

PROYECTO DE LEY DE REFORMA DE LA LEY 18.045 EN MATERIA DE
ABUSO DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA EN EL MERCADO DE VALORES

ANTONIO BASCUÑÁN RODRÍGUEZ

30 de junio de 2015

Primera revisión: 10 de octubre de 2018

Segunda revisión: 9 de septiembre de 2019

SUMARIO

- I. Fundamentación general
- II. Texto del proyecto de ley
- III. Fundamentación particular
- Anexo

I. FUNDAMENTACIÓN GENERAL

Conforme al punto de vista dominante en el derecho comparado la posesión de información privilegiada en el mercado de valores genera un riesgo de abuso de mercado por el poseedor cuya prohibición es indispensable para garantizar la confianza de los inversionistas en la integridad del mercado de valores y de ese modo asegurar su eficiencia.

En Chile la prohibición específica y expresa del abuso de mercado relacionado con la posesión de información privilegiada en el mercado de valores data de 1981 (el art. 13 originario) y ha experimentado modificaciones en 1987¹, 1994², 2001³, 2009⁴ y 2014⁵. Sin embargo, ninguna de esas leyes ha tenido como objetivo único o principal la regulación de esta clase de abuso de mercado. Cada vez que se ha legislado sobre información privilegiada ha sido con ocasión de reformas legales al mercado de capitales cuyas materias han sido más vastas y complejas, con otros objetivos prioritarios. Como resultado, la regulación del abuso de mercado relacionado con la posesión de información privilegiada carece de un modelo de regulación definido, una coordinación sistemática coherente de las diversas normas que lo integran y un lenguaje preciso y consistente en todas las disposiciones pertinentes⁶. Asimismo, la regulación data en lo esencial de 1994 y ha quedado desfasada en relación con los desarrollos del derecho comparado. Esto es particularmente evidente a la luz de la regulación introducida en los Estados Unidos por la Comisión de Mercado de Valores (*Securities Exchange Commission*) en el año 2000 (Regla 10b5-1) y la regulación adoptada por la Unión Europea mediante el Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y el Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre abuso de mercado (“MAR”), complementado por la Directiva 2014/57/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre sanciones penales aplicables al abuso de mercado.

El proyecto de ley que se ofrece busca poner remedio a esta insuficiencia persiguiendo nueve objetivos principales: (1) manifestar de modo inequívoco la vinculación de la legislación chilena al modelo regulación del derecho europeo, (2) actualizar la definición de información privilegiada y definir mejor las reglas para su apreciación, (3) establecer una prohibición general de uso operativo, comunicación y recomendación de información privilegiada, incluyendo a los casos derivados de una recomendación, (4) establecer una responsabilidad más exigente para *insiders* primarios y secundarios, (5) restringir el deber de abstención a situaciones especiales, (6) establecer presunciones definidas de posesión y de uso de la información privilegiada, (7) establecer un régimen de exenciones a la prohibición de uso operativo y al deber de abstención, (8) establecer un régimen coherente de sanciones civiles, administrativas y penales y (9) simplificar la

¹ Ley 18.660, publicada en el Diario Oficial el 20 de octubre de 1987.

² Ley 19.301, publicada en el Diario Oficial el 19 de marzo de 1994.

³ Leyes 19.389 y 19.705, publicadas en el Diario Oficial el 18 de mayo de 2001 y el 20 de diciembre de 2001, respectivamente.

⁴ Ley 20.382, publicada en el Diario Oficial el 20 de octubre de 2009.

⁵ Ley 20.712, publicada en el Diario Oficial el 7 de enero de 2014.

⁶ Si bien el mensaje presidencial que dio origen Ley 20.382 propuso modificaciones orientadas a armonizar la terminología legal, ese propósito no sólo no fue logrado por completo sino que incluso se vio perturbado por las variaciones sufridas por el texto durante su tramitación en el Congreso Nacional. Sobre esto, Antonio Bascuñán, “La regulación de la información privilegiada en el mercado de valores después de la Ley 20.382”, en: Universidad Adolfo Ibáñez, *Aspectos especiales de las reformas al gobierno corporativo*, Santiago: Legal Publishing, 2011, p. 87-137.

regulación reconduciendo los regímenes especiales al régimen general del Título XXI de la Ley 18.045 y unificando la terminología legal.

Es importante observar que el proyecto se abstiene deliberadamente de adoptar decisiones de política legislativa que implicarían una alteración de los componentes estructurales del marco regulatorio alcanzado por las reformas legales antedichas. Por cierto, dentro de ese marco las actuales incertidumbres son resueltas en un sentido determinado y esas decisiones pueden ser consideradas como innovaciones. Pero las decisiones básicas y explícitas de la regulación legal no son alteradas (sobre esto, *infra* III.1 *in fine*). En particular, se mantiene la diferenciación entre las normas legales relativas al manejo de la información privilegiada y las normas que la ley sugiere a los emisores como posible parte de su política regulatoria corporativa. En este último punto sólo se innova en el reforzamiento de su vigencia mediante sanciones administrativas.

1. Manifestar de modo inequívoco la vinculación de la legislación chilena a al modelo regulación del derecho común europeo

Hay dos maneras básicas de fundamentar la ilicitud del uso de información privilegiada: el micro-enfoque y el macro-enfoque. El micro-enfoque considera al uso de información privilegiada como una infracción a un deber fiduciario que el poseedor de la información tiene para con la fuente de la información o bien para con su contraparte en la transacción. La primera modalidad (abuso de confianza) es el enfoque característico de la legislación sobre sociedades anónimas⁷, la administración pública⁸ y la ética profesional del abogado⁹. La segunda modalidad (engaño en comisión por omisión) es el enfoque adoptado por la así denominada “teoría clásica” de la jurisprudencia federal estadounidense para subsumir el *insider trading* bajo el concepto de fraude en conexión con una compra o venta de valores, prohibido por la Regla 10b-5 SEC. El macro-enfoque considera al uso de la información privilegiada como un atentado de peligro abstracto contra la integridad del mercado de valores. Este es el enfoque característico del derecho común europeo de mercado de valores.

Es plausible considerar que el art. 13 originario de la Ley 18.045 se basaba en la modalidad del micro-enfoque, compartida con la Ley 18.046, y que esa idea sigue siendo dominante en su art. 85 (clasificadoras de riesgo) y en las dos primeras normas de su art. 165, el deber general de guardar reserva y la prohibición genérica de uso de la información privilegiada. Pero desde la creación del Título XXI en la Ley 18.045 por la Ley 19.301 (1994) es claro que la legislación chilena incorporó el macro-enfoque en su regulación. Esta innovación generó discusión doctrinaria, litigación y jurisprudencia durante la última década del siglo XX, en la que la Superintendencia de Valores y Seguros hizo prevalecer en general con éxito el macro-enfoque. La última modificación legal de amplio alcance en la materia, la introducida por la Ley 20.382 (2009), ratificó este enfoque.

Sin embargo, la asunción del macro-enfoque por la Ley 18.045 no es consistente. Las dos normas que encabezan la regulación de su art. 165 —el deber genérico de reserva y la prohibición genérica de uso— son precisamente las normas continuadoras del micro-enfoque originario, y la definición del círculo de destinatarios introducida por la Ley 20.382 restringe la aplicación de las normas a personas relacionadas directa o indirectamente con un emisor.

⁷ Ley 18.046, art. 42 N° 5 y 6.

⁸ Ley 18.175, art. 60 N° 1; Código Penal, art. 247 bis.

⁹ Código de Ética Profesional del Abogado (2011), Art. 42.

La eliminación de estas inconsistencias, introduciendo claridad en este punto es importante para evitar controversias que obstaculizan la aplicación expedita de las normas del Título XXI.

2. Actualizar la definición de información privilegiada y definir mejor las reglas para su apreciación

El art. 164, introducido por la Ley 19.301 (1994) y modificado por la Ley 20.382 (2009) define el concepto de información privilegiada y establece reglas que correlacionan la definición con situaciones de producción de información reguladas por la Ley 18.045. La definición no identifica todos los elementos que el derecho comparado considera partes integrantes del concepto de información privilegiada y no aclara la naturaleza de la relación entre la definición general y las situaciones específicas mencionadas.

Siguiendo al art. 7° MAR se propone una nueva definición del concepto de información privilegiada y una regulación que precisa la aplicación del concepto a ciertas situaciones. Asimismo, se aclara el carácter incontrovertible de información relevante de algunas clases de información previstas por la ley. Finalmente, se establece la identidad de criterio de para apreciar la relevancia de la información privilegiada y la información esencial a que se refiere el inciso segundo del art. 9° de la Ley 18.045.

3. Establecer una prohibición general de uso operativo, comunicación y recomendación de información privilegiada

Desde el Oficio Circular 2.506, de 10 de julio de 1987, que reitera el alcance del artículo 13° de la ley N° 18.045, de la SVS, hasta la fecha nunca ha sido claro en Chile quiénes son destinatarios de las prohibiciones y deberes relacionados con la posesión de información privilegiada. Esta cuestión se ha vuelto particularmente difícil después de la desafortunada modificación en esta materia introducida por la Ley 20.382, al parecer sin haberse advertido sus consecuencias.

La manera de resolver esta cuestión más consistente con el macro-enfoque es hacer de la posesión de la información el único requisito relevante para ser destinatario de las prohibiciones y deberes relativos al manejo de esa información. Esto lo hizo la Ley 19.705 al tipificar los delitos genéricos de uso y comunicación de información privilegiada (art. 60-g) y h). Eso es también lo que se propone hacer en el Título XXI.

La equiparación del poseedor que es *outsider* de la fuente generadora de la información respecto de sus *insiders* primarios o secundarios puede parecer excesiva a primera vista. Esta impresión proviene del micro-enfoque. Desde el punto de vista del macro-enfoque cualquiera que posea información privilegiada se encuentra en la misma condición de obtener una ventaja indebida respecto de los demás inversionistas. Esto es particularmente claro tratándose de *outsiders* que obtienen ilegítimamente la información, ya sea mediante un acto de intrusión o por la indiscreción de un *insider*. El establecimiento de una prohibición general elimina todas las dificultades para abarcar esos casos.

