



COMISIÓN  
PARA EL MERCADO  
FINANCIERO

# Propuestas de cambios legales para reducir abusos en el mercado de valores

Diciembre 2019

[www.cmfchile.cl](http://www.cmfchile.cl)



---

COMISIÓN  
PARA EL MERCADO  
FINANCIERO

PROPUESTAS DE CAMBIOS LEGALES PARA  
REDUCIR ABUSOS EN EL MERCADO DE VALORES

COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO

DICIEMBRE 2019

## I- Introducción

La Comisión para el Mercado Financiero –en adelante, CMF– tiene como mandato legal velar por el correcto funcionamiento, desarrollo y estabilidad del mercado financiero, facilitando la participación de los agentes de mercado y promoviendo el cuidado de la fe pública (Ley Orgánica de CMF<sup>1</sup>). Para velar por una adecuada conducta de los individuos y entidades que participan en el mercado financiero, la CMF cuenta con atribuciones normativas, de supervisión y sancionatorias. Conductas indebidas, tales como la realización de transacciones bursátiles haciendo uso de información privilegiada, dañan gravemente la integridad del mercado y la confianza pública.

La CMF tiene como objetivo estratégico para el período 2020-2022 fortalecer la supervisión de conducta en el mercado financiero. Se busca promover un mercado cada vez más íntegro, transparente y eficiente, y asimismo un mayor grado de protección a los inversionistas y clientes financieros. En ejercicio de la facultad conferida a la CMF para proponer al Ejecutivo los cambios legales que se estimen necesarios para asegurar el adecuado funcionamiento del mercado financiero (artículo 5 N° 24 de la Ley Orgánica de la CMF), el presente documento presenta una serie de propuestas con el fin de mejorar la conducta y reducir los abusos en el mercado de valores.

Las propuestas se pueden resumir de acuerdo a las siguientes temáticas:

1. Aumento de sanciones administrativas y penales por abusos en mercado de valores;
2. Medidas para fortalecer la supervisión y persecución de abusos de mercado;
3. Ampliar el perímetro de supervisión de abusos de mercado;
4. Perfeccionar herramientas preventivas para prevención de abusos de mercado;
5. Priorizar tramitación legislativa de Proyecto de Ley de Transparencia de Agentes de Mercado.

La CMF tiene la convicción de que mejorar la conducta de las entidades e individuos en el mercado de valores tendrá un efecto positivo sobre la economía y el bienestar de la sociedad.

<sup>1</sup> <http://www.cmfchile.cl/portal/principal/605/w3-article-24701.html>.

## **II- Conducta en el Mercado de Valores: Una Comparación Internacional**

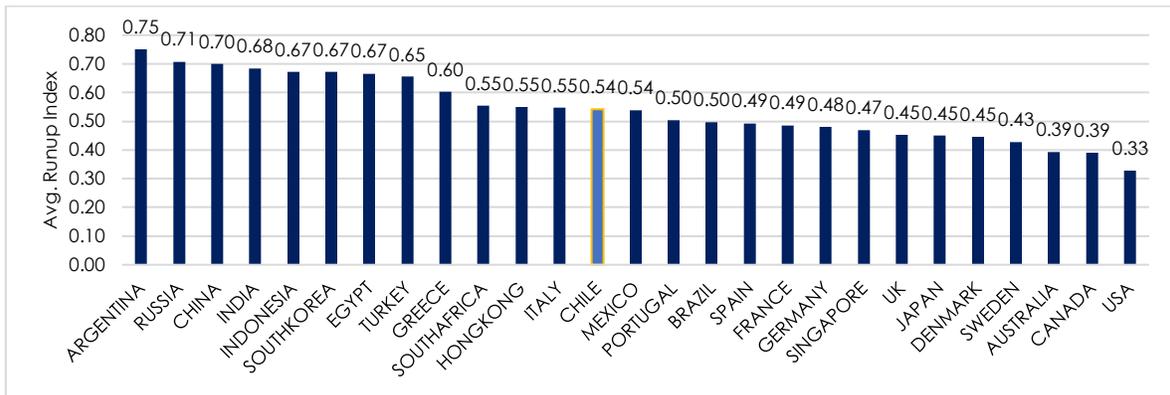
La Ley de Mercado de Valores (Ley 18.045) regula a las entidades que participan en el mercado de valores, las actividades que dichas entidades pueden realizar y las conductas prohibidas o restringidas. La Ley de Mercado de Valores prohíbe especialmente, entre otras conductas, transar en el mercado usando información privilegiada, entregar información falsa al mercado y al supervisor; realizar operaciones ficticias y manipular precios en el mercado.

