientemente consciente del riesgo que este implica, dedicando un tiempo prudencial a la obtención de información y, en general al manejo de sus inversiones (Res. CONASEV N° 113-2003-EF/94.12).

De esta manera, el baremo por el cual se medirá la influencia significativa resulta ser el de razonabilidad, aplicado para un actor que, si bien no es un experto en materia del mercado de valores, es capaz de entender los riesgos en esta actividad y puede dirigir su conducta a partir de la identificación de los mismos. En este caso, como estamos ante una regulación a partir de estándares, la doctrina en derecho financiero reconoce que el estándar de inversionista sensato debe permitir incorporar cambios y ser flexible a las nuevas circunstancias en cada caso en concreto, entendiéndose también que no existe un inversionista razonable único que aplique en todas las circunstancias (Torres, 2007, p.271).

Debido a la asimetría informativa explicada al inicio del presente capítulo, los emisores son quienes conocen o deberían conocer su propia situación, así como la de su grupo económico, debiendo evaluar si la misma resulta trascendente para los inversionistas. De acuerdo a lo señalado por Rocca Carbajal (2015), “el carácter *ex ante* de dicha evaluación hace que esa tarea pueda ser compleja; sin embargo, la regulación parte del hecho concreto de que es el emisor quien posee la información y, por tanto, está en una posición que le permite determinar si la misma es capaz de tener el efecto sustancial [...]” (p. 95).

La SMV, en atención a su labor de ordenación como entidad de la Administración Pública encargada de regular la actividad desarrollada de los privados en materia del mercado de valores, ha aplicado una técnica de información mediante un deber de comunicación sobre los emisores. Como señala Santamaría (2009), en este tipo de deber se ha impuesto a un sujeto privado la obligación de comunicar a la administración pública competente, la concurrencia de hechos o circunstancias (i) ajenas a dicho sujeto privado; o (ii) datos relativos a la propia actividad del sujeto privado (p. 267-268). En este caso, los hechos o circunstancias ajenos a los emisores son los Hechos de Importancia que se generan fuera de su esfera jurídica pero que afectan a su desarrollo o a sus valores y los datos relativos a su propia actividad son los Hechos de Importancia generados por sí mismo.

No obstante, a pesar de existir la labor de determinación de los Hechos de Importancia por parte del emisor, la SMV ha incluido un listado enunciativo de hechos o acuerdos que podrían calificar como tales. Estos se encuentran detallados como Anexo 1 al Reglamento de Hechos de Importancia, y son usados por los operadores del mercado de valores como punto de partida para, dentro de estos casos, evaluar si existe la influencia significativa.

Sin embargo, dicho listado no engloba la totalidad de supuestos que calificarían como Hechos de Importancia, lo cual, ante la constante variación de los contratos financieros, así como la aparición de nuevas circunstancias, resulta apropiado para la salvaguarda de los inversionistas. Conforme a lo anteriormente explicado, toda nueva información relevante deberá ser comunicada a los inversionistas, por lo que, si la obligación de comunicación de la misma contara con un listado taxativo, sería imposible incluir a los supuestos innovadores.

Habiendo establecido la forma de determinación de los Hechos de Importancia, así como el

alcance del parámetro del inversionista sensato, es menester analizar brevemente la oportunidad en la que los mismos deben ser comunicados al mercado.

1.2.3. Sobre la oportunidad de comunicación de los Hechos de Importancia

Finalmente, para culminar con la revisión de las principales consideraciones respecto a la obligación de difusión los Hechos de Importancia, corresponde analizar cuándo deben comunicarse. En este sentido, para tal fin, es necesario referirnos nuevamente al Reglamento de Hechos de Importancia.

Conforme al artículo 9° del mencionado reglamento, se indica que el emisor debe informar los hechos de importancia (i) tan pronto como tal hecho ocurra, o (ii) tan pronto como el emisor tome conocimiento del mismo, y en ningún caso más allá del día en que éste haya ocurrido o haya sido conocido, independientemente de que la información se haya generado o no en el propio emisor (Res. SMV N° 005-2014, 2014). De esta manera, la Administración Pública ha reconocido la necesidad del constante flujo de información en el mercado de valores, indicando que la información que califique como Hecho de Importancia debe comunicarse, como máximo, al final del día en que haya ocurrido o haya sido conocido.

Cabe mencionar que, conforme a lo indicado en el mismo artículo, en caso un Hecho de Importancia ocurra o el emisor tome conocimiento de su acaecimiento en un día no hábil, éste debe comunicarse a más tardar el día hábil siguiente, pero con la salvedad que se comunique antes del inicio de sesión de negociación. Para el caso peruano, éste horario es definido por la BVL, indicando que el horario de la Subasta de Apertura para el Segmento de valores de alta liquidez, siendo éste el segmento que abre más temprano, es entre las 8:20 a 8:30 am de los días hábiles (Bolsa de Valores de Lima, 2021). Es necesario resaltar que este horario puede sufrir variaciones.

No obstante, surge la pregunta respecto a cómo entender la disposición de que los Hechos de Importancia deben comunicarse cuando los emisores tomen conocimiento del mismo. Es decir, es necesario determinar cuándo se considera que un emisor ha conocido el acaecimiento de un determinado acontecimiento que califique como Hecho de Importancia. Ante esta situación, la Superintendencia del Mercado de Valores ha establecido diversas

presunciones. En este sentido, se presume que el emisor tiene conocimiento de los Hechos de Importancia;

- **Que se originen en su organización o cuando existan indicios razonables de que sus principales funcionarios hayan tomado conocimiento del hecho;** si bien no se define qué se entiende por organización, en este concepto se puede agrupar a sus trabajadores, tercerizados, gerentes y directores.
- **Que hayan sido divulgados o difundidos públicamente,** es decir, que sean de conocimiento público. Cabe mencionar que esto no implica que no se deba comunicar en el RPMV como Hecho de Importancia.
- Que se originen en la entidad controladora de su grupo económico o su accionista de control.
- **Que, razonablemente, el emisor pudo conocerlos.**

Como puede apreciarse, dentro de las presunciones detalladas previamente, se incluye una que funge como cajón de sastre, indicando que existe una presunción de que todo Hecho de Importancia que razonablemente el emisor pudo conocer, será considerado como conocido por éste. De esta manera, los Hechos de Importancia se reputan conocidos cuando un emisor diligente, en el desarrollo común de sus actividades, hubiera sido capaz de conocerlo y, conforme a lo anteriormente mencionado, en ese momento nacería la obligación de comunicación.

Finalmente, tras haberse establecido las consideraciones jurídicas respecto a la comunicación de los Hechos de Importancia, resulta necesario detenernos de manera previa en las principales infracciones relacionadas a su incorrecta o a su no comunicación en el RPMV. Para tal fin, nos referiremos al Reglamento de Sanciones en el Mercado de Valores vigente.

1.3. Conductas infractoras por la incorrecta comunicación de Hechos de Importancia

Como se detallará en el siguiente Capítulo, la regulación de las infracciones en materia del mercado de valores se encuentra detallada mediante un reglamento aprobado por la Superintendencia del Mercado de Valores, pero con la consideración de que las obligaciones meritorias de infracciones, así como los límites mínimos y máximos para cada tipo de

infracción, se encuentran detallados en el TUO de la Ley del Mercado de Valores. De esta manera, en el Reglamento de Sanciones en el Mercado de Valores, aprobado mediante Resolución SMV N° 035-2018-SMV/01 (en adelante, el “Reglamento de Sanciones”), se establecen las conductas infractoras relacionadas a la incorrecta comunicación de los Hechos de Importancia. Entre dichas principales infracciones, encontramos a la no comunicación de Hechos de Importancia, la comunicación fuera de plazo y a la comunicación *inexacta* y la comunicación *incompleta* de los mismos.

Centrándonos en los dos últimos tipos infractores, pues son el objeto de la presente investigación, se procederá a presentar los supuestos de hecho, así como una breve explicación de los mismos. Cabe mencionar que el análisis a profundidad de la descripción de las conductas infractoras, en relación a las consideraciones del principio de tipicidad, será llevado a cabo en el siguiente Capítulo.