Lo dicho no implica equiparar *insiders* y *outsiders* para todos los efectos legales. Partiendo de su equiparación en el umbral básico, el proyecto ofrece una regulación diferenciada que trata más exigentemente a los *insiders*. La razón de intensificar esta exigencia no se encuentra en consideraciones propias del micro-enfoque, sino que son consistentes con el macro-enfoque. Los *insiders* son personas que desempeñan roles en el mercado de valores que los hace poseedores de información privilegiada. Eso hace que respecto de ellos sea mayor el riesgo de aprovechamiento ilícito y que quepa imponerles deberes relativos al comportamiento de terceros.

4. Establecer una responsabilidad más exigente para *insiders* primarios y secundarios

Los *insiders primarios* son las personas señaladas en el inciso primero del art. 166 que se propone: son quienes desempeñan un cargo o tienen una posición relevante en la organización que genera la información. Los *insiders secundarios* son las personas señaladas en el inciso segundo del art. 166 que se propone: son subordinados de los *insiders primarios* o bien corresponden a quienes prestan asesoría a la fuente de la información en condiciones de confidencialidad¹⁰.

El proyecto establece un régimen de responsabilidad más exigente para los *insiders primarios* y secundarios consistente en:

- (i) imponer un deber de garante de la evitación de la infracción de las prohibiciones y deberes por parte de terceros;
- (ii) considerar la calidad de *insider* como una agravante facultativa para la determinación de la sanción administrativa;
- (iii) considerar la calidad de *insider* como calificante de los delitos de aprovechamiento y revelación de información privilegiada, haciendo del hecho un crimen en vez de un simple delito;
- (iv) considerar la calidad de *insider* como fundamento de la relevancia penal de la infracción a la prohibición de recomendación, haciendo del hecho un simple delito además de una infracción administrativa.

5. Restringir el deber de abstención a situaciones especiales

Adoptando consistentemente la orientación dominante del derecho comparado se establece como norma general del sistema la prohibición de operar *en uso* de información privilegiada. Esto introduce una diferencia con la práctica de la SVS, que privilegió como norma básica del sistema el deber de abstención, es decir, la prohibición de operar *en posesión* de información privilegiada.

La razón para privilegiar la aplicación del deber de abstención es de índole puramente pragmática: es de aplicación más expedita que la prohibición de uso operativo porque requiere menos prueba y por lo mismo y se encuentra menos expuesta a prueba contraria. El proyecto reconoce esta necesidad y propone satisfacerla con una definición de uso y una presunción simplemente legal, que se explica en el número siguiente.

El deber de abstención es mantenido por el proyecto como una norma de bloqueo (*blackout*) excepcional, reservada para dos circunstancias: (a) la existencia de un *blackout* corporativo, y (b) la existencia de una prohibición corporativa absoluta de operar. Se trata de un reforzamiento legal de decisiones de política corporativa.

¹⁰ El proyecto prescinde de tratar como categoría especial de *insiders secundarios* a las personas cercanas a un *insider* primario pero que no desempeñan algún rol en el mercado de valores. Esta es una regla necesaria para el micro-enfoque cuando se concentra en el abuso de confianza (Regla 10b5-2 SEC). Su presencia como última hipótesis del art. 166 de la Ley 18.045 desde la reforma introducida por la Ley 19.301 ha desempeñado la importante función de ofrecer un apoyo institucional para una interpretación sistemática del término “relación” en el inciso primero del art. 165 como un concepto que no presupone el desempeño de un rol en el mercado de valores, y de ese modo abarcar algún universo de *outsiders* como destinatarios de las prohibiciones legales. Desaparecida esa necesidad mediante el establecimiento de una prohibición general (*supra*, I.3), carece de sentido mantener la hipótesis. Con todo, a propósito del remanente del micro-enfoque en el nuevo art. 171 bis propuesto se mantiene una referencia a esta relación personal (*infra*, III.8).

6. Establecer presunciones definidas de posesión y de uso de la información privilegiada

Desde su introducción por la Ley 19.301 el art. 166 de la Ley 18.045 ha previsto circunstancias en que se presume la posesión de la información privilegiada. El proyecto no altera en general el catálogo de personas mencionadas en ese artículo¹¹, pero mejora su redacción. Tratándose de los *insiders* primarios la presunción opera sobre la base de la prueba de la existencia de la información y la detentación del cargo o la posición. Tratándose de los *insiders* secundarios es necesario probar además la posibilidad de acceso a la información.

Junto con mantener las reglas sobre presunción de posesión de información privilegiada el proyecto introduce una nueva regla de presunción de uso de información privilegiada en la operación que se realiza en posesión de la misma. Tal como lo demuestra el derecho comparado esta regla es indispensable para hacer efectiva la prohibición de uso operativo (prohibición de operar en uso de la información) como norma básica del sistema. La presunción es simplemente legal: puede refutársela con prueba contraria. El proyecto admite la refutación, calificando la prueba contraria en función de la definición legal de uso.

7. Establecer un régimen de exenciones a la prohibición de uso operativo y al deber de abstención

La mayor innovación del proyecto consiste en el establecimiento de un catálogo de exenciones de la prohibición de uso (“puertos seguros”) para los poseedores de información privilegiada que realizan operaciones. Estas exenciones están basadas en la asunción de que en las circunstancias indicadas quien realiza la operación no lo hace en uso de la información privilegiada poseída por él o por la persona por cuenta de quien se realiza la operación. Respecto de la prohibición de operación en uso de la información y la presunción de uso, estos supuestos operan como defensas negativas y refutadores privilegiados de la presunción. Dos de estas exenciones se encuentran actualmente previstas por la Ley 18.045. Todas corresponden al derecho comparado: el modelo de este catálogo se encuentra en la Regla 10b5-1(c) SEC, de 2000, y el art. 9º del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y el Consejo, de 16 de abril de 2014.

Tres de estas exenciones son extendidas a la prohibición de operar en posesión de información privilegiada (el deber de abstención), como defensas afirmativas: la relativa al cumplimiento de un deber legal o reglamentario, la relativa al cumplimiento de una obligación previa y la relativa a la ejecución de una orden previa. Dado que en los términos del proyecto esta prohibición sólo puede afectar a *insiders* de emisores, las exenciones relevantes para los inversionistas conspicuos o los agentes de mercado están fuera de lugar. Finalmente, el proyecto también contempla un régimen de exenciones para la eventual prohibición corporativa de *short swing profit*, tomada en lo esencial de las reglas de la Comisión de Mercado de Valores de los Estados Unidos.

8. Establecer un régimen coherente de sanciones civiles, administrativas y penales

La regulación actual no trata más severamente a los *insiders* que a los *outsiders*, ni establece un régimen bien diferenciado entre la responsabilidad sancionatoria administrativa y la responsabilidad penal.

¹¹ Salvo por el *outsider* cercano al *insider* primario, que se elimina por las razones señaladas en la nota anterior.

El proyecto introduce una diferenciación precisa entre el régimen civil y administrativo, por una parte, y el régimen penal, por la otra. Conforme a esta diferenciación sólo genera responsabilidad penal: (i) la operación en uso de la información privilegiada, (ii) la comunicación indebida de información privilegiada, (iii) la recomendación y omisión de evitación de aprovechamiento por otro cometidas por un *insider*. En todos los casos la responsabilidad es dolosa. Tratándose de los delitos de uso operativo y revelación, su comisión por un *insider* es constitutiva de crimen.

El proyecto establece reglas de acumulación de responsabilidades administrativa, civil y penal, pero también reglas de prohibición de acumulación de cargos para cautelar tanto el principio de proporcionalidad como la calificación privilegiada cuando procede la imputación de responsabilidad más grave.

Finalmente, el proyecto prevé sanciones administrativas más efectivas que las actualmente existentes aumentando el máximo de las multas.

9. Simplificar la regulación reconduciendo los regímenes especiales al régimen general del Título XXI de la Ley 18.045 y unificando la terminología legal

El Título XXI de la Ley 18.045 no es la única regulación de la información privilegiada en el mercado de valores que conoce el derecho chileno. Además de ese régimen general existen (i) el régimen de las clasificadoras de riesgo (arts. 59-e), 60-d) y 85 de la Ley 18.045) y (ii) el régimen de las administradoras de fondos de pensiones y sus comisiones clasificadoras (arts. 103 inciso segundo, 151, 152, 154-c) y -d), 159 del Decreto Ley 3.500).

La aplicación eficaz de la regulación del *insider trading* depende en una medida considerable de que en ella no existan redundancias ni inconsistencias. Para evitarlas dentro de la Ley 18.045 se prescinde de los regímenes especiales, reconduciéndolos al régimen general. Lo mismo se hace con las reglas del Decreto Ley 3.500, manteniendo la potestad sancionatoria de la Superintendencia respectiva.

Asimismo, se unifica la terminología empleada por las disposiciones relativas a responsabilidad fiduciaria de los funcionarios públicos (art. 62 N° 1 de la Ley 18.175, art. 247 bis del Código Penal) y se declara el carácter residual o subsidiario de la norma del Código Penal frente a normas penales más severas.

Consideradas en conjunto las modificaciones que el proyecto propone clarifican la finalidad de protección de la prohibición del *insider trading*, simplifican, coordinan mejor y actualizan su regulación, y la dotan de herramientas que hacen más efectiva su aplicación.

II. TEXTO DEL PROYECTO DE LEY

Artículo primero. Introdúcese las siguientes modificaciones a la Ley 18.045:

1. Sustitúyese el inciso segundo de su artículo 9° por el siguiente:

“Se entiende por información esencial aquella que un inversionista razonable utilizaría probablemente como uno de los elementos de la motivación básica de sus decisiones de inversión.”
2. Introdúcese las siguientes modificaciones en su artículo 16:
 - a) Introdúcese en la actual letra b) de su artículo 16, después de su actual punto final, la siguiente oración:

“Cuando la prohibición fuere impuesta con ocasión de calificar información esencial como información reservada en el sentido del inciso segundo del artículo 10 de esta ley, el directorio podrá calificar la decisión de imponerla como parte de esa información reservada.”
 - b) Sustitúyese la actual letra c) del inciso segundo de su artículo 16 por la siguiente:

“c) Una prohibición permanente de adquirir y luego enajenar, o de enajenar y luego adquirir, los valores indicados en el inciso anterior, si entre tales operaciones no hubiere transcurrido a lo menos un plazo determinado de días hábiles bursátiles que no podrá ser superior a seis meses de días corridos.”
 - c) Introdúcese como su nuevo inciso final el siguiente:

“Las disposiciones de los arts. 167 bis y 167 ter de esta ley que autorizan la realización de una operación o que declaran que ciertas operaciones no cuentan como operación prohibida, serán aplicables también a las operaciones efectuadas bajo las limitaciones impuestas por un emisor conforme a este artículo, a menos que ese emisor disponga lo contrario. En cualquier caso, no contará como infracción a una prohibición establecida por un emisor la operación realizada en cumplimiento de un deber legal o reglamentario.”
3. Introdúcese en su artículo 59 las siguientes modificaciones:
 - a) Sustitúyese su actual letra e) por la siguiente:

“e) Las personas que infrinjan las prohibiciones consignadas en los artículos 52 y 53.”
 - b) Introdúcese la siguiente nueva letra h):

“h) El poseedor de información privilegiada en alguna de las circunstancias señaladas en el artículo 166 que cometiere cualquiera de los delitos previstos en las letras e) y g) del artículo 60.”