Por su parte, la evidencia internacional muestra que mercados íntegros y transparentes permiten una adecuada formación de precios, lo que resulta en menores costos de financiamiento para las empresas (Bhattacharya y Daouk, 2002), mayores niveles liquidez (Christensen et al., 2016) y mayores grados de innovación (Levine et al., 2017). Una forma de medir la eficiencia y transparencia del mercado de valores consiste en analizar la reacción de los precios de las acciones frente a anuncios corporativos. En un mercado eficiente, los precios deberían reaccionar al momento de que se haga público el anuncio. Si los precios se adelantan y reaccionan antes del anuncio, sugiere que información reservada de la empresa se está filtrando al mercado.

Un estudio reciente de la CMF mide el grado de adelantamiento de precios de acciones de empresas chilenas frente a anuncios de fusiones y adquisiciones, siguiendo la literatura financiera en la materia.<sup>2</sup> El grado de adelantamiento debería ser 0% en un mercado donde no existe filtración de información y 100% si la totalidad de la información se filtra antes del anuncio. Chile se encuentra en la mitad de este espectro, con un grado de adelantamiento del 55% antes del anuncio corporativo oficial (ver Figura 1). Si bien este grado de adelantamiento de precios es menor que en otros países de la región (e.g., Argentina), es bastante mayor que en países avanzados como EE.UU. o Canadá. Esta evidencia sugiere la existencia de abusos en el mercado de valores chileno.

<sup>2</sup> Ver Keown y Pinkerton (1981), King (2009), Agrawal and Nasser (2012), Jain y Sunderman (2014) y Del Guercio et al. (2017).

Figura 1. Grado de anticipación de precios de acciones a anuncios corporativos por país



Fuente: CMF (Alvarado, 2019), en base a información de Bloomberg. Índice *Run-up* mide el grado de anticipación de precios accionarios ante anuncios de fusiones y adquisiciones, para el período 2000-2018.

Para avanzar en cerrar brechas respecto a países más avanzados y reducir los abusos en el mercado de valores chileno, a continuación, se presentan una serie de propuestas de mejoramientos al marco legal existente. En primer lugar, se propone aumentar las sanciones, administrativas y penales, por abusos de mercado en el mercado de valores, pues mayores sanciones tienen un efecto disuasivo de este tipo de conductas. Segundo, se proponen medidas que fortalecen la supervisión y persecución de abusos de mercado por parte de la CMF. En tercer lugar, se propone ampliar el perímetro de supervisión de abusos de mercado. Cuarto, se propone perfeccionar herramientas para prevenir abusos en el mercado de valores. Finalmente, se propone impulsar la tramitación del Proyecto de Ley de Transparencia de Agentes de Mercado (Boletín N° 10.162).

### **III- Propuestas de cambios legales**

#### **1. Aumento de sanciones administrativas y penales por abusos de mercado**

Para cumplir con su mandato legal, la CMF tiene la capacidad de aplicar sanciones a los individuos y entidades fiscalizadas que corresponde a un perímetro amplio que cubre el mercado bancario, de valores y seguros, por las infracciones en que incurran a las leyes o normas sujetas a su fiscalización. Dichas sanciones son de carácter administrativo, incluyendo amonestación o censura, la aplicación de multas monetarias y sanciones de suspensión o revocación de autorizaciones para operar (artículos 36 y 37 de la Ley Orgánica de la CMF). Asimismo, la Ley de Mercado de Valores establece conductas ilícitas que, además de configurarse como infracciones administrativas que pueden ser sancionadas por la CMF, pueden configurar infracciones de carácter penal (como por ejemplo los artículos 59 y 60 de Ley de Mercado de Valores). En dichos casos, una vez concluida su investigación la CMF tiene la obligación de presentar los antecedentes respectivos al Ministerio Público, entidad encargada de la persecución penal de esas conductas. En esta sección se presentan propuestas de perfeccionamiento a la Ley Orgánica de la CMF y la Ley de Mercado de Valores, para fortalecer el rol disuasivo de las sanciones aplicables a las conductas de abuso de mercado de valores.