En primer lugar, la presentación incompleta de Hechos de Importancia se encuentra tipificada como una infracción Leve, dentro del numeral 3.1. del Anexo I, referente a las infracciones Generales, del Reglamento de Sanciones. En dicho numeral se indica que es una infracción:

Presentar fuera del plazo establecido, o hacerlo **de manera incompleta**, o, sin observar las especificaciones técnicas aprobadas por la SMV [...], la información financiera individual o consolidada auditada, los estados financieros intermedios individuales o consolidados, informe de gerencia, informe especial de auditoría, **hechos de importancia** y, memorias anuales (Res. SMV N° 035-2018-SMV/01).

Conforme a lo que puede apreciar, el tipo de comunicación de información incompleta se ha incluido dentro de un mismo artículo junto para la comunicación fuera de plazo, así como sin observar las especificaciones técnicas. Junto con ello, se ha incluido dentro de las unidades de información que pueden calificar para esta infracción a los estados financieros, informes de gerencia y de auditoría, memorias anuales y, asimismo, a los Hechos de Importancia.

Como se desarrollará posteriormente, a diferencia de las demás unidades de información, las cuales deben ser comunicadas de manera periódica, los Hechos de Importancia contienen

información eventual y pretenden englobar a todos los eventuales supuestos que resultasen con influencia significativa para un inversionista sensato. De esta manera, y por su propia naturaleza, los Hechos de Importancia son determinables, por lo que no se contaría, en principio, con una enumeración taxativa que nos indique qué debe contener cada tipo infractor para considerarlos completos o no.

Esta situación, junto con que no contamos con un elemento adicional dentro del tipo que nos ayude a identificar cuándo estamos ante un Hecho de Importancia completo o incompleto, presenta una dificultad preliminar para los administrados respecto a la identificación de la conducta sancionable. Como se llevará a cabo en el siguiente Capítulo, esta situación deberá ser contrastada con el principio de tipicidad, analizando también la forma cómo la SMV y otras entidades de la Administración Pública han interpretado los alcances de este vocablo.

Por otro lado, la comunicación inexacta de Hechos de Importancia se encuentra tipificado dentro del numeral 1.4 del Anexo I previamente mencionado, indicando que resulta una infracción muy grave:

Presentar a la SMV, a la Bolsa, a la entidad encargada del Mecanismo Centralizado, al **inversionista** y, en general, a **cualquier otro sujeto del mercado de valores, información inexacta** o falsa; o divulgar dicha información en el mercado (Res. SMV N° 035-2018-SMV/01).

Como puede apreciarse, a diferencia de la infracción de comunicación incompleta, en la de comunicación de información inexacta no se hace referencia explícita a que aplica a los Hechos de Importancia. Sin embargo, como se analizó previamente, en tanto los Hechos de Importancia son unidades de información presentables a la SMV, a la BVL y a los inversionistas y posibles inversionistas, resulta de aplicación el presente numeral.

Cabe mencionar que, al igual que para el caso de comunicación incompleta, no contamos con elementos adicionales dentro del tipo infractor que nos indique qué se entiende por *inexactitud*, por lo que el alcance de aplicación del mismo resulta, en principio, nebuloso. De esta manera, cabe preguntarnos si el administrado, es decir, si los emisores pueden conocer de manera previa la consecuencia de su conducta.

Por lo anteriormente expuesto resulta pertinente preguntarnos si por la forma cómo se han regulado los tipos infractores resulta posible que, razonablemente, un administrado pueda diferenciar cuándo la omisión determinada información respecto a un Hecho de Importancia tendría como consecuencia que configure que el mismo sea incompleto o inexacto.

Para tal fin, se procederá a analizar a profundidad en el siguiente Capítulo el principio de tipicidad en materia de la potestad administrativa sancionadora, para posteriormente volver sobre el análisis interpretativo de la SMV y de dos entidades administrativas peruanas respecto a la comunicación *inexacta* o *incompleta de información*. Asimismo, se culminará con la determinación si, para el caso de dichas infracciones respecto a los Hechos de Importancia, por su característica de determinable, vulnera el mencionado principio.



Capítulo II

El principio de Tipicidad en la comunicación *inexacta o incompleta* de Hechos de Importancia

Tras la aproximación teórica al fenómeno de la regulación en materia del mercado de valores, y las consecuentes obligaciones de comunicación de información periódica y eventual, resulta menester detenernos en el estudio teórico de la aplicación del principio de tipicidad en materia de derecho administrativo sancionador. Tomando ello como punto de partida para el segundo capítulo, se analizará si la diferencia planteada entre la comunicación inexacta o incompleta de Hechos de Importancia responde a dicha exigencia. Para tal motivo, se recurrirá a un análisis en base a la doctrina y a un estudio comparativo de resoluciones de procedimientos administrativos sancionadores de otras entidades de la administración pública en donde se haya interpretado los alcances de dichos vocablos.

2.1. El principio de Tipicidad en la determinación de infracciones administrativas

Conforme a lo mencionado previamente, se comenzará con un estudio teórico del principio de Tipicidad en materia de derecho administrativo sancionador. Para tal fin, es necesario diferenciarlo brevemente de los alcances del principio de Legalidad.

El principio de legalidad, o también conocido como el principio de reserva de ley, “supone la prohibición de imposición de sanciones desprovistas de cobertura legal y la prohibición de que los reglamentos establezcan infracciones y sanciones por iniciativa propia, sin amparo de las normas con rango de ley” (Danós, 1995, p. 153). En este sentido, se resalta el rol que las normas con rango de ley tienen al momento de establecer determinadas sanciones para conductas infractoras, y el rol que tienen al momento de habilitar a los reglamentos para establecer las conductas infractoras.

En este sentido, y en base al principio de legalidad, se estaría proscribiendo la autoatribución por parte de una entidad de la administración pública para que ésta tenga la potestad de, en primer lugar, establecer por su cuenta conductas infractora, y el llevar a cabo un procedimiento administrativo sancionador. En materia de la Superintendencia del Mercado

de Valores, esta entidad reconoce los alcances de este principio indicando que, conforme a la Ley Orgánica de la SMV y la Ley del Mercado de Valores, “se observa que están reguladas por normas con rango de Ley tanto la potestad sancionadora de la SMV, así como las posibles consecuencias administrativas que a título de sanción se pueden aplicar a un administrado” (Res. SMV N° 015-2020-SMV/10, 2020, p. 10).

Por otro lado, y entrando en la materia principal del presente apartado, el principio de tipicidad cuenta con alcances diferentes al principio de legalidad. Para el análisis de su contenido propio, es necesario establecer que el principio de tipicidad “constituye la precisa definición de la conducta que la ley considera como falta” (Tribunal Constitucional, 2002). En este sentido, el principio de tipicidad buscaría que la conducta merecedora de una sanción en sede administrativa sea desarrollada con precisión en la norma con rango de ley o, de ser el caso, en el reglamento respectivo.

De esta manera, en el marco del Expediente N° 2192-2004-AA/TC, el Tribunal Constitucional indicó que el principio de tipicidad exige que las conductas infractoras se encuentren redactadas con precisión suficiente para que estas sean comprensibles por cualquier ciudadano con educación básica (Tribunal Constitucional, 2004, p.5). Conforme a tal interpretación, la claridad suficiente para que un determinado tipo infractor cumpla con el principio de tipicidad es que la descripción de la conducta pueda ser comprendida por un administrado con formación básica, mas no centrándose en la administración pública sancionadora.

En este orden de ideas, y el TUO de la Ley del Procedimiento Administrativo General, aprobado mediante Decreto Supremo N° 004-2019-JUS ha reconocido la aplicación del mencionado principio indicando lo siguiente:

Solo constituyen conductas sancionables administrativamente **las infracciones previstas expresamente en normas con rango de ley mediante su tipificación como tales**, sin admitir interpretación extensiva o analogía (D.S. N° 004-2019-JUS, 2019)⁴.

⁴ Énfasis propio

Llegado a este punto, es necesario detenernos en el porqué de la exigencia de la comprensión de los tipos infractores. Esto resultaría relevante ya que una redacción oscura respecto a la conducta merecedora de una sanción pondría en un estado de indefensión al administrado, sin saber qué argumentos esbozar en un eventual procedimiento administrativo sancionador. De esta manera, no podrán llevar a cabo una defensa jurídica ya que la decisión de si una determinada conducta calza dentro del supuesto de hecho sería llevado a cabo de manera arbitraria por el órgano sancionador dentro de una entidad de la administración pública.