4. Introdúcese en su artículo 60 las siguientes modificaciones:

a) Derógase su letra d);

b) Sustitúyese su actual letra e) por la siguiente:

“e) El que realizare una operación usando información privilegiada, ya sea adquiriendo, transmitiendo o cediendo, por cuenta propia o de otro, directa o indirectamente, los valores a los que esa información se refiere, o bien cancelando o modificando una orden relativa al valor al que se refiere la información;”

c) Sustitúyese su actual letra g) por la siguiente:

“g) El que comunicare a otro indebidamente información privilegiada;”

d)- Sustitúyese su actual letra h) por la siguiente:

“h) El poseedor de información privilegiada en alguna de las circunstancias señaladas en el artículo 166 que recomendare a otro realizar una operación con los valores a los que se refiere la información que posee, le recomendare cancelar o modificar una orden relativa al valor al que se refiere la información, u omitiere impedir que otro cometa cualquiera los delitos previstos en las letras e) y g) de este artículo, debiendo hacerlo.”

5.- Sustitúyese su artículo 85 por el siguiente:

“Artículo 85. El que posea información privilegiada relativa a las sociedades clasificadas se sujetará a los deberes y prohibiciones establecidos en el Título XXI de esta ley así como en las normas penales respectivas.”

6.- Sustitúyese su actual Título XXI por el siguiente:

“Título XXI De la información privilegiada

Art. 164. Es información privilegiada la información concreta y relevante y que no se haya hecho pública referida directa o indirectamente a uno o varios emisores, o a uno o varios valores, ya sea que haya sido generada por el emisor o por cualquier otra fuente.

Es también información privilegiada la información transmitida por un cliente a una persona encargada de la ejecución de órdenes relativas a valores en relación con sus órdenes pendientes que sea de carácter concreto, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores o a uno o varios

valores y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de esos valores.

La información tiene carácter concreto si se refiere a una serie de circunstancias que se dan o que se puede esperar razonablemente que se van a dar, o a un hecho que ha sucedido o que se puede esperar razonablemente que va a suceder, siempre que esa información sea suficientemente específica para permitir extraer alguna conclusión sobre los efectos que esas circunstancias o ese hecho podrían tener en los precios de los valores.

La información es relevante cuando, de hacerse pública, podría influir sobre el precio de los valores a los que se refiere, tomando en consideración que un inversionista razonable la utilizaría probablemente como uno de los elementos de la motivación básica de sus decisiones de inversión.

Se presume de derecho que es información concreta y relevante:

- 1° la información reservada a que se refiere el artículo 10 de esta ley;
- 2° la información reservada a que se refiere la letra b) del artículo 16 de esta ley.

Salvo prueba en contrario, se presume también que lo es:

- 1° la información relativa a decisiones de un inversionista institucional de adquirir o enajenar valores, así como de rechazar ofertas específicas de compra o venta de ellos;
- 2° la información relativa a una decisión del controlador de un emisor de adquirir o enajenar los valores emitidos por éste, así como de rechazar ofertas específicas de su compra o venta.

Art. 165. El que posea información privilegiada no podrá:

- 1° realizar operaciones usando esa información;
- 2° comunicar indebidamente esa información a otro;
- 3° recomendar a otro una operación con valores a los que se refiere la información que posee.

Para efectos de lo dispuesto en el presente título son operaciones con información privilegiada la adquisición, transmisión o cesión, por cuenta propia o de otro, directa o indirectamente, de los valores a los que se refiere esa información, como también la cancelación o modificación de una orden de realizar cualquiera de las acciones anteriores, aun cuando se hubiese impartido la orden antes de que el interesado tuviera conocimiento de la información privilegiada.

Las personas mencionadas en el artículo 166 que posean información privilegiada tampoco podrán permitir o tolerar que otro incurra en las infracciones señaladas en los números 1°, 2° o 3° de este artículo en relación con la información poseída.

No es indebida la comunicación de información privilegiada efectuada en cumplimiento de una obligación legal o reglamentaria. Tampoco es indebida la comunicación necesaria para el logro de un fin legítimo y relevante para esta ley.

Art. 165 bis. Usa la información privilegiada que posee quien actúa en conocimiento de ella y la deja influir en su decisión.

Se presume que usa la información privilegiada que posee el que realiza operaciones con valores a los que esa información se refiere.

La prueba contraria deberá demostrar que la operación fue realizada sobre la base predominante de otra razón o motivo legítimo y relevante para esta ley.

Art. 166. Se presume que poseen información privilegiada:

- 1° las personas jurídicas que generaron la información;
- 2° los directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales de la persona jurídica u organización que generó la información;
- 3° los liquidadores de las personas jurídicas que generaron la información;
- 4° los funcionarios públicos que se desempeñan como superiores jerárquicos en la institución o servicio que generó la información;
- 5° los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales, apoderados, asesores financieros u operadores de intermediarios de valores, respecto de la información relativa a la colocación de valores que les hubiere sido encomendada.

Se presume también que poseen información privilegiada, en tanto hayan podido tener acceso a ella en virtud de su relación con la fuente de la información:

- 6° los dependientes que trabajen bajo la dirección o supervisión directa de los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales o liquidadores de la persona jurídica, organización o empresa que generó la información;
- 7° los funcionarios públicos que se desempeñen como subalternos en la institución o servicio que generó la información;
- 8° los funcionarios públicos que se desempeñen en las instituciones o servicios públicos que supervisen o fiscalicen a emisores, inversionistas o intermediarios, respecto de la información generada por sus fiscalizados;
- 9° los socios, gerentes, administradores, ejecutivos principales, miembros de los consejos de clasificación de las sociedades clasificadoras de riesgo que clasifiquen a los emisores o a sus valores, y sus dependientes, respecto de la información generada por los emisores y su clasificación;
- 10° las personas que presten servicios de asesorías permanente o temporal a la persona jurídica u organización que generó la información, así como a las demás personas señaladas en el presente artículo.

Las personas jurídicas o naturales que sean controladoras de la fuente que generó la información y las personas que se desempeñen en el controlador en las posiciones señaladas en los números 2° o 3° precedentes, que posean información privilegiada generada por la fuente controlada, estarán sujetos a las mismas responsabilidades, sanciones y penalidades que la ley establece para la fuente y para quienes tienen en ella esas posiciones.

Art. 166 bis. El que ha recibido la recomendación de realizar una operación, así como el que conoce de esa recomendación, y saben o deberían saber que dicha recomendación se basa en información privilegiada, no podrán:

- 1° realizar la operación recomendada;
- 2° comunicar indebidamente a otro el hecho de haber recibido esa recomendación;
- 3° recomendar la misma operación a otro.

Se presume que debería saber que la recomendación se basa en información privilegiada quien la recibe de alguna de las personas señaladas en el artículo 166 o quien sabe que la recomendación que recibe proviene de una recomendación de esas personas.

No es indebida la comunicación realizada en las circunstancias previstas en el inciso final del artículo 165.

Art. 167. No constituye operación con información privilegiada en el sentido del número 1° del inciso primero del artículo 165 o del número 1° del inciso primero del artículo 166 bis la que se realiza:

- 1° en cumplimiento de una obligación legal o reglamentaria;
- 2° en cumplimiento de una obligación contraída con anterioridad a la posesión de información privilegiada, siempre que no se haya modificado sus términos, plazo, condición o modo de cumplimiento junto con o después de entrarse en posesión de información privilegiada;
- 3° en ejecución de una orden impartida con anterioridad a la posesión de la información, siempre que ella se atenga íntegramente a los términos de la orden y que éstos no hayan sido modificados ni confirmados junto con o después de entrarse en posesión de la información;
- 4° en ejecución de una decisión cuya adopción es el hecho al que se refiere la información;
- 5° en uso de información privilegiada obtenida en el transcurso de una oferta pública de adquisición o fusión con el solo objeto de llevar a cabo esa fusión u oferta pública de adquisición, siempre que en el momento de la aprobación de la fusión o aceptación de la oferta por los accionistas del emisor en cuestión toda información privilegiada se haya hecho pública o haya dejado de ser información privilegiada;
- 6° por un intermediario en el mercado de valores, en cumplimiento de una orden impartida por su cliente siempre que las circunstancias no permitan inferir que también el cliente poseía información privilegiada al momento de impartir la orden;
- 7° por un creador de mercado o una persona autorizada para actuar como contraparte, siempre que lo sea respecto del valor con el cual se opera y la operación se realice de forma legítima en el curso normal del ejercicio de su función como creador de mercado o como contraparte en relación con dicho valor;
- 8° por una persona jurídica dedicada a realizar operaciones por cuenta de terceros, siempre que se haya establecido, aplicado y mantenido mecanismos y procedimientos internos adecuados y eficaces que garanticen eficazmente que ni la persona natural que adoptó en su nombre la decisión de adquirir, transmitir o ceder los instrumentos financieros a los que se refiere la información, ni ninguna otra persona natural que pueda haber influido en dicha decisión, estaba en posesión de la información privilegiada. Forma

parte de los mecanismos y procedimientos internos a que se refiere este precepto lo dispuesto en los artículos 168, 169 y 170.

Art. 167 bis. El que estuviere sujeto a una prohibición establecida por el emisor conforme a lo dispuesto en las letras a) o b) del inciso segundo del artículo 16 de esta ley no podrá realizar operaciones, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, con los valores emitidos por ese emisor o con los valores cuyo precio o resultado depende o esté condicionado, en todo o en parte significativa, a la variación o evolución del precio de dichos valores.