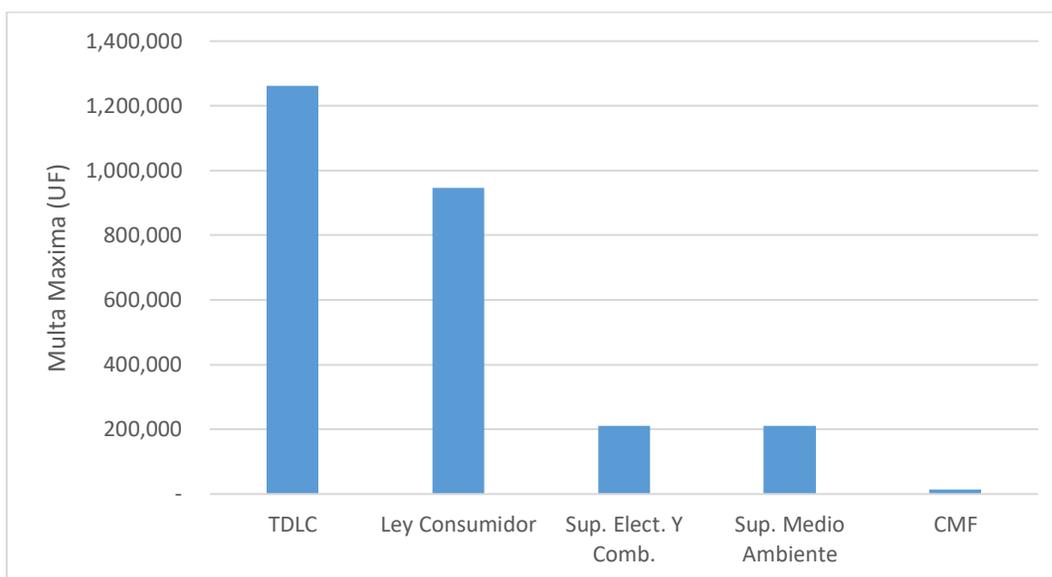
##### **1.1. Aumento de multas máximas de la CMF**

La Ley Orgánica de la CMF establece las sanciones administrativas que puede establecer el Consejo de la CMF como resultado de un proceso sancionatorio instruido al constatar una infracción a la ley y normativa del mercado financiero. Dentro de las sanciones que puede aplicar la CMF (artículos 36 y 37 de la Ley Orgánica de la CMF), se encuentra el establecer una multa a beneficio fiscal, cuyo monto debe definir el Consejo de la CMF en función de tres criterios alternativos: (i) un 30% del valor de la emisión, registro contable u operación irregular, (ii) el doble del beneficio obtenido producto de la emisión, registro contable u operación irregular.; o (iii) un monto máximo de 15.000 UF.<sup>3</sup>

Al efectuar un análisis comparativo de multas que pueden aplicar las autoridades supervisoras en otros mercados regulados en Chile, se constata que la multa máxima definida bajo el criterio (iii) de la Ley Orgánica de la CMF es desproporcionadamente baja. Por ejemplo, el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC) puede imponer sanciones por un monto 83 veces superior al máximo que puede imponer la CMF (ver Figura 2).

<sup>3</sup> El monto máximo de 15.000 UF se puede incrementar hasta en 5 veces por reiteración de la infracción.

Figura 2. Comparación de multas de reguladores sectoriales en Chile



Fuente: Elaboración propia CMF, en base a información pública de las entidades.