De acuerdo a lo señalado por Morón (2019), el principio de tipicidad guarda relación con la autonomía de los administrados, en el sentido de que éstos pueden contar con la capacidad de determinar previamente si sus conductas o actividades económicas serán merecedoras de una sanción (p. 421). De acuerdo a ello, se estaría estableciendo una relación entre dicho principio y el marco de seguridad jurídica que necesitan los administrados. En caso el tipo infractor no resulte razonablemente claro, los administrados no podrían desarrollar libremente sus conductas sin tener una certeza razonable de que no serán sancionados por las mismas.

Dicha relación entre el principio de tipicidad y la seguridad jurídica se encuentra detallada por Nieto (2002) cuando indica que “la suficiencia de la tipificación es, en definitiva, una exigencia de la seguridad jurídica y se concreta, ya que no en la certeza absoluta, en la predicción razonable de las consecuencias jurídicas de la conducta” (p. 268). En armonía con lo anterior, se indicaría que la observancia del principio de tipicidad permitiría que un administrado, razonablemente, pueda determinar de manera previa la consecuencia de sus actos. No obstante, ello no implicaría que, en el reglamento o en la ley correspondiente, se deba apreciar un detalle sobrecogedor y agotador de la conducta sancionable.

Llegado a este punto, es necesario detenernos en que el principio de tipicidad no buscaría que la determinación fehaciente de las conductas infractoras pueda ser comprendida exclusivamente por parte del legislador o por parte de la propia entidad de la administración pública en específico, sino, por los administrados que se encontrarán en su ámbito de aplicación. En este sentido, el principio de tipicidad operaría como una garantía para los administrados para evitar que, en el marco de una redacción oscura o de manera injustificada, la administración pública pretenda proscribir *a posteriori* una determinada conducta.

Asimismo, resulta necesario destacar que el principio de tipicidad no exige que exista una determinación absoluta respecto a la redacción de los tipos infractores. Esto se explicaría en que debe existir un margen razonable de interpretación por parte de la entidad de la administración pública para determinar si una conducta califica dentro del supuesto de hecho, sin perjuicio de que no se pueda admitir una interpretación extensiva o análoga de las conductas infractoras.

Finalmente, de acuerdo a lo esbozado por Nieto (2012), los elementos esenciales de un tipo infractor, para que éste sea considerado como suficiente, serán determinados por los estudios doctrinarios o por la casuística desarrollada en los tribunales (p. 267). Por tal motivo, para el análisis de los tipos infractores de comunicación *inexacta e incompleta*, será necesario llevar a cabo un estudio de lo que, en anteriores resoluciones de la Superintendencia del Mercado de Valores, y de otras entidades de la administración pública, se ha interpretado respecto a sus elementos esenciales.

Teniendo en cuenta esta aproximación, se deberá determinar si el uso de dichos vocablos para la determinación de conductas sancionables por una incorrecta comunicación de Hechos de Importancia resulta armónico con la naturaleza determinable de los mismos y con el principio de tipicidad.

2.2. Diferencias entre la comunicación *inexacta e incompleta* de Hechos de Importancia

Conforme a lo analizado respecto al principio de tipicidad, se ha determinado que el mismo exige que se haya llevado a cabo una descripción fehaciente de las conductas infractoras, capaces de ser comprensibles de manera razonable. Si bien esta descripción no agota toda la descripción de los supuestos de hecho, ya que existe un margen de interpretación –mas no arbitrariedad-, es necesario establecer que cada tipo debe contar con elementos esenciales que permitan diferenciarlo de los demás.

En el marco de la comunicación *inexacta e incompleta* de Hechos de Importancia, de acuerdo a lo indicado en el primer capítulo, esta diferencia radica en que, por un lado, la comunicación *inexacta* es considerada como una infracción muy grave, mientras que la *incompleta* como una infracción leve. Para estudiar sus aspectos diferenciadores, nos valdremos de una

aproximación normativa, para posteriormente analizar resoluciones de la SMV.

En primer lugar, respecto al receptor de la información, se ha identificado que, tanto para la comunicación incompleta de Hechos de Importancia, como para la comunicación de información inexacta, los receptores de la información son la Superintendencia del Mercado de Valores, el mecanismo centralizado de negociación y liquidación de valores –en este caso la Bolsa de Valores de Lima-, y los inversionistas. Si bien para ambos casos se indica que también calificaría como receptor de la información a cualquier otro sujeto que forme parte del mercado de valores, es válido afirmar que, en tanto los receptores de los Hechos de Importancia son lo ya descritos, su ámbito de aplicación se circunscribe a los mismos.

En este sentido, al no encontrarse una diferencia en la aplicación respecto a quién es el receptor de la información, es necesario encontrar algún elemento adicional dentro de los tipos para diferenciarlos. Asimismo, en tanto los Hechos de Importancia resultan ser unidades de información, también califican dentro del supuesto de la comunicación inexacta de información. En este sentido, por más que en el tipo infractor muy grave no se hace mención explícita a los Hechos de Importancia, es válido afirmar que éstos se ubican dentro de su aplicación.

Por otro lado, es necesario detenernos en qué tipo de infracción clasifican la comunicación *inexacta e incompleta* de Hechos de Importancia. Para tal fin, tomaremos como referencia a las infracciones permanentes, continuadas, instantáneas e instantáneas de efectos permanentes. Para tal fin, es necesario resaltar que estas infracciones no requieren que se lleven a cabo diversas comunicaciones incompletas o inexactas para que se configuren, ya que las mismas se acaecen una vez que el Hecho de Importancia es comunicado al mercado. Consecuentemente, al no existir una repetición de la conducta, no calificarían como infracciones continuadas, debido a que estas implican la realización de diferentes conductas que, si bien cada una podrían calificar como una infracción en sí, se agruparían en un proceso unitario (Baca, 2011, p. 269).

Respecto a los efectos de la conducta infractora, y en atención al primer capítulo, se tiene como efecto dañoso la afectación a la Transparencia del Mercado y, consecuentemente, a la formulación de precios. En este sentido, como consecuencia de una comunicación inexacta

o incompleta, las cotizaciones de las carteras, así como las siguientes operaciones de compra venta, se desarrollarán asumiendo el contexto de información defectuosa. En este sentido, los efectos de esta comunicación se prolongarán a lo largo del tiempo. Consecuentemente, estas conductas infractoras no podrían calificar como infracciones instantáneas.

Finalmente, respecto a si las mismas son infracciones instantáneas de efectos permanentes o infracciones permanentes, es necesario resaltar que las permanentes son aquellas que la situación antijurídica se mantiene a lo largo del tiempo por voluntad de su autor (De Palma, 2001, p. 557). Por otro lado, las instantáneas de efectos permanentes, conforme a lo indicado por Ayvar y Borda (2019), estas son en las que se llevan a cabo en un momento determinado pero sus efectos se mantienen a lo largo del tiempo (p. 274).

En base a dicha aproximación teórica, es válido afirmar que, en tanto los efectos antijurídicos al bien jurídico de Transparencia del Mercado se mantienen a lo largo del tiempo, pero sin que se necesiten nuevas conductas por parte del emisor o sin que sea necesario que se lleven a cabo nuevas omisiones, estamos en ambos casos ante infracciones instantáneas de efectos permanentes. En concreto, la infracción se configuraría cuando el Hecho de Importancia es comunicado incorrectamente al mercado y sus efectos se mantendrían a lo largo del tiempo en la incorrecta determinación de precios o cotizaciones de los valores mobiliarios emitidos.

De acuerdo al análisis desarrollado, se puede apreciar que la Superintendencia del Mercado de Valores ha decidido llevar a cabo el siguiente esquema en la tipificación de las conductas sancionadoras:

Infracción		Comunicación Inexacta	Comunicación Incompleta
Supuesto de Hecho	Tipo de Información	Hechos de Importancia	Unidades de información, lo cual incluye a los Hechos de Importancia.
	Receptores de la Información	La SMV, el mecanismo centralizado de negociación, inversionistas, o demás actores del mercado de valores	

	Calidad de la Información	<i>Inexacta</i>	<i>Incompleta</i>
Consecuencia		Infracción leve De 1 a 25 UIT	Infracción muy grave De 50 a 700 UIT

Cuadro de elaboración propia.