No es operación en posesión de información privilegiada en el sentido del inciso precedente la que se realiza:

- 1° en cumplimiento de una obligación legal o reglamentaria;
- 2° en cumplimiento de una obligación contraída con anterioridad al establecimiento de la prohibición por emisor, o de la asunción del cargo, posición, actividad o relación con el emisor, siempre que no se haya modificado sus términos, plazo, condición o modo de cumplimiento junto con o después de entrarse en posesión de información privilegiada;
- 3° en ejecución de una orden impartida con anterioridad al establecimiento de la prohibición por emisor, o de la asunción del cargo, posición, actividad o relación con el emisor, siempre que ella se atenga íntegramente a los términos de la orden y que éstos no hayan sido modificados ni confirmados junto con o después de entrarse en posesión de la información;

Art. 167 ter. El que estuviere sujeto a una prohibición establecida por el emisor conforme a lo dispuesto en la letra c) del inciso segundo del artículo 16 de esta ley no podrá realizar las operaciones dentro del plazo determinado por el emisor, a menos que lo hiciere en cumplimiento de una obligación legal o reglamentaria.

No cuenta como adquisición o enajenación posterior a una enajenación o adquisición la obtenida o efectuada como herencia.

Tampoco constituye infracción a la prohibición señalada en el inciso primero de este artículo la realización de una operación efectuada de buena fe sobre la base predominante de una razón o motivo legítimo, conforme a la presente ley y distinto de la obtención de una ganancia o evitación de una pérdida derivada de la sola operación.

Art. 168. Los intermediarios de valores cuyos directores, administradores, apoderados, gerentes, ejecutivos principales u operadores de rueda, participen en la administración de un emisor de valores de oferta pública, mediante su desempeño como directores, administradores, gerentes ejecutivos principales o liquidadores de este último, o de su matriz o coligante, quedarán obligados informar a sus clientes de esta situación en la forma que determine la Comisión para el Mercado Financiero y no podrán realizar por cuenta propia o de tercero operación alguna con los instrumentos de dicho emisor.

Se exime de la prohibición señalada precedentemente a aquellos intermediarios que sean sociedades filiales del emisor de acciones, siempre

que ambos tengan exclusivamente en común directores y éstos no participen directamente en sus decisiones de intermediación.

Art. 169. Las actividades de intermediarios de valores y las de las personas que dependen de dichos intermediarios, que actúen como operadores de mesas de dinero, realicen asesorías financieras, administración y gestión de inversiones y, en especial, adopten decisiones de adquisiciones, mantención o enajenación de instrumentos para sí o para clientes, deberán realizarse en forma separada, independiente y autónoma de cualquier otra actividad de la misma naturaleza, de gestión y otorgamiento de crédito, desarrollada por inversionistas institucionales u otros intermediarios de valores.

Asimismo, la administración y gestión de inversiones y, en especial, las decisiones de adquisición, mantención o enajenación de instrumentos para la administradora y los fondos que ésta administre, deberán ser realizados en forma separada, independiente y autónoma de cualquier otra función de la misma naturaleza o de intermediación de valores, asesoría financiera, gestión y otorgamiento de créditos, respecto de otros. Esta limitación no obstará para que las administradoras de fondos, exclusivamente en las actividades propias de su giro, puedan compartir recursos o medios para realizarlas.

Los directores, administradores, gerentes, apoderados, ejecutivos principales asesores financieros, operadores de mesas de dinero u operadores de rueda de un intermediario de valores, no podrán participar en la administración de una Administradora de Fondos de terceros autorizada por ley.

Art. 170. Los auditores externos que auditen los estados financieros de inversionistas institucionales o de los intermedios de valores, deberán pronunciarse acerca de los mecanismos de control interno que aquéllos y éstos se impongan, para velar por el fiel cumplimiento de las normas de este Título y de lo dispuesto en el inciso primero del artículo 33, como también sobre los sistemas de información y archivo, para registrar el origen, destino y oportunidad de las transacciones que se efectúen con los recursos propios y de terceros que administren o intermedien, en su caso.

La Comisión para el Mercado Financiero, mediante norma de carácter general, determinará la información que deberán mantener los inversionistas institucionales y los intermediarios de valores para el cumplimiento de las disposiciones de este Título, y los registros y archivos que deberán llevar en relación a las transacciones con recursos propios, las de sus personas relacionadas y las efectuadas con recursos de terceros que administren.

La información contenida en esos registros o archivos hará fe en contra de los obligados a llevarlos.

Sin perjuicio de lo dispuesto en los incisos precedentes, las personas que participen en las decisiones y operaciones de o por cuenta de inversionistas institucionales e intermediarios de valores, y aquellas que posean la información respecto de esas decisiones u operaciones, deberán informar a la dirección de su empresa, de toda adquisición o enajenación de valores de

oferta pública que ellas hayan realizado, dentro de las 24 horas siguientes a la de la transacción excluyendo para estos efectos los depósitos a plazo.

La empresa deberá informar a la Comisión para el Mercado Financiero en la forma y oportunidad que ésta determine, acerca de las operaciones realizadas por todas las personas indicadas, cada vez que esas operaciones alcancen un monto equivalente en dinero a 500 unidades de fomento.

Art. 171. Las personas encargadas de la custodia de soportes que contengan información privilegiada deberán adoptar las medidas razonables para evitar que tengan acceso a ella quienes no sean destinatarios de una comunicación lícita de esa información.

Art. 171 bis. El que posea información privilegiada en razón de una relación de confidencialidad con la fuente de esa información, o con alguna de las personas señaladas en el art 166, también en interés de esa fuente guardará reserva, no podrá usarla para obtener beneficios o evitar pérdidas para sí o para otro y velará para que sus subordinados o terceros de su confianza guarden la reserva debida y no la usen en provecho propio o ajeno.

Art. 172. La posesión de una calidad personal de las señaladas en el artículo 166 podrá ser considerada como una circunstancia agravante de la responsabilidad, y muy calificada tratándose de las personas señaladas en su números 1° a 5° y 9°.

Toda persona perjudicada por acciones u omisiones constitutivas de infracción conforme al presente título o de contravención a sus normas tendrá derecho a demandar indemnización de perjuicios en contra de los infractores, que responderán solidariamente. La acción para demandar indemnización de perjuicios prescribirá en cuatro años contados a partir de la fecha en que la información privilegiada haya sido divulgada.

La aplicación de la sanción de devolución de ganancias que establezca un emisor de conformidad al artículo 16 de esta ley se sujetará a las reglas establecidas para el pago de las indemnizaciones que procedan conforme a este artículo.

Art. 172 bis. Los cargos por infracciones a lo dispuesto en el artículo 171 bis son acumulables, por los mismos hechos y respecto de las mismas personas, con los cargos por infracciones a lo dispuesto en el artículo 165 o bien en los artículos 167 bis y 167 ter.

No son acumulables, por los mismos hechos y respecto de las mismas personas;

1° los cargos por infracciones a lo dispuesto en número 1° del inciso primero del artículo 165 con cargos por infracciones a lo dispuesto en el artículo 167 bis o en el artículo 167 ter, prevaleciendo los primeros;

2° los cargos por realizar indirectamente una operación y por permitir o tolerar que otro realice una operación o recomendarle la operación, prevaleciendo los primeros;

La imputación de responsabilidad por cualquiera de las infracciones previstas en el presente título no obsta a la imputación de responsabilidad

por la comisión de los delitos previstos en la letra h) del artículo 59 o las letras e), g) o h) del artículo 60.

Art. 172 ter. Tratándose de la realización de la operación prohibida por el número 1 del artículo 165, dentro de las sanciones aplicables la Comisión para el Mercado Financiero podrá duplicar el monto máximo de las multas que la ley le permite imponer o, si representare una sanción más severa, imponer en su lugar una multa hasta por el equivalente al triplo del beneficio obtenido o la pérdida evitada, en su caso.

Art. 172 quater. La Comisión para el Mercado Financiero podrá regular condiciones de aplicación de lo dispuesto en el inciso final del artículo 165, el artículo 167, el inciso tercero del artículo 167 bis y el inciso final del artículo 167 ter.

El cumplimiento de las condiciones exigidas por la Comisión exonerará de responsabilidad por infracción a las normas establecidas en esos artículos. El incumplimiento de las condiciones exigidas por la Comisión no impedirá al tribunal estimar aplicables las reglas a que alude el inciso precedente en consideración a los fines de la presente ley y de este título. El tribunal podrá en todo caso estimar su cumplimiento parcial como atenuante calificada de la responsabilidad.”

Artículo segundo. Introdúcese las siguientes modificaciones al Decreto Ley 3.500:

1. Sustitúyese los actuales incisos primero y segundo de su artículo 103 por los siguientes:

“Artículo 103. El que posea información privilegiada en el sentido del artículo 164 de la Ley 18.045 relativa a los documentos y antecedentes de los emisores e instrumentos sometidos a clasificación, así como a su clasificación, se sujetará a los deberes y prohibiciones establecidos en el Título XXI de la Ley 18.045, así como en las normas penales respectivas.”

2. Sustitúyese su actual artículo 151 por el siguiente:

“Artículo 151. El que posea información privilegiada en el sentido del artículo 164 de la Ley 18.045 relativa a las inversiones de los recursos de un Fondo se sujetará a los deberes y prohibiciones establecidos en el Título XXI de la Ley 18.045, así como en las normas penales respectivas.”

3. En el inciso primero de su artículo 152:

- a) Sustitúyese la frase “y a las personas que, en razón de su cargo o posición, están informadas respecto de las transacciones de los Fondos” por la frase “y a las personas que poseen información relativa a las operaciones de los Fondos”.

- b) Sustitúyese la frase “162 de la ley N° 18.045” por la frase “22 de la ley N° 20.712”.

4. Introdúcese las siguientes modificaciones en el artículo 154:
 - a) Sustitúyese su actual letra c) por la siguiente:

“c) infringir los deberes y prohibiciones establecidos en el Título XXI de la Ley 18.045;”
 - b) Derógase su letra d).
5. Introdúcese el siguiente inciso segundo en su artículo 158:

“La Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones aplicará a los infractores de los deberes y prohibiciones establecidos en el Título XXI de la Ley 18.045 las sanciones que corresponda conforme a lo dispuesto en el inciso precedente y a los artículos 172, 172 bis y 172 ter de la Ley 18.045. Lo anterior se entiende sin perjuicio de las responsabilidades civiles y penales de los infractores, que serán determinadas conforme a la Ley 18.045.”
6. Sustitúyese su actual artículo 159 por el siguiente:

“Artículo 159. Sufrirán las penas de presidio menor en su grado medio a máximo, los trabajadores de una Administradora de Fondos de Pensiones que, estando encargados de la administración de la cartera y, en especial, de las decisiones de adquisición, mantención o enajenación de instrumentos para cualquiera de los Fondos y la Administradora respectiva, ejerzan por sí o a través de otras personas, simultáneamente la función de administración de otra cartera de inversiones, o infrinjan cualquiera de las prohibiciones consignadas en las letras a) y h) del artículo 154.”