Asimismo, en términos internacionales, la CMF puede aplicar una multa máxima significativamente menor comparado a otras agencias supervisoras de mercados de valores:<sup>4</sup>

Tabla 1: Comparación internacional de multas máximas que pueden aplicar otros reguladores financieros en ámbito de mercado de valores

País	Regulador	Multa Máxima (UF)	Multa Máxima/ PIB per cápita (veces)
<b>Chile</b>	<b>Comisión para el Mercado Financiero</b>	<b>15.000</b>	<b>21</b>
Hong Kong	Securities Futures Commissions	94.000	51
Canadá	Cada provincia tiene regulador propio	105.000	77
Estados Unidos	Securities and Exchange Commission	141.000	80
Brasil	Brazilian Security Commission	130.000	287
Francia	AMF or Autorité des Marchés Financiers	3.121.000	2435

Nota: Monto de multas máximas es una aproximación en UF de la multa máxima que cada regulador ha establecido. Fuente: Elaboración propia en base a Thompson (2013) y a datos del Banco Mundial.

<sup>4</sup> Cabe señalar que en la experiencia comparada, una serie de reguladores no tienen establecido un monto explícito para la máxima multa. Este es el caso, por ejemplo, de Australia, China, Corea del Sur, España, India y Reino Unido.

Por lo anterior, y con el objetivo de disuadir conductas inapropiadas que pueden causar graves daños al funcionamiento del mercado de valores, a la confianza de los participantes y además generar perjuicios importantes a los inversionistas, se propone:

***Propuesta 1.1:*** *Modificar la Ley Orgánica de la CMF, para elevar la multa máxima que puede aplicar la CMF, desde 15.000 UF a 200.000 UF.*<sup>5</sup>

Tal como se explicó anteriormente, la CMF (artículo 36 y 37 de la Ley Orgánica de la CMF), puede establecer la multa por una infracción de acuerdo a tres opciones: (i) 30% del monto de la operación irregular, (ii) doble del beneficio económico obtenido; o (iii) un monto máximo en UF. Este es el catálogo de sanciones que la CMF puede aplicar para un amplio universo de entidades fiscalizadas en mercados de bancos, valores y seguros, y para infracciones de diversa gravedad y naturaleza.

En muchos de esos casos, y particularmente en el mercado de valores, dada la complejidad de algunas transacciones, no es posible para todos los casos presentar los argumentos y evidencia técnica que fundamenten la aplicación de los criterios (i) o (ii). En otros casos, atendida la naturaleza de las infracciones, las conductas sancionadas simplemente no involucran operaciones o no se configuran situaciones de beneficio económico directo derivado de la infracción (ej. infracción a límites de inversiones, límites de créditos, constitución de reservas técnicas), por lo que resulta adecuado aplicar el criterio (iii) de multas en UF basado en gravedad de las conductas y restantes criterios definidos en Ley Orgánica de la CMF.

Por esta razón, la actual Ley Orgánica de la CMF no define prioridad entre las opciones presentadas, dejando libertad al Consejo de la CMF para definir cuál es la sanción más idónea para cada caso, sin definir una opción por defecto para la determinación de la sanción. Conforme a ello, en casos vinculados a abusos de mercado, la CMF (y antes la SVS) ha aplicado multas basadas en los diversos criterios contemplados en su Ley Orgánica dependiendo del mérito del caso específico: criterio (i) sobre porcentaje de monto de operación irregular (ej. Caso Cascadas- manipulación de mercado), criterio (ii) sobre beneficio económico (ej. Caso Bilbao – compra de valores bajo uso de información privilegiada) y criterio (iii) basado en monto en UF (ej. Caso Carlos Marín- transacciones ficticias y entrega de información falsa), entre otros.

Se estima conveniente no cambiar este criterio, correspondiendo siempre al Consejo de la CMF como órgano colegiado, y luego de concluir un proceso sancionatorio ajustado a estándares de debido proceso, resolver y justificar fundadamente en cada caso la aplicación de una determinada sanción siguiendo los criterios de proporcionalidad y ponderando las

<sup>5</sup> 15.000 UF corresponden aproximadamente a 10.000 UTA. La multa máxima se expresa en UF, no en UTA, dado que todas las cifras de las leyes y regulaciones del mercado financiero se expresan en UF.

circunstancias específicas del caso conforme requiere el artículo 38 de la Ley Orgánica de la CMF.