Por tal motivo, en tanto la clase de la información para ambos casos responde para los Hechos de Importancia, sin contar con un elemento adicional para diferenciar categorías dentro de los mismos, y porque los receptores de dicha información también coinciden, es menester analizar si el elemento adicional restante del tipo, es decir los vocablos *inexacto* e *incompleto*, resultan suficientes para establecer, razonablemente, un margen de diferenciación entre las conductas infractoras.

2.2.1. Análisis de las interpretaciones en resoluciones de la Superintendencia del Mercado de Valores

Habiendo disgregado el supuesto de hecho para la configuración de la comunicación de información *inexacta* o *incompleta* de Hechos de Importancia, teniendo como resultado que comparten el tipo de información comunicada y los receptores de información, así como su clasificación de infracciones, corresponde determinar sus diferentes campos de aplicación en base al uso de vocablos de *inexacto* o *incompleto*. Para este fin, se iniciará con el estudio de la interpretación que la SMV ha otorgado a dichos conceptos jurídicos indeterminados.

Cabe mencionar que, en base a lo anteriormente desarrollado, se tomará como premisa que el empleo de conceptos jurídicos indeterminados no conllevará necesariamente una afectación al principio de tipicidad, ya que mientras que su aproximación sea razonable en atención al bien jurídico protegido o que exista una línea interpretativa sólida, podrían considerarse adecuadas. Asimismo, de manera posterior, la interpretación desarrollada por la SMV será contrastada con la de otras entidades de la administración pública que han empleado dichos conceptos.

En primer lugar, resulta importante resaltar el desarrollo del concepto de *inexactitud*

empleado en la Resolución de Superintendente N° 061-2020-SMV/02. En esta se ha indicado que una remisión de información *inexacta* corresponde a “información cuyo contenido no corresponde con la realidad” (Res. SMV N° 061-2020-SMV/02, 2020). Por tal motivo, se tiene como primera aproximación el que ésta adolece de no corresponder con la realidad. No obstante, continúa con su explicación indicando que “inexacto es lo que carece de exactitud” (Res. SMV N° 061-2020-SMV/02, 2020).

De esta manera, se puede apreciar que la SMV en su argumentación respecto al empleo del tipo de comunicación *inexacta* ha adolecido de usar una redundancia. Conforme a lo citado, se ha indicado que lo *inexacto*, en antonimia, no responde al criterio de exactitud exigido para la comunicación de información. Si bien se ha empleado dicho concepto jurídico indeterminado, la SMV no desarrolló su contenido. Junto a ello, en tanto no se planteó el empleo del tipo de comunicación *inexacta*, la SMV no desarrolló su diferencia.

Por otro lado, resulta menester resaltar a la Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 032-2020-SMV/11, la cual versa específicamente sobre la difusión de un Hecho de Importancia. En esta Resolución se indica que el administrado no cumplió con incluir información referente a los criterios sobre la Política de Dividendos que aprobó:

[S]e debe señalar que la formulación del presente cargo se refiere a la comunicación de manera incompleta del hecho de importancia del 29 de marzo de 2019, sobre los acuerdos celebrados por la Junta Universal de Accionistas; al no incluir en el mencionado hecho de importancia la información sobre la Política de Dividendos del 2019, conforme lo establece el numeral 13 del Anexo 1 del Reglamento de Hechos de Importancia (Res. SMV N° 032-2020-SMV/11, 2020, p.5).

Si bien no se lleva a cabo un desarrollo del concepto de comunicación incompleta, se hace referencia al Anexo 1 del Reglamento de Hechos de Importancia, el cual se encuentra aprobado por la Resolución SMV N° 005-2014. Dicho anexo corresponde al ya mencionado listado enunciativo de Hechos de Importancia, el cual señala que debe comunicarse como tal a la “Aprobación o modificación de la política de dividendos, incluyendo los criterios para la distribución de utilidades [...]” (Res. SMV N° 005-2014, 2014).

En este sentido, se puede apreciar que se empleó el supuesto de *comunicación incompleta* en la difusión de Hechos de Importancia cuando ésta unidad de información se encontraba descrita en el listado enunciativo. De esta manera, para este caso en concreto, puede interpretarse que aquella comunicación completa sería la que cumpla con los requisitos establecidos de manera específica en el listado enunciativo. Cabe mencionar que dicho listado, como se desarrolló en el primer capítulo, no agota todos los posibles Hechos de Importancia que se puedan desarrollar en el mercado de valores.

Por otro lado, también resulta importante analizar a la Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 056-2016-SMV/11, en el que la SMV desarrolló brevemente el concepto de *inexactitud* en la comunicación de Hechos de Importancia, indicando lo siguiente:

“[E]l hecho de importancia comunicado no cumplió con el requisito de exactitud, al ser impreciso toda vez que omitió informar sobre los Términos y Condiciones de la Transacción” (Res. SMV N° 056-2016-SMV/11, 2016, p.21).

En este sentido, la SMV ha indicado que una comunicación inexacta de hechos de importancia es aquella que adolece de no ser precisa. Nuevamente, se empleó otro concepto jurídico indeterminado que no se desarrolla a cabalidad. Asimismo, cabe mencionar que, en dicha resolución, no se estableció de manera clara una diferencia entre el concepto de *comunicación inexacta* o *comunicación incompleta*, por más que el administrado lo haya indicado en sus argumentos.

Finalmente, a modo de conclusión respecto a los criterios interpretativos empleados por la SMV, se puede apreciar que la misma las siguientes aproximaciones a los tipos infractores estudiados:

1. La comunicación de un Hecho de Importancia *inexacto* no cumple con el criterio de exactitud. Asimismo, la información comunicada no cumple con ser precisa.
2. La comunicación de un Hecho de Importancia *incompleto* es aquella en la que no se ha incluido toda la información requerida. Este tipo se usó en referencia al listado enunciativo de Hechos de Importancia.

De manera previa a analizar si esta línea interpretativa satisface el principio de tipicidad respecto a la identificación fehaciente de las conductas infractoras, corresponde contrastar dichas interpretaciones de los vocablos de *inexacto* o *incompleto* por otras entidades de la Administración Pública. De esta manera, se buscará identificar si es que es posible incorporar dichos criterios interpretativos a los de la SMV, o si existen diferencias en la determinación de los tipos infractores.

2.2.2. Análisis de las interpretaciones en resoluciones de otras entidades de la Administración Pública.

Para el desarrollo del presente apartado se ha tomado en consideración a las resoluciones de procedimiento administrativos sancionadores de entidades de la Administración Pública peruana que contengan en su ley o reglamento como infracciones a la presentación de información incompleta o inexacta. Junto a ello, dichas entidades deberán contar con una resolución o precedente en el que hayan desarrollado el contenido del tipo o que los hayan diferenciado.

En este sentido, se ha identificado al Organismo Supervisor de las Contrataciones del Estado (en adelante, “OSCE”) con el TUO de la Ley N° 30225, Ley de Contrataciones del Estado, y al Organismo Supervisor de Inversión Privada en Telecomunicaciones (en adelante, “OSIPTEL”) con la Resolución de Consejo Directivo N° 087-2013-CD/OSIPTEL, el Reglamento de Fiscalización, Infracciones y Sanciones.

2.2.2.1. Interpretación y regulación en materia de contrataciones con el Estado.

De manera previa a la presentación y análisis del acuerdo de Sala Plena correspondiente, se debe mencionar que dentro del TUO de la Ley N° 30225, Ley de Contrataciones del Estado, se presenta como un tipo infractor a la presentación de información inexacta. Si bien no cuenta con un tipo infractor correspondiente a la presentación de información incompleta, el OSCE ha llevado a cabo un desarrollo profundo respecto al ámbito de aplicación del tipo de presentación de información inexacta, diferenciándolo de la presentación de información falsa y estableciendo un elemento adicional dentro del tipo.