Artículo tercero. Introdúcese las siguientes modificaciones en la Ley 20.712:

- a) Sustitúyese la actual letra d) de su artículo 22 por la siguiente:

“d) la infracción a lo dispuesto en el Título XXI de la Ley 18.045”.
- b) Introdúcese en su artículo 22 el siguiente nuevo inciso final:

“En todo caso, la infracción señalada en la letra d) de este artículo originará las responsabilidades previstas en la Ley 18.045”.

Artículo cuarto. Introdúcese las siguientes modificaciones en el Código Penal:

1. Introdúcese el siguiente inciso tercero en su artículo 247:

“Si fuere mayor la pena establecida por otra ley para el delito, se estará a ella, estimándose el abuso de la función o profesión como una circunstancia agravante.”

2. Sustitúyese su artículo 247 bis por el siguiente:

“Art. 247 bis. El empleado público que usare la información reservada, privilegiada o confidencial que posee en razón de la función pública que desempeña para obtener para sí o para otro un beneficio o evitar una pérdida, será castigado con la pena privativa de libertad del artículo anterior y multa del tanto al triplo del beneficio obtenido o el equivalente de la pérdida evitada.

Si fuere mayor la pena establecida por otra ley para el delito, se estará a ella, estimándose el abuso de la función como una circunstancia agravante.”

Artículo quinto. Sustitúyese el número 1 del artículo 62 de la Ley 18.175, Orgánica Constitucional de Bases Generales de la Administración del Estado por el siguiente:

“1. Usar la información reservada, privilegiada o confidencial que se posee en razón de la función pública que se desempeña para obtener para sí o para otro un beneficio o evitar una pérdida;”

Artículo final. Las infracciones y delitos terminados de cometer antes de la entrada en vigencia de la presente ley serán castigados conforme a la ley vigente al momento de su comisión, a menos que las disposiciones de la presente ley fueren más favorables al imputado, caso en el cual le serán aplicables.

Lo dispuesto en el art. 167 de la Ley 18.045 vigente al momento de entrar en vigencia de la presente ley seguirá siendo aplicable a las infracciones y delitos a que se refiere el inciso precedente que fueren juzgados conforme a la ley vigente al momento de su comisión.

III. FUNDAMENTACIÓN PARTICULAR

Los apartados 1 a 10 de esta sección ofrecen la fundamentación particular del N° 6 del Artículo primero del proyecto, que propone sustituir el actual Título XXI de la Ley 18.045 por uno nuevo.

Los apartados 11 a 15 ofrecen la fundamentación particular de las demás disposiciones del proyecto.

1. *Modificaciones al art. 164: la definición de información privilegiada*

El nuevo art. 164 que se propone reproduce para el derecho chileno parte de la terminología empleada en el art. 7° MAR¹², adaptándola en parte a la terminología actualmente empleada por la legislación chilena. La terminología adoptada del MAR identifica expresamente los requisitos de la concreción, la relevancia y la ausencia de divulgación de la información, definiendo además los dos primeros requisitos. La definición del requisito de la relevancia de la información se concuerda con la definición del concepto de información esencial mediante una propuesta de modificación al art. 9° de la Ley 18.045 (Artículo primero N° 1).

Siguiendo también al art. 7° MAR se explicita el carácter de información privilegiada a la información de mercado consistente en las órdenes de transacciones de inversionistas conspicuos.

Finalmente, se clarifica la condición de la información tematizada especialmente por el actual art. 164 como información de concreción y relevancia presuntas. Tal es el carácter de la información reservada (art. 10) y de la información acerca del movimiento de cartera de los inversionistas institucionales (art. 164 inciso segundo). A estas clases de información se agrega, en su condición de información presumidamente concreta y relevante la información relativa al establecimiento de un *blackout* por el emisor (art. 16-b) y la información relativa al movimiento de la participación en el capital del emisor por su controlador. Tratándose de las dos situaciones de movimiento de cartera antedichas, se equipara a ella la decisión de mantenerla que corresponde al rechazo de ofertas específicas de compra o venta¹³. Atendida la variedad de casos que pueden corresponder al movimiento de cartera de inversionistas institucionales y de participación del controlador en el capital del emisor, respecto de esta información la presunción de su relevancia es simplemente legal.

No se ha innovado en la terminología empleada por el actual art. 164 para referirse a los objetos de las operaciones, que son los “valores” conforme a su definición por el art. 3°. Del mismo modo, se ha prescindido de la mención que el MAR hace a instrumentos financieros relacionados, a los derivados de materias primas y a los derechos de emisión. La decisión acerca del ámbito general de alcance de la regulación del mercado de valores excede el propósito de este proyecto.

¹² Ver el Artículo 7 en la sección I del Anexo.

¹³ La mención que el actual art. 164 hace a la “aceptación de ofertas específicas” es redundante: la aceptación de una oferta específica de compra es una decisión de venta y la aceptación de una oferta específica de venta es una decisión de compra.

2. *Modificaciones al actual art. 165 (1): las normas generales*

El nuevo art. 165 que se propone clarifica para el derecho chileno del mercado de valores las tres normas de comportamiento características del derecho comparado en materia de *insider trading*: (i) la prohibición de operar usando información privilegiada, (ii) la prohibición de revelar información privilegiada y (iii) la prohibición de recomendar operaciones con valores sobre los que se posee información privilegiada.

Las tres prohibiciones se encuentran actualmente establecidas en el inciso segundo del art. 165. La principal diferencia entre el proyecto y la legislación actual consiste en que conforme al proyecto el destinatario de las prohibiciones generales es cualquier poseedor de información privilegiada. Siguiendo la tendencia que instauró la SVS en su Oficio Circular 2.506, de 10 de julio de 1987 y que concretó drásticamente la Ley 19.705 en las normas penales relativas al uso operativo y la revelación de información privilegiada (arts. 60-g y -h), el proyecto prescinde de cualquier propiedad o cualidad especial restrictiva del círculo de autoría de las infracciones básicas. En sus resultados, esto es coincidente con el inciso segundo del art. 8-4 MAR¹⁴.

A diferencia del art. 8-1 MAR¹⁵, la formulación de la prohibición de usar información privilegiada que propone el proyecto explicita de modo inequívoco que el comportamiento prohibido consiste en operar en el mercado de valores haciendo uso (“usando”) la información que se posee¹⁶.

Siguiendo al art. 8-1 y -2 MAR¹⁷ el inciso segundo explicita que cuentan como operación tanto las transacciones -adquisición, transmisión, cesión- como la cancelación o modificación de órdenes de operar. Esta última regla permite someter a la regulación comportamientos que no consisten en transacciones pero que implican la obtención de una ventaja indebida en virtud de la información poseída mediante la evitación de la pérdida que habría traído consigo la ejecución de la orden previamente impartida. Esto hace posible enfrentar las prácticas más sofisticadas de *insider trading* que para eludir la prohibición de operar combinan la emisión de órdenes previas a la posesión de información privilegiada e *insider non trading* (abstención de operar vía cancelación de órdenes) para el caso de que la especulación sea refutada por la información posteriormente conocida.

¹⁴ El art. 8-4 MAR establece un catálogo de poseedores especiales de información privilegiada, que cierra con su inciso segundo mediante la siguiente regla residual: “El presente artículo se aplicará también a toda persona que posea información privilegiada en circunstancias distintas de las mencionadas en el párrafo primero cuando dicha persona sepa o deba saber que se trata de información privilegiada”. La exigencia de conocimiento actual o potencial de las propiedades de la información que la hacen privilegiada depende del estándar de imputación subjetiva que se siga para imputar responsabilidad por la infracción.

¹⁵ Ver el Artículo 8-1 en la sección I del Anexo.

¹⁶ El art. 8-1 MAR prohíbe las operaciones *con* información privilegiada y deja entender que el uso de la información consiste en realizar la operación cuando se posee la información. Sobre esta peculiaridad, Antonio Bascuñán, “Posesión, uso y explotación de la información privilegiada como elementos del *insider trading* en el derecho comparado del mercado de valores”, en: 12 *Política Criminal* (2017), p. 453-532. Tal como lo expongo en ese lugar, la ambivalencia del concepto “operar *con* información privilegiada” del MAR es semejante a la ambivalencia con que la SEC definió en su Regla 10b5-1 el concepto de “operar *sobre la base de* información privilegiada”, como una prohibición de operar *en posesión* de información privilegiada que sin embargo sistemáticamente se la entiende funcionar como presunción de la infracción a una prohibición de operar *en uso* de información privilegiada.

¹⁷ Ver el Artículo 8-2 en la sección I del Anexo.

3. *Modificaciones al actual art. 165 (2): la definición de uso y la presunción de uso*

Establecer una prohibición de uso operativo de información privilegiada tiene el inconveniente de que el concepto de usar la información es ambiguo. En particular, si se lo interpreta como una exigencia de que el conocimiento de la información sea la condición necesaria (*conditio sine qua non*) de la operación se abre la posibilidad de que el imputado aduzca haber tenido razones o motivos adicionales para realizar la operación como argumentos que niegan el uso de información que se poseía. Esta es una razón de que en el derecho comparado se prefiera la formulación de la norma como una prohibición de operar en posesión de la información.

Para resolver este problema el proyecto propone un nuevo art. 165 bis. Esta norma establece primero una definición del uso de información privilegiada que evita esa interpretación restrictiva. La definición ha sido adoptada de la regulación fijada en su momento la agencia administrativa alemana respectiva.¹⁸ Luego se establece una presunción de uso a partir de la posesión. Esta presunción es consistente con la interpretación que dio el Tribunal de Justicia Europeo en el caso *Spector*¹⁹ a la prohibición establecida en el art. 2-1 de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003²⁰. Finalmente, se establece una regla de admisibilidad restringida de la refutación de la presunción, exigiéndose prueba de que la operación fue realizada exclusivamente sobre la base de una razón o motivo legítimos distintos del conocimiento de la información.