Sin perjuicio de lo anterior, para que la CMF pueda calcular de forma más precisa el beneficio económico derivado de operaciones que involucren uso de información privilegiada y facilitar el uso de este criterio por parte de la CMF cuando a juicio de su Consejo resulte procedente, se propone:

***Propuesta 1.5:*** *Modificar el artículo 5 N°20 de Ley Orgánica de la CMF sobre cálculo del beneficio económico en casos vinculados a información privilegiada, de modo de flexibilizar el horizonte de tiempo sobre el cual se calcula el beneficio económico y permitir su aplicación tanto para operaciones de compra y ventas, realizadas ya sea para obtener beneficios o evitar pérdidas.*

### **1.2. Aumento de penas máximas por infracciones constitutivas de delito**

La Ley de Mercado de Valores tipifica como delito las infracciones más graves que atentan contra la fe pública, como entrega de información falsa al mercado y al regulador, manipulación de precios, y uso de información privilegiada, entre otras conductas establecidas en los artículos 59 y 60.

Con todo, las penas previstas para estos delitos no reflejan la gravedad de la conducta asociada al delito y al daño que producen tanto a la integridad del mercado financiero y fe pública como a los inversionistas. Por ejemplo, en el caso del delito de uso de información privilegiada, la sanción penal es de presidio menor en cualquiera de sus grados, esto es, entre 61 días y 5 años. Se trata, por ejemplo, de la misma pena asignada por nuestra legislación al delito de hurto simple de una especie de media UTM (artículo 446 N°3 del Código Penal).

Asimismo, al comparar la pena prevista para delitos del mercado de valores con otras conductas ilícitas previstas por la legislación nacional, tales como colusión, cohecho y lavado de activos, es posible constatar menores sanciones relacionadas a delitos en el mercado de valores:

Tabla 2: Penas por delitos de colusión, cohecho y lavado de activos en Chile

<b>Delito</b>	<b>Sanción Penal</b>	<b>Años de Cárcel</b>
Colusión (art. 62 DL 211)	Presidio menor en su grado máximo a presidio mayor en su grado mínimo	3 años y un día a 10 años
Cohecho (art. 248 bis del Código Penal)	Presidio menor en grado máximo a presidio mayor en grado mínimo	3 años y un día a 10 años
Lavado de activos (art. 27 Ley 19.913)	Presidio mayor en su grado mínimo a medio	5 años y un día a 15 años

Fuente: Elaboración propia.

En la comparación internacional con otras agencias supervisoras de mercado de valores, también se observa que en Chile la pena máxima para casos de información privilegiada se encuentra en la parte baja de la distribución:

Tabla 3: Comparación internacional de sanciones penales máximas para casos de uso de información privilegiada

<b>País</b>	<b>Regulador</b>	<b>Máximo Años de Cárcel</b>
Francia	AMF (Autorité des Marchés Financiers)	2
<b>Chile</b>	<b>Comisión para el Mercado Financiero</b>	<b>5</b>
Brasil	Brazilian Security Commission	5
Reino Unido	Financial Conduct Authority	7
Hong Kong	Securities Futures Commissions	10
Canada	Cada provincia tiene regulador propio	10
Australia	Australian Securities and Investment Commission	10
China	China Securities Regulatory Commission (CSRC)	10
India	Securities and Exchange Board of India	10
Estados Unidos	Securities and Exchange Commission	20
Corea del Sur	The Financial Supervisory Commission	20

Fuente: Elaboración propia en base a Thompson (2013).