Respecto al análisis del tipo en cuestión, este se encuentra en el literal i) del numeral 50.1 del

artículo 50° del TUO de la Ley de Contrataciones del Estado, conforme al siguiente detalle:

i) **Presentar información inexacta** a las Entidades, al Tribunal de Contrataciones del Estado, al Registro Nacional de Proveedores (RNP), al Organismo Supervisor de las Contrataciones del Estado (OSCE) y a la Central de Compras Públicas-Perú Compras. En el caso de las Entidades siempre que **esté relacionada con el cumplimiento de un requerimiento, factor de evaluación o requisitos que le represente una ventaja o beneficio en el procedimiento de selección o en la ejecución contractual**. Tratándose de información presentada al Tribunal de Contrataciones del Estado, al Registro Nacional de Proveedores (RNP) o al Organismo Supervisor de las Contrataciones del Estado (OSCE), **el beneficio o ventaja debe estar relacionada con el procedimiento que se sigue ante estas instancias** (Decreto Supremo N° 082-2019-EF)⁵.

Conforme al literal citado, se puede apreciar que la estructura del tipo infractor contiene, junto con la identificación de los posibles destinatarios de la información y el empleo del vocablo de *inexacto*, un elemento adicional respecto a los efectos de la presentación de la información. Dicho efecto vendría a ser el obtener un beneficio o ventaja por la presentación de información inexacta.

Por lo anteriormente mencionado, es válido afirmar que el esquema de la infracción empleada en materia de contrataciones con el Estado es el siguiente:

Infracción		Presentación de información Inexacta
Supuesto de Hecho	Tipo de Información	No se detalla qué tipo de información califica dentro del supuesto de hecho, por lo que podría ser cualquiera que deba ser presentada a los destinatarios.
	Destinatarios de la Información	Las Entidades, el Tribunal de Contrataciones del Estado, el Registro Nacional de Proveedores, el OSCE o la Central de Compras Públicas – Perú Compras

⁵ Énfasis propio

	Calidad de la Información	<i>Inexacta</i>
	Consecuencia de la presentación	Que el administrado obtenga una ventaja o beneficio en el procedimiento de selección o ejecución contractual, o el procedimiento correspondiente.

Cuadro de elaboración propia.

Habiendo graficado la estructura del tipo, podemos encontrar una diferencia sustancial respecto a la forma cómo la SMV ha desarrollado las infracciones de comunicación inexacta o incompleta de Hechos de Importancia, la cual radica en la consecuencia de la presentación de la información. No obstante, para profundizar con las diferencias, es necesario mencionar el desarrollo llevado a cabo por el OSCE mediante el Acuerdo N° 004-2019-TCE.

En el mencionado acuerdo, el Tribunal de Contrataciones del Estado señala que se cuenta con una línea interpretativa respecto a la diferenciación entre documentos falsos o adulterados e información inexacta. Al respecto, menciona lo siguiente:

Así, dicha posición expone que la **documentación falsa o adulterada se configura** cuando el documento cuestionado **no fue expedido por quien aparece como su emisor**, cuando no fue suscrito por quien aparece como su suscriptor o cuando, habiendo sido válidamente expedido, su contenido ha sido alterado o modificado. De otro lado, indica que nos encontraremos ante un **supuesto de inexactitud** cuando la **información contenida en el documento no es concordante o congruente con la realidad** (Acuerdo N° 004-2019-TCE).

Conforme al Acuerdo de Sala Plena mencionado, el cual coincide con el Acuerdo de Sala Plena N° 02-2018/TCE, el administrado se encontrará en el tipo infractor correspondiente a la presentación de información inexacta cuando la misma no resulte concordante o congruente con la realidad y cuando dicha falta de congruencia le presente un beneficio o ventaja. Si bien esta lógica no resulta completamente extrapolable al análisis de los tipos infractores de la SMV debido a que no cuenta con un tipo infractor correspondiente a comunicación incompleta de información, se deben resaltar los siguientes puntos:

1. Se diferencia fehacientemente entre el tipo infractor de entrega de información *inexacta* y entrega de información *falsa*.
2. El tipo infractor de información inexacta, a diferencia del de la SMV, cuenta con un elemento adicional para la identificación de la conducta sancionable correspondiente a un beneficio o ventaja obtenido.
3. Se cuenta con dos Acuerdos de Sala Plena y con pronunciamientos del Tribunal de Contrataciones del Estado en donde se desarrolla, en la misma línea interpretativa, los alcances de los tipos infractores.

2.2.2.2. Interpretación y regulación en materia del OSIPTEL

Al igual que para el análisis en materia de contrataciones del Estado, se procederá a llevar a cabo una descripción de los tipos infractores en cuestión en materia de OSIPTEL. Los mismos se encuentran desarrollados en la Resolución de Consejo Directivo N° 087-2013-CD-OSIPTEL, Reglamento de Fiscalización, Infracciones y Sanciones. Al igual que para el caso de la SMV, se contemplan como infracciones relativas a la información a la entrega de información incompleta e inexacta.

Para comenzar, respecto al tipo infractor correspondiente a la entrega de información incompleta, la misma se encuentra contemplada en el artículo 7° del mencionado reglamento, conforme al siguiente detalle:

La Empresa Operadora que, dentro del plazo establecido, incumpla con la entrega de información o entregue **información incompleta**, incurrirá en **infracción grave**, siempre que:

- a. Se hubiere **emitido un requerimiento escrito** por el OSIPTEL que indique la calificación de obligatoria de la entrega de la información requerida [...];
- b. El **OSIPTEL hubiere establecido requerimientos de información específica**, de manera periódica o no, con indicación de plazos, contenidos en **procedimientos de supervisión o en resoluciones o mandatos** de OSIPTEL;
- c. Se tratase de información **prevista en su contrato de concesión**; o,

- d. Se tratase de información **cuya entrega se encuentre prevista en alguna disposición normativa vinculada a la actuación del OSIPTEL** (Res. de C.D. N° 087-2013-CD-OSIPTEL, 2013)⁶.

Asimismo, respecto al tipo infractor correspondiente a la entrega de información inexacta, se detallan sus alcances en el artículo 9° del mencionado reglamento. De esta manera, se indica que “[l]a Empresa Operadora que haga entrega de información inexacta incurrirá en infracción grave” (Res. de C.D. N° 087-2013-CD-OSIPTEL, 2013).

En base a los tipos infractores citados, se observa que en la infracción consistente en la entrega de información inexacta no contiene un elemento adicional aparte del uso del vocablo de *inexacto*. No obstante, para el caso de entrega de información incompleta, se cuenta con un elemento adicional dentro del tipo. Dicho elemento adicional consiste en la procedencia de la obligación de entrega de información.

Respecto a la procedencia de la información se hace mención a requerimientos por escrito, requerimientos de información específica contenida en procedimientos de supervisión o en resoluciones o mandatos, información presente en contratos de concesión o información prevista en normativa del sector. De esta manera, es válido afirmar que los parámetros para evaluar si determinada entrega de información es completa será mediante el contraste de la solicitud en específico, en donde se indicará los alcances del requerimiento.

Finalmente, y no menos importante, se puede apreciar que tanto para el caso de entrega de información incompleta e inexacta, son calificados como infracciones graves, por lo que compartirían la misma sanción. De acuerdo a lo anteriormente expuesto, la estructura de las infracciones estudiadas es la siguiente:

Infracción		Entrega de información Incompleta	Entrega de información Inexacta
Supuesto de Hecho	Tipo de Información	No se detalla qué tipo de información califica dentro del supuesto de hecho, por lo que podría ser cualquiera	

⁶ Énfasis propio.

		que deba ser presentada a los destinatarios	
	Receptores de la Información	OSIPTEL	
	Calidad de la Información	<i>Incompleta</i>	<i>Inexacta</i>
	Procedencia de la obligación	Requerimiento por escrito de OSIPTEL, requerimiento específicos en procedimientos de supervisión, entregas previstas en contratos de concesión, etc.	No se detalla, por lo que podría ser cualquiera que sea contemplada en alguna norma sectorial.
	Calificación de la infracción	Infracción grave	Infracción grave

Cuadro de elaboración propia.