4. *Modificaciones al actual art. 165 (3): los deberes especiales de los poseedores presuntos*

Tal como la actual legislación, el proyecto contempla un catálogo de presunciones de posesión en el art. 166 (*infra*, III.9). Los poseedores presuntos de información privilegiada corresponden a *insiders* primarios (inciso primero) o secundarios (inciso segundo) de fuentes generadoras de información, inversionistas institucionales, intermediarios u órganos estatales. Los controladores de las fuentes y sus *insiders* primarios son equiparados a esta condición. El proyecto intensifica su responsabilidad como infractores de las prohibiciones generales (*infra*, III.12 y 13) y además les impone un deber especial, consistente en evitar que otros poseedores infrinjan las prohibiciones. Esto último se encuentra previsto en el inciso tercero del nuevo art. 165 que se propone.

¹⁸ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Emittentenleitfaden III.2.2.2.1: “Der Insider verwendet Insiderinformationen, wenn er in Kenntnis der Information handelt und dabei die Information in sein Handeln mit einfließen last” (“El insider utiliza información privilegiada cuando actúa en conocimiento de la información y al hacerlo deja que la información tenga influencia en su actuar”).

¹⁹ Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera), de 23 de diciembre de 2009, en el asunto C-45/08, *Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck y Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)*, § 62. Disponible en: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?docid=77184&doclang=ES>.

²⁰ “Artículo 2. 1. Los Estados miembros prohibirán a cualquier persona de las citadas en el párrafo segundo que posea información privilegiada utilizar dicha información adquiriendo o cediendo o intentando adquirir o ceder, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, instrumentos financieros a que se refiera dicha información.” Las distintas versiones idiomáticas de la Directiva se encuentran disponibles en: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/ALL/?uri=CELEX:32003L0006>

5. *Modificaciones al actual art. 165 (4): los deberes de los destinatarios de una recomendación de operar*

Quien es destinatario de una recomendación ilícita de operar no posee por ello información privilegiada. Tampoco la posee quien sabe del hecho de esa recomendación. Luego, no son alcanzados por las prohibiciones generales derivadas de la posesión de información privilegiada. Sin embargo quien en esas condiciones realiza la operación recomendada obtiene para sí o para otro una ventaja indebida. Por esa razón, siguiendo al art. 8-3 MAR²¹ y al art. 10-2 MAR²² el nuevo art. 166 bis que propone el proyecto reproduce para ellos las tres prohibiciones generales.

Dado que el alcance de estas prohibiciones depende del conocimiento actual o potencial de su relación con información privilegiada el proyecto establece una presunción de ese conocimiento para el caso de que la recomendación provenga directa o indirectamente de un poseedor presunto.

6. *Modificaciones al actual art. 165 (5): el deber de abstención*

El actual inciso primero del art. 165 establece que las personas en él mencionadas “no podrá[n] (...) adquirir o enajenar, para sí o para terceros, directamente o a través de otras personas los valores sobre los cuales posea[n] información privilegiada”. La SVS denominó a esta norma “deber de abstención” y consideró que era la norma básica de la prohibición del *insider trading* en el derecho chileno.

El deber de abstención es una prohibición de operar en posesión de información privilegiada. Carece de sentido que un sistema jurídico establezca en un mismo nivel de referencia, es decir, asociando las mismas consecuencias a su infracción, una prohibición de operación en uso de información privilegiada y una prohibición de operación en posesión de información privilegiada. Que la legislación chilena lo haga en el art. 165 es la mejor prueba de su déficit de racionalidad sistemática.

Como se ha dicho (*supra*, III.2 y 3) el proyecto establece como prohibición general una prohibición de operación en uso de información privilegiada y asegura su operatividad mediante una definición y una presunción. En ese contexto no es necesaria una prohibición de operación en posesión de información privilegiada.

Por otra parte, el proyecto mantiene la autorización que la legislación actual otorga a los propios emisores para establecer reglas más estrictas en ejercicio de su política corporativa (*infra*, III.9). Dentro de esas reglas se encuentran una prohibición permanente de operar con los valores del emisor del que se es *insider*, un *blackout* o prohibición transitoria de operar (que usualmente será una prohibición de operar en posesión de información privilegiada) y una prohibición de *short swing profit* o prohibición de operaciones de signo inverso dentro de un período determinado. Conforme a la legislación actual, las sanciones por la infracción de esas prohibiciones corporativas son exclusivamente las sanciones previstas por la corporación. El proyecto va más allá, reforzando con sanciones administrativas la vigencia de esas normas de comportamiento. Es decir, hace de las infracciones a la regulación interna del emisor infracciones a la ley.

²¹ Ver el Artículo 8-3 en la sección I del Anexo.

²² Ver el Artículo 10 en la sección I del Anexo.

Esto es efectuado en el art. 167 bis para las prohibiciones que el emisor establezca conforme al art. 16-a) (inhabilitación) o 16-b) (*blackout*), y es efectuado en el art. 167 ter para las prohibiciones que el emisor establezca conforme al art. 16-c) (*short swing profit*). La razón de reforzar la vigencia de esas normas en dos artículos distintos se encuentra en las diferencias que existen en los regímenes de exención a ellas (*infra*, III.7.3).

7. *Modificaciones al actual art. 165 (6): las exenciones*

Uno de los aspectos más importantes de la regulación del *insider trading* en el derecho comparado consiste en el reconocimiento de situaciones en las cuales quien realiza una operación en posesión de información privilegiada o la comunica se encuentra exento de responsabilidad. Estas reglas establecen “defensas afirmativas” o “puertos seguros” que ofrecen al poseedor de información privilegiada que se comporta de modo concordante con la finalidad de la prohibición del *insider trading*, esto es, de modo que no atenta contra la (confianza en la) integridad del mercado de valores, la certeza de no ser alcanzado por las prohibiciones de operar o comunicar la información.

El adecuado análisis de estas reglas exige distinguir entre: (i) las exenciones a la prohibición de comunicar información privilegiada, (ii) las exenciones a la prohibición de operar usando información privilegiada y (iii) las exenciones a las prohibiciones corporativas (inhabilitación, *blackout*, *short swing profit*).

7.1. *Exenciones a la prohibición de comunicar información privilegiada.*

La ausencia de exenciones a la prohibición de comunicar información privilegiada es un déficit de la regulación vigente. El proyecto suple ese déficit introduciendo en el nuevo art. 165 que se propone un inciso final adaptado del art. 10-1 MAR²³, conforme al cual la comunicación no es ilícita cuando se la hace en cumplimiento de un deber legal o reglamentario o cuando resulta el medio necesario para el logro de un fin legítimo y relevante para el derecho del mercado de valores. En este último caso, además, es indispensable que la comunicación no tenga lugar en condiciones que generen un riesgo de infracción a las prohibiciones generales del propio art. 165. Dado que la comunicación del hecho de una recomendación es también un comportamiento prohibido por el proyecto (*supra*, III.5), se reproduce para ellos la exención en el inciso final de la disposición respectiva (el nuevo art. 166 bis).

7.2. *Exenciones a la prohibición de operar usando información privilegiada*

De las diversas exenciones a la prohibición de operar en uso de información privilegiada reconocidas por el derecho comparado –los ejemplos más relevantes aquí son la Regla 10b5-1(c) de la SEC²⁴ y el art. 9° MAR²⁵– la legislación chilena vigente sólo prevé dos: (i) el art. 165 inciso tercero autoriza a los intermediarios de valores para hacer operaciones respecto de valores sobre los que posee información privilegiada, siempre que sea por cuenta de terceros en condiciones que excluyan respecto de ellos la posibilidad de uso de información privilegiada, y (ii) el art. 169 autoriza la prestación de servicios múltiples de personas jurídicas, con tal que las funciones de asesoría e intermediación se mantengan suficientemente incomunicadas.

²³ Ver el Artículo 10 en la sección I del Anexo.

²⁴ Ver la Regla 10b5-1 en la sección II del Anexo.

²⁵ Ver el Artículo 9 en la sección I del Anexo.

El nuevo art. 167 que se propone consagra ocho exenciones o puertos seguros, tomadas en su redacción del art. 9° MAR. Las tres primeras exenciones corresponden a situaciones en que la razón o motivo preponderante de la operación es una consideración distinta del conocimiento de la información privilegiada que es además legítima y conforme al orden del mercado de valores. Las exenciones de los números 4° y 5° corresponden a situaciones en que el uso de la información privilegiada poseída es inherente a la realización de una operación legítima conforme al orden del mercado de valores. Las tres últimas exenciones corresponden a la realización de funciones en el mercado de valores - intermediación, creación de mercado, asesoría múltiple por una persona jurídica- que suponen la eventual posesión de información privilegiada al momento de operar. La exención de la asesoría múltiple requiere que la persona jurídica adopte precauciones en su organización para evitar la comunicación entre los individuos que realizan las operaciones y los individuos que poseen la información privilegiada. Las reglas actualmente previstas en los arts. 168, 169 y 170 de la Ley 18.045, que el proyecto mantiene inalteradas, forman parte de esas precauciones necesarias.

7.3. *Exenciones a las prohibiciones corporativas*

Como ya se dijo, el proyecto propone en sus arts. 167 bis y 167 ter reforzar con sanciones administrativas las prohibiciones que el emisor puede imponer a sus *insiders*. Con todo, no constituye infracción administrativa la operación que hace el *insider* en las situaciones equivalentes a las tres primeras exenciones, tratándose de operaciones realizadas bajo una inhabilitación (art. 16-a) o un *blackout* (art. 16-b). Esto se establece en el inciso segundo del art. 167 bis.

Para el caso de la prohibición corporativa de *short-swing profit* (art. 16-c) se prevé dos exenciones. La primera, establecida en el inciso segundo del art. 167-ter, corresponde a las adquisiciones o enajenaciones por causa de muerte que siguen a la operación de signo opuesto dentro del período determinado. Esta es una de las exenciones previstas por la SEC a la § 16-b SEA²⁶. Además de esa exención específica, y en vez de configurar un catálogo detallado equivalente a las Reglas 16b-1 a 16b-6 SEC, el proyecto propone establecer en el inciso final del art. 167 ter una exención de carácter general basada en la buena fe y la existencia de una razón o motivo preponderante.