Para aumentar el efecto disuasivo de las sanciones, se propone:

**Propuesta 1.2:** *Modificar la Ley de Mercado de Valores para subir la pena actual de todas las infracciones constitutivas de delito al rango de presidio menor en su grado máximo a presidio mayor en su grado mínimo (3 años y un día a 10 años).*

**Propuesta 1.3:** *Asegurar un período de cumplimiento efectivo de la sanción, suspendiendo la procedencia de penas sustitutivas de la Ley 18.216 a lo menos por un año, siguiendo el esquema que existe para el delito de colusión.*

**Propuesta 1.4:** *Incorporar una estructura de marco rígido para la determinación de la pena, de modo de no poder bajar el piso de la pena, siguiendo el esquema que existe para el delito de colusión.*

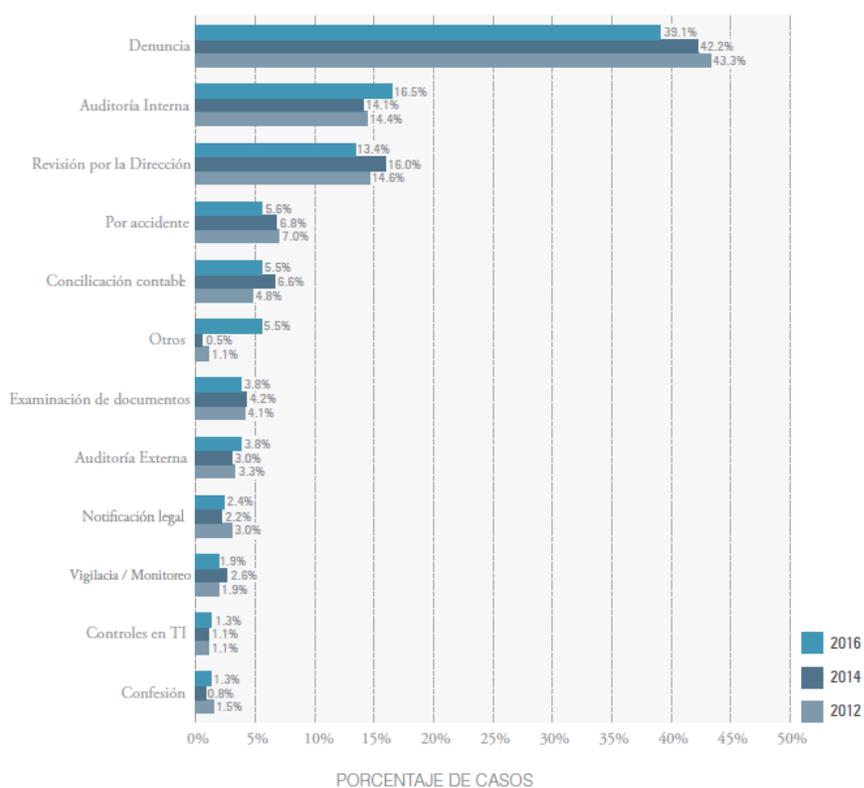
## **2. Aumentar la capacidad de la CMF para detectar abusos de mercado**

### **2.1. Incorporar régimen de protección para informantes o denunciantes**

Una herramienta que se observa en el derecho comparado, que contribuye a la efectividad de las actividades de investigación y persecución de conductas ilícitas por parte de los reguladores de valores, es el régimen de protección para informantes o denunciantes (*whistleblower*). El objetivo de esta herramienta es incentivar a que quienes tomen conocimiento de una irregularidad en el mercado de valores puedan aportar tales antecedentes ante el regulador de forma de contribuir a la identificación y prevención de conductas ilícitas.

De acuerdo a información de la Asociación de Examinadores Certificados de Fraude, un 39% de los casos de fraude ocupacional en el mundo son detectados después de una denuncia.

Figura 4. Detección de fraude ocupacional según mecanismo de detección



Fuente: Asociación de Examinadores Certificados de Fraude, 2016.