Conforme al detalle estudiado, se puede apreciar un ámbito de diferenciación entre la entrega de información incompleta con el de información inexacta correspondiente a la procedencia de la obligación. Asimismo, en los supuestos de procedencia incluidos en el tipo infractor de entrega de información incompleta, se observa que los mismos incluyen un detalle razonable respecto a lo que se debe entregar, ya sea mediante requerimientos específicos, contratos de concesión, entre otros.

En este marco de ideas, cabe agregar que la diferencia entre los ámbitos de aplicación de dichos tipos infractores ha sido desarrollada mediante la Resolución de Consejo Directivo N° 88-2020-CD/OSIPTEL. En esta se indica lo siguiente:

[L]a “**inexactitud**” puede ser definida como aquello que no resulta **rigurosamente cierto o correcto** a lo que se solicita o que la norma exige; por lo que, en virtud de lo indicado, se entiende que todos los requerimientos que efectúe el Regulador deben ser atendidos adecuadamente por las empresas operadoras, lo que supone la remisión

de información exacta [...] (Resolución de Consejo Directivo N° 88-2020-CD/OSIPTTEL, 2020)⁷.

En este sentido, define la inexactitud con un criterio de rigurosidad a lo solicitado por OSIPTTEL o por la normativa en específico. Por otro lado, se establece la diferencia cuando indica que dicho caso “no corresponde a un supuesto de información incompleta, debido a que para que se configure la misma basta que no se haya remitido parte de la información solicitada” (Resolución de Consejo Directivo N° 88-2020-CD/OSIPTTEL, 2020).

De esta manera, en contraposición, se ha establecido que una información incompleta es aquella en la que no se ha remitido la información solicitada, mientras que la información inexacta es aquella que, si bien resulta completa, no cumple con el criterio de rigurosidad. Junto a ello, para definir si se ha entregado la información de manera completa, se deberá consultar el requerimiento de información en específico, el contrato de concesión o la normativa sectorial en específico.

Habiendo establecido los ámbitos de aplicación y las interpretaciones desarrolladas por OSIPTTEL y el OSCE, corresponde contrastarlo con la forma de tipificación e interpretaciones llevadas a cabo por la SMV. Dicho análisis se concentrará en determinar si, en base a lo estudiado, se cumple con el principio de tipicidad.

2.3. ¿Se cumple con el principio de tipicidad en la comunicación *inexacta o incompleta* de Hechos de Importancia?

Como se mencionó previamente en el presente artículo, la regulación referente a los Hechos de Importancia tiene como objetivo la protección del bien jurídico de Transparencia del Mercado. Ésta obligación consiste en que aquella información eventual relevante para la determinación de los precios o para la determinación de decisiones de inversión sea comunicada de forma oportuna al mercado.

Debido a la constante innovación en los contratos suscritos entre las entidades que cuentan con títulos valores inscritos en el RPMV, a las innovaciones en los posibles acuerdos

⁷ Énfasis propio.

societarios suscritos por sus accionistas o por su grupo económico, así como las variantes posibilidades de hechos jurídicos que ejerzan la influencia significativa descrita en el primer capítulo, no se cuenta con un listado taxativo de todos los acontecimientos o acuerdos que podrían calificar como Hechos de Importancia.

Por tal motivo, nace la obligación del emisor de analizar los mismos y decidir, en base a su valoración, determinar si los mismos deberán ser difundidos como Hechos de Importancia. Si bien el contar con el listado enunciativo presente en el Reglamento de Hechos de Importancia e Información reservada es de utilidad para los administrados, el mismo no agota, ni podría agotar, los supuestos que califiquen como tales.

Por otro lado, la presencia del principio de tipicidad en materia de derecho administrativo sancionador surge como un mandato de optimización respecto a que las conductas que serán sancionables deben ser descritas de manera fehaciente, de tal manera que un administrado pueda razonablemente entender su ámbito de aplicación. Ello tendrá consecuencias en que los administrados puedan desarrollar sus actividades sin que, a posteriori, descubran que los mismos son merecedores de una sanción.

Junto a ello, el no contar con una determinación razonable del supuesto de hecho tendrá como consecuencia que los administrados no puedan elaborar una argumentación jurídica respecto a los cargos que se le imputen ya que no sabrá bajo qué criterio se le estaría aplicando.

Del análisis de las resoluciones administrativas y de las normativas sectoriales estudiadas se ha identificado que, en materia de Hechos de Importancia, la SMV no ha incluido elementos diferenciadores dentro de los tipos infractores más allá que los vocablos de *inexacto* e *incompleto*. Esto contrasta con la forma cómo otras entidades de la administración pública peruana han desarrollado los mencionados tipos.

Por su parte, OSIPTEL ha incorporado dentro del supuesto de hecho de la entrega de información *incompleta* el criterio de la procedencia de la obligación. De esta manera, resulta posible identificar cuáles eran los ítems solicitados mediante la revisión del requerimiento en específico o del contrato de concesión aplicable.

En el mismo sentido, el TUO de la Ley de Contrataciones del Estado, si bien no presenta un

supuesto de información *incompleta*, en el supuesto infractor de entrega de información *inexacta* también cuenta con un elemento adicional. En este sentido, se mantiene como elemento adicional del tipo a los efectos que podrían causar la entrega de información inexacta, siendo la obtención de ventajas o beneficios para los administrados.

Junto a la problemática de ausencia de elementos adicionales dentro de los tipos infractores de comunicación *inexacta* o *incompleta* de Hechos de Importancia, la SMV no ha desarrollado una línea interpretativa que permita identificar fehacientemente los ámbitos de aplicación de dichas infracciones. De esta manera, la SMV se limita a indicar que un Hecho de Importancia inexacto es aquel que no cumple con el criterio de exactitud –o de rigurosidad como lo califica OSIPTEL-, mientras que un Hecho de Importancia *incompleto* es aquel que no ha incluido toda la información requerida.

A pesar de que el criterio interpretativo de la SMV podría complementarse con los criterios esbozados por OSIPTEL, tales como que una comunicación *inexacta* es aquella que resulta completa pero sin rigurosidad, y que una *completa* es aquella que responde a todos los ítems solicitados, la falta de determinación taxativa de los Hechos de Importancia imposibilita que un emisor pueda conocer si determinada información dentro de un Hecho de Importancia responde al criterio de exactitud o si la misma ameritaría que se considere como incompleta.

Para los Hechos de Importancia descritos en el listado enunciativo, los administrados podrán contar con una guía respecto a qué documentos adjuntar o qué acontecimientos o acuerdos comunicar. Sin embargo, en todos los demás casos, no contarán con herramientas para identificar fehacientemente los ámbitos de aplicación de los tipos infractores materia de estudio.

La problemática de identificación de los supuestos de hecho se ve agravada si se toma en consideración que, conforme al Reglamento de Sanciones en el Mercado de Valores, la comunicación *incompleta* de Hechos de Importancia califica como infracción leve y la de comunicación *inexacta* como muy grave. Ello resulta comparable con el criterio adoptado por OSIPTEL, en el que ambos supuestos son calificados como infracciones graves.

Por lo anteriormente mencionado, se concluye que la regulación actual respecto a la

comunicación *inexacta e incompleta* de los Hechos de Importancia, junto con la interpretación sectorial desarrollada por la SMV, no permite a los administrados diferenciar su ámbito de aplicación de manera fehaciente y razonable. Consecuentemente, no se cumple con el principio de tipicidad.

Dicha conclusión no indica o señala que es necesario contar con un listado taxativo de Hechos de Importancia, ya que ello desprotegería a los inversionistas en tanto existirán supuestos que ejercerían influencia significativa pero que no habrían sido determinados de antemano. Por el contrario, el resultado del presente estudio señala que es necesario contar con una tipificación que responda a la naturaleza de *determinables* de los Hechos de Importancia.

El presente estudio, en atención a las recientes modificaciones normativas, puede hacerse de traslado en materia de la actividad de Financiamiento Participativo Financiero, la cual ha sido recientemente regulada por la SMV mediante la Resolución de Superintendente N° 045-2021-SMV/02. En dicho reglamento, se ha creado la categoría de Hechos Relevantes, los cuales deberán ser informados a la SMV y se agrupan en éstos a las situaciones, actos, hechos, decisiones, acuerdos o contingencias que puedan afectar al desarrollo de las sociedades administradoras de plataformas de financiamiento participativo financiero (Res. SMV N° 045-2021-SMV/02, 2021).