Las exenciones antedichas sólo operan *de iure* respecto de la responsabilidad por las infracciones administrativas. El emisor conserva la potestad de hacerlas aplicables o no a la responsabilidad por las infracciones corporativas

8. *Modificaciones al actual art. 165 (7): los deberes fiduciarios generales*

El inciso primero del art. 165 actualmente vigente establece desde 1994 dos normas que no contemplan la realización de operaciones en el mercado de valores como elemento de la infracción: el deber genérico de guardar reserva -que proviene del art. 13 del texto originario de 1981 de la Ley 18.045- y la prohibición genérica de uso de información privilegiada -que proviene de las modificaciones introducidas en 1994 por la Ley 19.301-. Estas no son normas que protejan la (confianza en) la integridad del mercado de valores, sino que primariamente protegen a la fuente generadora de la información privilegiada frente a infracciones a deberes fiduciarios que puedan incurrir sus *insiders*. Tratándose de los directores y de los

²⁶ Ver las Reglas 16b-1 a 16b- SEC en la sección III del Anexo.

gerentes de las sociedades anónimas estas disposiciones son redundantes en tanto normas de comportamiento²⁷.

No obstante, ya sea por las consecuencias jurídicas asociadas a su infracción por el Título XXI, como por los demás destinatarios alcanzados por ella -particularmente tratándose de información de mercado-, la derogación de estas normas representaría una desprotección de las expectativas de control del flujo y el uso de la información privilegiada. Por tal razón, el proyecto mantiene las dos normas en el nuevo art. 171 bis que propone, con dos innovaciones. En primer lugar explicita que el destinatario de las normas es una persona que tiene una relación de confidencialidad con la fuente de la información o con uno de los *insiders* señalados en el art. 166. En segundo término, incluye el deber de omitir que terceros infrinjan esas normas, propio de los *insiders* primarios y secundarios (poseedores presuntos).

9. *Modificaciones al art. 166: las presunciones de posesión*

Desde las modificaciones introducidas en 1994 por la Ley 19.301 la regulación del *insider trading* conoce un catálogo de presunciones de posesión. La redacción actual procede de la Ley 20.382 que simplificó la redacción de las disposiciones legales unificando la terminología en la sola expresión “posesión” para referirse al hecho cuya prueba se presume. No obstante la redacción del inciso segundo (antiguo inciso tercero) y la configuración de las distintas hipótesis del catálogo de presunciones no siguen un criterio sistemático bien definido.

El proyecto propone establecer en el inciso primero un catálogo de presunciones relativas a las personas jurídicas que producen información corporativa o de mercado (Nº 1), y sus *insiders* primarios (Nº 2 y 3). El catálogo del inciso primero continúa con los superiores jerárquicos de las instituciones o servicios públicos (Nº 4) y los *insiders* de los intermediarios (Nº 5). Respecto de todas estas personas la inferencia se justifica a partir de la sola constatación de su calidad personal y la existencia de información privilegiada en las organizaciones de personas a la que pertenecen.

El inciso segundo establece el catálogo de presunciones para los *insiders* secundarios. En este caso, además de los dos hechos que forman la base de la inferencia recién descrita, se requiere constatar que la persona haya podido tener acceso a la información en virtud de su relación con esa organización de personas. Esta es una generalización de la regla de la actual letra d) del inciso segundo. La numeración del catálogo mantiene continuidad para facilitar su cita y comprende a los dependientes de los *insiders* principales de las fuentes generadoras de la información, ya sean privadas (Nº 6) o públicas (Nº 7), a los funcionarios de instituciones fiscalizadoras del mercado de valores (Nº 8), a los *insiders* de las clasificadoras de riesgo (Nº 9) y a los que prestan servicios de asesoría a todos los anteriores (Nº 10).

No se incluye a los controladores ni a sus *insiders* dentro del catálogo de poseedores presuntos. Esto se debe a que las presunciones establecidas por la ley descansan en el reconocimiento de un flujo legítimo de información privilegiada y no cabe asumir ese reconocimiento en las mismas condiciones respecto de los controladores. No obstante, dado que el abuso relacionado con la posesión de información privilegiada en que incurran los controladores y sus *insiders* tiene una gravedad equivalente atendido el rol que desempeñan

²⁷ Los arts. 42 Nº 6 y 7, 43 y 50 de la Ley 18.046 establecen ambas normas de comportamiento.

en el mercado de valores, se establece una regla especial que les extiende el régimen especial de responsabilidad, sanciones y penalidades propuesto por el proyecto para los poseedores presuntos.

10. *Modificaciones a los actuales arts. 167 a 171: las reglas de flanqueo*

El actual art. 167 establece una regla de perduración de la condición de destinatario de las normas de comportamiento del art. 165 a pesar de la pérdida de la calidad personal que detentaba al momento de entrar en posesión de la información privilegiada. Dado que la regulación que se propone prescinde de ese requisito para configurar la condición de destinatario de las normas de comportamiento del art. 165 la regla deja de ser necesaria. Por esa razón se la suprime. Para que esa derogación no sea considerada como ley más favorable con independencia de la nueva regulación -claramente desfavorable en lo que respecta al ámbito de alcance de las normas de comportamiento- el proyecto prevé una regla de derecho transitorio en el inciso segundo de su artículo final.

Los actuales arts. 168 a 171 contemplan diversas reglas relacionadas con las actividades de intermediarios, asesores financieros, administradores de fondos, auditores e *insiders* de inversionistas institucionales e intermediarios que tienen una función preventiva del *insider trading*. El proyecto las mantiene inalteradas, salvo por la reunión de los actuales arts. 170 y 171 en un nuevo art. 170 y por la supresión de la frase “en razón de su cargo o posición, tengan acceso” por la expresión “posean” -inciso primero del actual art. 171, inciso cuarto del art. 170 que propone el proyecto-.

A estas reglas el proyecto añade en el nuevo art. 171 que propone una regla especial para los encargados de la custodia de información privilegiada, que eventualmente pueden no poseerla en el sentido de conocerla, que es el sentido de toda la regulación precedente. Conforme a esta nueva regla los encargados de la custodia de soportes que contienen información privilegiada deben adoptar medidas para evitar el acceso por parte de personas no autorizadas.

11. *Modificaciones al art. 16: las prohibiciones corporativas*

La Ley 20.382 introdujo un nuevo Título IV en la Ley 18.045 que lleva por epígrafe “De las transacciones sobre valores de oferta pública”. Dentro de este nuevo título, el art. 16 se refiere a las prohibiciones que los emisores pueden establecer a sus *insiders* en relación con la prevención del *insider trading*²⁸. El proyecto mantiene en lo esencial esta autorización

²⁸ Art. 16. Los emisores de valores de oferta pública, deberán adoptar una política que establezca normas, procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades, conforme a las cuales los directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, así como las entidades controladas directamente por ellos o a través de terceros, podrán adquirir o enajenar valores de la sociedad o valores cuyo precio o resultado dependa o esté condicionado, en todo o en parte significativa, a la variación o evolución del precio de dichos valores. / Dicha política podrá imponer, entre otras, las siguientes limitaciones a las personas indicadas en el inciso anterior: / a) Una prohibición total y permanente de efectuar cualquiera de las operaciones indicadas en el inciso anterior. / b) Una prohibición transitoria, por períodos definidos por el directorio en atención a las actividades, eventos o procesos de la entidad, durante el cual deberán abstenerse de realizar cualquiera de las operaciones indicadas en el inciso anterior. / c) Una prohibición permanente de adquirir y enajenar, o de enajenar y posteriormente adquirir, los valores indicados en el inciso anterior, si entre tales operaciones no hubiere transcurrido a lo menos un plazo determinado de días hábiles bursátiles. / En los casos indicados en las letras anteriores, así

legal para el establecimiento de prohibiciones corporativas, introduciendo tres innovaciones:

- (i) En relación con el establecimiento de *blackouts* corporativos (art. 16-b), se faculta al emisor para declarar también como información reservada (y por ello, privilegiada) el hecho del establecimiento de dicho *blackout* (Art. primero N° 2-a) del proyecto).
- (ii) En relación con el establecimiento de prohibiciones de *short swing profit* (art. 16-c), se reemplaza la redacción preexistente por una nueva que aclara mejor el contenido de la prohibición y que limita el período de abstención de transacciones de signo inverso a un máximo de 6 meses de días corridos (Art. primero N° 2-b) del proyecto).
- (iii) En relación con toda clase de prohibiciones corporativas se introduce una remisión a las reglas sobre exenciones (defensas afirmativas o puertos seguros) de los arts. 167 bis y 167 ter que tiene la siguiente estructura: (a) el emisor tiene por regla general autoridad para declarar si ellas rigen o no rigen respecto de las prohibiciones que él establezca, (b) excepcionalmente, la exención por operar en cumplimiento de un deber legal o reglamentario siempre rige respecto de estas prohibiciones, (c) si el emisor nada dice al respecto, se entiende que las exenciones son aplicables a las prohibiciones que él establezca (Art. primero N° 2-a) del proyecto).

12. *Modificaciones al art. 172: el régimen de sanciones*

Los nuevos arts. 172, 172 bis y 172 ter sustituyen al actual art. 172, que regula el régimen de sanciones a las infracciones del Título XXI y lo cierra.

El nuevo art. 172 que se propone conserva las reglas sobre pérdida de ganancias e indemnización de perjuicios contempladas por el actual art. 172. Respecto de lo primero, el proyecto hace expresamente operativo para la SVS el procedimiento del comiso de ganancias para el caso que actúe como querellante en el respectivo proceso penal y admite la aplicación de las ganancias obtenidas en virtud de esta regla al pago de indemnizaciones, en caso de insolvencia del infractor. Para tal efecto el proyecto autoriza a la SVS para controvertir su consideración como insolvente mediante una nueva excepción -la excepción de ejecución inadecuada de la demanda- que permite también la búsqueda de información acerca de su patrimonio. Del mismo modo, se establece que las ganancias devueltas al emisor en caso de infracción a las prohibiciones corporativas quedarán también sujetas a su destinación al pago de indemnizaciones.