Para contribuir a la efectividad de las actividades de investigación y persecución de conductas ilícitas por parte de la CMF, se propone:

**Propuesta 2:** *Modificar la Ley Orgánica de la CMF, para incorporar un régimen de protección a informantes o denunciantes, que permita cautelar su anonimato y a la vez poner resguardo para evitar denuncias infundadas, en términos similares a lo planteado como propuesta en ámbito de infracciones a libre competencia.*

### **3. Ampliar el perímetro de fiscalización de abusos de mercado de valores**

#### **3.1. Ampliar alcance de deberes vinculados a información privilegiada**

Se estima necesario actualizar el marco regulatorio de la Ley de Mercado de Valores, en línea con la evolución de la legislación comparada en la materia, como, por ejemplo, la Directiva Europea de Abuso de Mercado. Al respecto, se propone:

***Propuesta 3.1:** Modificar la Ley de Mercado de Valores para ampliar definición de información privilegiada para incorporar los casos de decisiones de adquisición o venta de todo inversionista cuyas operaciones tengan la potencialidad de influir de forma relevante en el precio del valor, tales como los controladores de una empresa. La Ley de Mercado de Valores hoy recoge como hipótesis de información privilegiada solo decisiones de inversión de insiders e inversionistas institucionales.*

#### **3.2. Ampliar el catálogo de abusos de mercado para explicitar otros tipos de prácticas abusivas**

Se propone actualizar el catálogo de conductas de abusos de mercado sancionadas por la Ley de Mercado de Valores para incorporar figuras recogidas en la Directiva Europea de Abusos de Mercado. Por ejemplo, correspondería ampliar el concepto de manipulación de precios, para incluir en dicho ilícito quien realiza cualquier acción efectuada con el objeto de afectar artificialmente los precios de valores de oferta pública, y no solamente a través de la transacción de dichos valores, como sucede en la actualidad.

De igual modo, se estima necesario incorporar las conductas de abuso de mercado cuya operatoria es ingresar ofertas bursátiles sin la intención de ser calzadas (conocidas como *Spoofing* o *Layering*). El objetivo de estas ofertas manipuladoras es afectar el precio de la parte del libro en que son ingresadas y lograr el calce con una o más ofertas del otro lado del libro ingresadas por el manipulador. Con ello, el manipulador puede obtener un mejor precio para las transacciones que realiza.

Por lo anterior, y para fiscalizar de forma robusta dichos abusos, se propone:

***Propuesta 3.2:** Modificar la Ley de Mercado de Valores para reconocer explícitamente tipologías adicionales de conductas de abuso de mercado en línea con la regulación comparada.*

#### **4. Perfeccionar las herramientas preventivas**

##### **4.1. Incorporar períodos de bloqueo obligatorios para transacciones de valores**

En derecho comparado se aprecia que, en forma complementaria a la prohibición general de uso de información privilegiada, algunas legislaciones contemplan períodos de bloqueo por ley en que se restringe la realización de operaciones bursátiles por parte de directores y gerentes de una empresa en fechas cercanas a la divulgación de estados financieros, resultados financieros o anuncios corporativos relevantes (e.g., fusiones o adquisiciones). El objetivo es la prevención de infracciones en ámbito de información privilegiada.

En el caso de Chile, la Ley del Mercado de Valores establece que las empresas deben establecer un manual de manejo de información de interés para el mercado, el cual puede establecer políticas referentes a los períodos voluntarios de bloqueo que pueden adoptar las empresas como medida de autorregulación. Sin embargo, la infracción a los períodos de bloqueo voluntarios definidos a nivel corporativo no tiene consecuencias a nivel de responsabilidad administrativa y su control y verificación queda radicado en la administración de la empresa.

Con el fin de reducir el riesgo de infracción a deberes vinculados a información privilegiada y evitar asimetrías de *información*, se propone:

***Propuesta 4.1:*** *Modificar la Ley de Mercado de Valores para explicitar periodos mínimos de restricción o bloqueo asociados a hitos de divulgación de información relevante para los inversionistas, como estados financieros, resultados trimestrales y fusiones y adquisiciones.*

***Propuesta 4.2:*** *Modificar la Ley de Mercado de Valores para considerar como agravante de responsabilidad administrativa y penal el realizar operaciones dentro de los períodos de bloqueo.*

***Propuesta 4.3:*** *Modificar Ley de Sociedades Anónimas (Ley 18.046) para establecer responsabilidad del gerente general en dar adecuada difusión interna a tales períodos de bloqueos, incurriendo en responsabilidad administrativa ante la CMF de no cumplir dicha función.*