Por otro lado, como corolario de la presente investigación, resulta pertinente detenernos en las alternativas de solución que se podrían aplicar a la problemática en concreto para superar la afectación al principio de tipicidad. En este sentido, se plantean las siguientes alternativas de solución⁸:

1. Modificar el Reglamento de Sanciones en el Mercado de Valores, aprobado mediante Resolución de Superintendencia N° 0035-2018-SMV/01, limitando el supuesto de aplicación del tipo de comunicación incompleta de Hechos de Importancia exclusivamente a aquellos cuyo contenido se encuentra desarrollado en el listado enunciativo presente en el Reglamento de Hechos de Importancia e Información

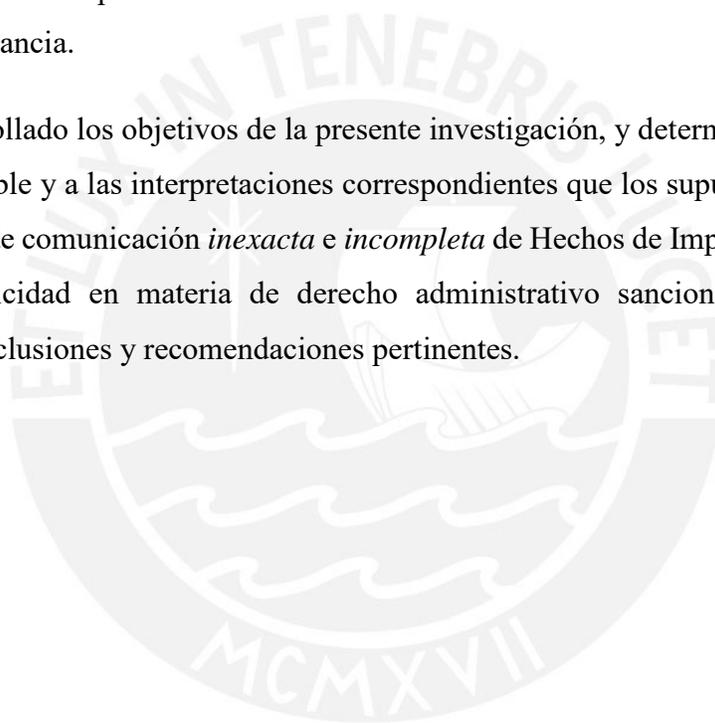
⁸ Las dos alternativas que se plantearán a continuación, entre otras, se encuentran dentro del apartado de Recomendaciones del presente artículo.

Reservada.

En tanto el listado enunciativo no responde a un nivel de afectación en específico respecto al bien jurídico de Transparencia del Mercado, se deberá llevar a cabo también una modificación respecto del Reglamento de Sanciones para ubicar a ambos tipos infractores dentro de la categoría de graves.

2. Emitir, en el marco de las facultades de la SMV, un precedente de observancia obligatoria en donde se determinen los criterios de interpretación respecto a los alcances de los tipos infractores estudiados en materia de comunicación de Hechos de Importancia.

Habiendo desarrollado los objetivos de la presente investigación, y determinado en base a la normativa aplicable y a las interpretaciones correspondientes que los supuestos de hecho de las infracciones de comunicación *inexacta* e *incompleta* de Hechos de Importancia afectan el principio de tipicidad en materia de derecho administrativo sancionador, corresponde presentar las conclusiones y recomendaciones pertinentes.



Conclusiones

- (i) El principio de Transparencia del Mercado opera como mandato de optimización en materia del mercado de valores y tiene como objetivo la reducción de la brecha de información existente entre los emisores de los valores mobiliarios transados y los inversionistas y posibles inversionistas. La reducción de la mencionada brecha resulta de interés jurídico ya que es mediante el flujo de información que se logra una adecuada determinación de los precios de transacción.
- (ii) En el marco de la normativa de revelación y difusión de información, surge la obligación de comunicar la información eventual. Esta obligación se configura mediante la difusión de Hechos de Importancia a la SMV, la BVL, el RPMV y a los inversionistas y posibles inversionistas. De acuerdo a la normativa sectorial, los Hechos de Importancia son definidos como aquellos actos, decisiones, acuerdos, hechos, negociaciones en curso o información referida a los emisores de los valores mobiliarios que tengan la capacidad de influir significativamente en la decisión de un inversionista sensato en transar los valores en cuestión o de influir en el precio o cotización de éstos.
- (iii) En atención a amplitud, los Hechos de Importancia son determinables y no predeterminados, por lo que no se cuenta con un listado taxativo en donde se indique qué deben contener cada uno.
- (iv) Dentro de las posibles infracciones que se pueden imputar a los emisores por una incorrecta comunicación de los Hechos de Importancia se encuentran a su comunicación *incompleta* –calificada como leve- y a su comunicación *inexacta* –calificada como muy grave-. En atención al principio de tipicidad en el marco del derecho administrativo sancionador, dichos supuestos de hecho deben ser descritos fehacientemente, de tal manera que puedan diferenciarse razonablemente sus alcances por parte de los administrados.
- (v) A diferencia de la forma cómo se han desarrollado los supuestos de comunicación inexacta o incompleta de información en materia de OSIPTEL o en materia de contrataciones con el Estado, en la regulación de los Hechos de Importancia no se cuenta

con un elemento adicional dentro del tipo infractor aparte de los propios vocablos para que se lleve a cabo una determinación en su ámbito de aplicación. Asimismo, no se cuenta con una línea interpretativa sólida de la SMV en donde se indiquen sus alcances.

- (vi) Por su naturaleza de determinables, los emisores cuentan con herramientas que les permiten identificar cuándo cierta información configura un Hecho de Importancia, pero no para determinar si un extremo dentro de la misma responde a una lógica de rigurosidad o exactitud, o si la ausencia de éste ameritaría que se considere como incompleto. Por tal motivo, junto con la ausencia de elementos adicionales dentro del tipo o una corriente interpretativa sólida que señale sus extremos, los supuestos de hecho de la comunicación *inexacta* o *incompleta* de Hechos de Importancia vulneran el Principio de Tipicidad.



Recomendaciones

En el presente apartado se presentarán recomendaciones para la Superintendencia del Mercado de Valores, con el fin de superar la afectación al principio de tipicidad ocasionado por la deficiente descripción de los tipos infractores en los supuestos de comunicación *incompleta e inexacta* de Hechos de Importancia y para tomar en consideración la forma como se tratarán las infracciones relacionadas a la incorrecta comunicación de Hechos Relevantes.

La primera recomendación consiste en que la SMV puede establecer un elemento adicional dentro del tipo correspondiente de comunicación de información *incompleta*, el cual consista en que dicho tipo infractor solo sería de aplicación para aquellos Hechos de Importancia cuyo contenido se encuentra predeterminado en el listado enunciativo presente en el Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada.

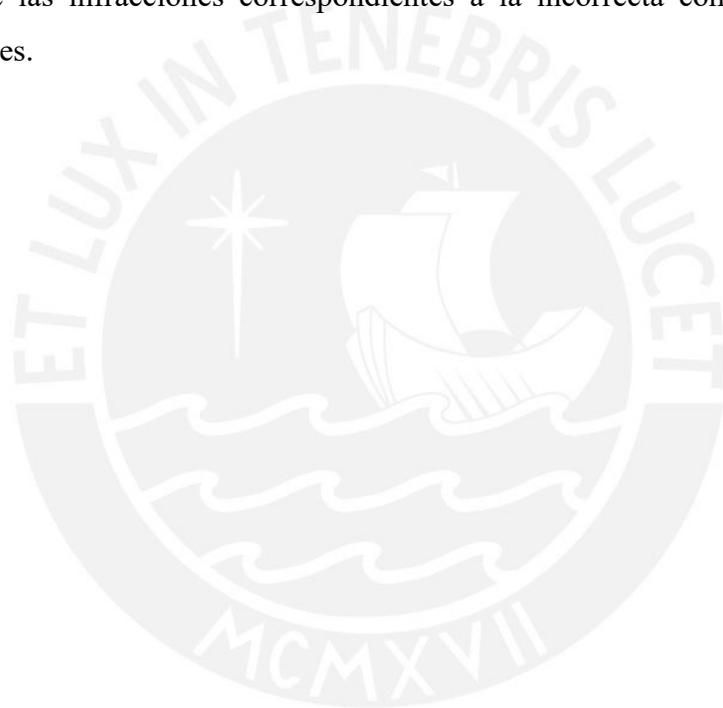
Cabe resaltar que, para evitar incongruencias y falta de razonabilidad en la graduación de la sanción, se deberá modificar también el Reglamento de Sanciones en el Mercado de Valores para calificar dentro de un mismo grado a la comunicación de información *incompleta e inexacta* de Hechos de Importancia. Para tal fin, puede tomarse como el nuevo grado a la categoría de grave.

La segunda recomendación consiste en que la SMV emita un precedente de observancia obligatoria en el que se determine de manera razonable los alcances diferenciados entre los tipos infractores de comunicación *inexacta* y comunicación *incompleta* de Hechos de Importancia. En este precedente deberá tomarse en cuenta que se está tratando de una infracción muy grave y otra leve, por lo que las mencionadas conductas deberán contemplar una diferencia sustancial respecto al daño al bien jurídico protegido, siendo este la Transparencia del Mercado. Asimismo, la interpretación desarrollada deberá reconocer la flexibilidad de los Hechos de Importancia y su especial dificultad para que sean determinados de antemano.

Finalmente, **la tercera recomendación** hace referencia al reciente Reglamento de la Actividad de Financiamiento Participativo Financiero y sus Sociedades Administradoras

aprobado mediante Resolución de Superintendente N° 045-2021-SMV/02. Como se mencionó previamente, en este nuevo reglamento se ha creado la categoría de Hechos Relevantes, que también buscan reducir la brecha informativa entre los inversionistas y entre las plataformas de financiamiento participativo financiero, o *crowdfunding* en inglés.

Al guardar la similitud de determinables, los Hechos Relevantes tendrán las mismas dificultades respecto a la determinación de los ámbitos de aplicación de las infracciones correspondientes a su comunicación *incompleta* o *inexacta*. En este sentido, ya sea que se adopte la primera o segunda recomendación, puede atenderse al mismo tiempo a el ámbito de aplicación de las infracciones correspondientes a la incorrecta comunicación de los Hechos Relevantes.



Referencias Bibliográficas

• Doctrina Jurídica

- Ayvar, R. & Borda, G. (2019). La prescripción de las infracciones en el Derecho Administrativo Sancionador peruano. *Themis*, (75), 269-291. <https://doi.org/10.18800/themis.201901.019>
- Baca, V. (2011). La Prescripción de las Infracciones y su Clasificación en la Ley del Procedimiento Administrativo General. *Derecho & Sociedad*, (37), 263-274. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoysociedad/article/view/13178>
- Danós, J. (1995). Notas acerca de la potestad sancionadora de la administración pública. *Ius et Veritas*, 5(10), 149-160. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/15485>
- De Palma, A. (2001). Infracciones administrativas continuadas, las infracciones permanentes, las infracciones de estado y las infracciones de pluralidad de actos. *Revista española de Derecho Administrativo*, (112), pp. 553-574.
- Ferrero, G. (2009). Una visión panorámica de la Regulación Financiera en el Perú: A propósito de la crisis económica mundial. *Derecho y Sociedad*, (32), 17-23. <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoysociedad/article/view/17446>
- Martínez, J. (2003). Los objetivos de la regulación del mercado de valores en la legislación nacional, análisis crítico. *Themis*, (47), 235-242. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/9866>
- Melgar, E. (2006). Quien mucho abarca poco aprieta: algunas consideraciones a favor de la utilización de la tipificación indirecta en el derecho administrativo sancionador. *Revista de Derecho Administrativo*, (02), 273-306. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoadministrativo/article/view/16344/16752>
- Morón, J. (2019). *Comentarios a la Ley del Procedimiento Administrativo General*. Tomo II, décima cuarta ed. Lima, Perú: Gaceta Jurídica.
- Nieto, A. (2012). *Derecho Administrativo Sancionador*. Madrid, España: Tecnos.
- Pavet, J., & Castillo Loo, S. (2009). Integridad y Manipulación en el Mercado de Valores. *Derecho & Sociedad*, (32), 25-35. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoysociedad/article/view/17447>
- Reggiardo, A. & Ugarte, M. (1997). La transparencia del mercado y el insider trading. *Themis* (35), 263-278. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/11821>

Rocca-Carbajal, L. (2015). El nuevo Reglamento de Hechos de Importancia en el Perú. *Ius Et Praxis*, (46), 89-112. <https://doi.org/10.26439/iusetpraxis2015.n046.666>

Pineda, J. (2011). Diferenciando la Intermediación directa y la intermediación indirecta: Retos pendientes en el mercado de capitales. *Revista Ethos*, 1-8.

Santamaría, J. (2009). *Principios de Derecho Administrativo General II*. Iustel.

Serra, G. (2000). Los Valores Mobiliarios. *Derecho & Sociedad*, (14), 168-177. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoysociedad/article/view/17206>

Torres, N. (2007). Regulando por estándares: el estándar del Inversionista Razonable en el Mercado de Valores. *Themis*, (54), 261-272. <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/8883>

- **Resoluciones de procedimientos administrativos sancionadores y acuerdos de sala plena**

Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (2013). *Resolución CONASEV N° 113-2003-EF/94.12*.

Superintendencia del Mercado de Valores (2016). *Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 056-2016-SMV/11*.

Superintendencia del Mercado de Valores (2020). *Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 015-2020-SMV/10*.

Superintendencia del Mercado de Valores (2020). *Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 032-2020-SMV/11*.

Superintendencia del Mercado de Valores (2020). *Resolución de Superintendente N° 061-2020-SMV/02*.

Organismo Supervisor de las Contrataciones del Estado (2018). *Acuerdo de Sala Plena N° 02-2018/TCE*.

Organismo Supervisor de las Contrataciones del Estado (2019). *Acuerdo N° 04-2019-TCE*.

Organismo Supervisor de Inversión Privada en Telecomunicaciones (2020). *Resolución de Consejo Directivo N° 88-2020-CD/OSIPTEL*.

Tribunal Constitucional (2002). Sentencia recaída en el Expediente N°2050-2002-AA/TC. <https://www.tc.gob.pe/jurisprudencia/2003/02050-2002-AA.html>

Tribunal Constitucional (2004). Sentencia recaída en el Expediente N° 2192-2004-AA/TC. <https://www.tc.gob.pe/jurisprudencia/2005/02192-2004-AA.html>

- **Instrumentos Normativos y otros**

Bolsa de Valores de Lima (16 de octubre de 2021). *Fechas y Horarios de Negociación*. Bolsa de Valores de Lima – BVL. <https://www.bvl.com.pe/mercado/resumen-mercado/feriados-y-horarios-de-negociacion>

Decreto Ley N° 26126. Que aprueba el Texto Único Ordenado de la Ley Orgánica del Mercado de Valores. Diario Oficial El Peruano (1992).

Decreto Supremo N° 004-2019-JUS. Que aprueba el Texto Único Ordenado de la Ley N° 27444, Ley del Procedimiento Administrativo General. Diario Oficial El Peruano (2019).

Decreto Supremo N° 093-2002-EF. Que aprueba el Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores. Diario Oficial El Peruano (2002).

Decreto Supremo N° 082-2019-EF. Que aprueba el Texto Único Ordenado de la Ley de Contrataciones del Estado. Diario Oficial El Peruano (2019).

Resolución de Consejo Directivo N° 087-2013-CD/OSIPTEL. Que aprueba el Reglamento de Fiscalización, Infracciones y Sanciones. Diario Oficial El Peruano (2013).

Resolución SMV N° 005-2014. Que aprueba el Reglamento de Hechos de Importancia e Información Reservada. Diario Oficial El Peruano (2014).

Resolución SMV N° 035-2018-SMV/01. Que aprueba el Reglamento de Sanciones de la SMV. Diario Oficial El Peruano (2018).

Resolución SMV N° 045-2021-SMV/02. Que aprueba el Reglamento de la Actividad de Financiamiento Participativo Financiero y sus Sociedades Administradoras. Diario Oficial El Peruano (2021).