##### **4.2. Fortalecer sistema de resguardo de información para emisores de valores**

Con el objetivo de reducir el riesgo de infracciones al deber de reserva y filtraciones de información privilegiada fuera de una empresa, se propone:

***Propuesta 4.4:*** *Establecer una obligación en la Ley de Mercado de Valores para las empresas de implementar un sistema de resguardo de información. Este sistema debería contemplar procesos formales de resguardo de información, programas de capacitación, sanciones internas y que se nombre un oficial de cumplimiento interno que sea el encargado de impulsar este sistema de resguardo.*

## **5. Priorizar tramitación legislativa de Proyecto de Ley de Transparencia de Agentes de Mercado**

Finalmente, se estima pertinente dar prioridad a la tramitación legislativa de Proyecto de ley que establece Nuevas Exigencias de Transparencia y Reforzamiento de Responsabilidad de los Agentes de Mercados (Boletín N° 10.162), el cual recoge recomendaciones del Consejo Asesor Presidencial Contra los Conflictos de Interés, el Tráfico de Influencias y la Corrupción en temas de transparencia en el manejo de los negocios y fortalecimiento del mercado de valores.

Entre las medidas contempladas en dicho Proyecto de Ley, se propone establecer un marco regulatorio para la prestación de asesorías de inversión (servicios u oferta de productos al público general o a sectores específicos de él, relacionados con la inversión en instrumentos financieros de cualquier especie) sometiéndola a la regulación y supervisión de la CMF. Asimismo, se faculta a la CMF para regular la información entregada al público por quienes presten estas asesorías, permitiendo que se conozcan en forma precisa los riesgos, condiciones de inversión y potenciales conflictos de interés de quienes ofrecen estos productos. Se incorporan sanciones penales para los agentes que entreguen asesorías de inversión de manera habitual sin estar previamente inscritos en el registro que lleva CMF.

#### **IV- Bibliografía**

Agrawal, A. and Nasser, T. 2012. *"Insider trading in takeover targets"*. Journal of Corporate Finance 18 (2012) 598–625

Alvarado, Carlos (2019). *"Market Anticipation and the Rule of Law: A cross-country comparison"*. Serie Documentos de Trabajo, Comisión para el Mercado Financiero.

Asociación de Examinadores Certificados de Fraude, 2016. *"Reporte a las Naciones sobre el Abuso y el Fraude Ocupacional"*.

Bhattacharya, U.; Daouk, H., 2002. *"The World Price of Insider Trading"*, The Journal of Finance, Vol. 57, No. 1 (Feb., 2002), pp. 75-108

Christensen, H.; Hail, L.; Leuz, C., 2016. *"Capital-Market Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation, and Enforcement"*. The Review of Financial Studies, v. 29, n. 11, 2016.

Del Guercio, Diane; Odders-White, E.; Ready, M., 2017. *"The Deterrent Effect of the Securities and Exchange Commission's Enforcement Intensity on Illegal Insider Trading: Evidence from Run-up before News Events,"* The Journal of Law and Economics 60, no. 2 (May 2017): 269-307.

Jain, P. and Sunderman, M., 2014. *"Stock price movement around the merger announcements: insider trading or market anticipation?"* Managerial Finance, Vol. 40 No. 8, 2014, pp. 821-843

Keown, A. and Pinkerton, J., 1981. *"Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation"*. The Journal of Finance, Vol. 36, No. 4 (Sep., 1981), pp. 855-869

King, M., 2009. *"Prebid Run-Ups Ahead of Canadian Takeovers: How Big Is the Problem?"* Financial Management, Vol. 38, No. 4 (Winter, 2009), pp. 699-726

Levine, Ross; Chen Lin, and Lai Wei, 2017. *"Insider Trading and Innovation,"* The Journal of Law and Economics 60, no. 4 (November 2017): 749-800.

Thomson, J. (2013). *"A Global Comparison of Insider Trading Regulations"* International Journal of Accounting and Financial Reporting, 2013, Vol. 3, No. 1.