Junto con lo anterior, el nuevo art. 172 que se propone establece una agravante especial de la responsabilidad por infracciones administrativas, consistente en poseer cualquiera de las calidades personales del catálogo de poseedores presuntos. La agravante es muy calificada tratándose de los *insiders* primarios y de los *insiders* de las clasificadoras de riesgo.

como en los demás que pueda adoptar la política interna de cada entidad, se podrá establecer que la violación de la prohibición genere para el infractor, además de los efectos laborales que correspondan, la obligación de pagar, a la entidad respectiva, una multa equivalente a: i) un porcentaje de la operación o ii) el monto total de la ganancia obtenida o la pérdida evitada. La aplicación de esta multa no obstará a la aplicación de las sanciones legales que sean procedentes cuando además se haya infringido la ley. (...)”. El origen de esta regulación se encuentra en la Norma de Carácter General N° 211 de la SVS (15.01.2008), actualmente derogada y sustituida por la Norma de Carácter General N° 270 de la SVS (31.12.2009). Como resulta evidente, la infracción de las prohibiciones corporativas no constituye infracción administrativa bajo el Título XXI de la Ley 18.045.

El nuevo art. 172 bis que el proyecto propone regula la acumulabilidad de cargos y sanciones. Establece dos reglas de acumulación: (a) la que existe entre las infracciones que atentan contra el mercado de valores (arts. 165, 167 bis, 167 ter) y las que atentan contra la fuente de la información (art. 171 bis), y (b) entre infracciones administrativas y delitos. Por otra parte establece dos prohibiciones de acumulación: (a) entre la infracción de operar en uso de la información privilegiada y la infracción de operar en posesión de la misma, y (b) entre la infracción de operar indirectamente y la infracción de tolerar o recomendar la operación.

Finalmente, el nuevo art. 172 ter que se propone introduce como nuevas sanciones al uso operativo de información privilegiada la duplicación del monto máximo de las multas imponibles por regla general por la SVS o en una multa equivalente al doble de la ganancia obtenida o la pérdida evitada.

13. *Modificaciones a los arts. 59 y 60: el régimen penal*

Los N°s 3 y 4 del Artículo primero del proyecto establecen el régimen penal del *insider trading* en la Ley 18.045. La regulación penal actual carece de racionalidad sistemática. El nuevo régimen penal sigue una definición sistemática clara y precisa: tipifica como delito común con pena de simple delito el uso operativo y la comunicación ilícita de información privilegiada, y establece como delitos especiales de comisión por los poseedores presuntos (*insiders* primarios y secundarios) un crimen -tipo calificado- de uso operativo y comunicación ilícita, y un simple delito de recomendación ilícita de operación y omisión de evitación de comisión por tercero de uso operativo o comunicación ilícita²⁹.

El N° 4-b) introduce en la letra e) del art. 60 de la Ley 18.045 el delito común de uso operativo de información privilegiada. La tipificación del delito es efectuada basándose en el estándar de uso que corresponde también al estándar empleado para definir la infracción administrativa (*supra*, III.5). Siguiendo al art. 8-1 MAR, el concepto de operación se extiende a toda clase de transacciones, como a la cancelación o modificación de órdenes previas.

El N° 4-c) introduce en la letra g) del art. 60 de la Ley 18.045 el delito común de comunicación ilícita de información privilegiada. En vez de subordinar la punibilidad a un propósito de facilitar la operación por parte del destinatario de la comunicación, como lo hace la norma actualmente vigente, la nueva tipificación del delito sólo requiere que el uso de la información comunicada por el tercero en una operación sea previsible para el autor de la comunicación según las circunstancias. Esto expresa correctamente que la razón de la punición de la comunicación ilícita de información privilegiada se encuentra en la creación de un peligro de uso operativo y no en la intervención en una fase preparatoria de la operación.

El N° 3-b) introduce una nueva letra h) en el art. 59 de la Ley 18.045 donde se establece un tipo calificado de uso operativo y comunicación ilícita de información privilegiada, sancionando con pena de crimen su comisión por un poseedor presunto del art. 166. Conforme a la nueva redacción propuesta por el proyecto para el art. 166 (*supra*, III.10) los poseedores presuntos son la fuente generadora de información y todos sus *insider* primarios o secundarios, a los que se equipara el controlador y sus *insiders* primarios.

²⁹ En sus líneas básicas la regulación penal propuesta corresponde a la considerada por el Anteproyecto de Código Penal de 2018 en sus artículos 377 a 381.

El N° 4-d) introduce una nueva letra h) en el art. 60 de la Ley 18.045 tipificando como delito especial propio, susceptible de comisión sólo por los poseedores presuntos del art. 166, la recomendación de operación y la omisión de evitación de comisión por tercero de uso operativo o comunicación ilícita de información privilegiada. La menor gravedad comparativa del primero de estos comportamientos hace que sólo se justifique la punición de su comisión por *insiders* primarios o secundarios, y con una pena inferior a la comisión por ellos de uso operativo o comunicación ilícita. El segundo de los comportamientos se entiende como deber adicional que recae sobre algunas personas en virtud de su calidad de *insider*. Por otra parte, el proyecto se abstiene de tipificar una hipótesis de inducción a la operación, alternativa a la recomendación. La razón de ello se encuentra en que tratándose de normas penales es preferible dejar la punibilidad de la inducción entregada a la aplicación de las reglas generales del Código Penal (art. 15 N° 2).

Esta regulación satisface exhaustivamente la necesidad de sanción penal del *insider trading*, por lo que no se requiere otras normas punitivas especiales. De aquí que el proyecto derogue la referencia que el actual art. 59-e) efectúa al art. 85 así como al art. 162 (que quedó sin referencia después de su derogación por la Ley 20.712).

Finalmente, la derogación del actual art. 60-d) se explica por el establecimiento del nuevo tipo calificado de uso operativo.

14. *Modificaciones al art. 85, al Decreto Ley 3.500, a la Ley 20.712, a la Ley 18.165 y al Código Penal: derogación de los regímenes especiales.*

Los artículos segundo y tercero del proyecto, así como la modificación propuesta al art. 85 de la Ley 18.045 (Art. primero N° 3-a) y N° 5), se explican todos como consecuencias de un mismo principio: la unificación de toda la regulación del *insider trading* por referencia al régimen general del Título XXI y las normas penales de los arts. 59-h) y 60-e), g) y h).

El régimen especial aplicable a las clasificadoras de riesgo (arts. 85 y 59-e) se suprime, estableciéndose en el art. 85 una regla de remisión al régimen general. La ausencia de un régimen especial aplicable a las administradoras de fondos, que fue consecuencia de la dictación de la Ley 20.712, se mantiene, introduciéndose en lugar del deber de guardar reserva establecido en su art. 22-d) una regla de remisión al régimen general de la Ley 18.045 (artículo tercero).

El tratamiento de la regulación del régimen especial aplicable a las administradoras de fondos de pensiones y sus clasificadoras de riesgo requiere modificaciones más diferenciadas. Por una parte, siguiendo la técnica anterior, las normas de comportamiento y sanción son sustituidas por una remisión al régimen general de la Ley 18.045, inclusivo de las normas penales (Art. segundo N°s 1, 2, 4 y 6). Por otra parte, en relación con la prohibición de adquisiciones relacionadas del art. 152 se sustituye la descripción de la hipótesis residual para adecuarla a la terminología simplificada introducida por el proyecto y se actualiza la remisión legal a la definición del concepto de activos de baja liquidez (Art. segundo N° 3). Finalmente, en relación con el régimen de sanciones administrativas se autoriza a la Superintendencia respectiva a aplicar el mismo régimen introducido en los arts. 172, 172 bis y 172 ter de la Ley 18.045 (Art. segundo N° 5), de modo de no privilegiar en este punto la situación de las administradoras de fondos de pensiones, lo que sería absurdo.

En relación con las normas relativas a los funcionarios públicos (Arts. cuarto y quinto del proyecto) se establece reglas de concordancia con el régimen especial de la revelación y el uso de información privilegiada en el mercado de valores.

15. *Derecho transitorio*

El artículo final del proyecto establece dos reglas de derecho transitorio. La primera no altera las reglas generales del art. 18 del Código Penal si se las interpreta como concordantes con lo que ella dispone, tanto en lo que se refiere a la aplicabilidad de la ley derogada en caso de sobrevenir un cambio desfavorable posterior a la comisión del hecho, como en lo que se refiere al momento de comisión del hecho. La regla evita controversias interpretativas sobre esos puntos y asegura la extensión del derecho intertemporal penal al derecho administrativo sancionatorio.

El segundo inciso declara que la derogación del art. 167 es indisociable de la nueva formulación de las normas de comportamiento como reglas dirigidas a cualquier poseedor y no tan solo al que entra en posesión en razón de un cargo, posición actividad o relación, por lo que no puede aplicarse como ley más favorable su derogación si se mantiene en lo demás la aplicación de la ley derogada.

ANEXO

I. Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y el Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre abuso de mercado (“MAR”)

CAPÍTULO 2

INFORMACIÓN PRIVILEGIADA, OPERACIONES CON INFORMACIÓN PRIVILEGIADA, COMUNICACIÓN ILÍCITA DE INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y MANIPULACIÓN DE MERCADO

Artículo 7

Información privilegiada

1. A efectos del presente Reglamento, se entenderá por información privilegiada cualquiera de los tipos de información siguientes:

a) la información de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores o a uno o varios instrumentos financieros o sus derivados y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de dichos instrumentos o de los instrumentos derivados relacionados con ellos;

b) en relación con los instrumentos derivados sobre materias primas, la información de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios de esos instrumentos derivados o directamente a un contrato de contado sobre materias primas relacionado con ellos y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de dichos instrumentos derivados o contratos de contado sobre materias primas relacionados con ellos, y siempre que se trate de información de la que quepa razonablemente esperar que se haga pública o que deba hacerse pública obligatoriamente, de acuerdo con lo previsto en las disposiciones legales o reglamentarias de la Unión o nacionales, en las normas del mercado, en los contratos o en los usos y las prácticas de los correspondientes mercados de derivados sobre materias primas o de contado;

c) en relación con los derechos de emisión o con los productos subastados basados en esos derechos, la información de carácter concreto que no se haya hecho pública, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios de esos instrumentos financieros y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de dichos instrumentos o de los instrumentos financieros derivados relacionados con ellos;

d) en cuanto a las personas encargadas de la ejecución de las órdenes relativas a los instrumentos financieros, la información transmitida por un cliente en relación con sus órdenes pendientes relativas a instrumentos financieros, que sea de carácter concreto, que se refiera directa o indirectamente a uno o varios emisores o a uno o varios instrumentos financieros y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de esos instrumentos financieros, los precios de contratos de contado sobre materias primas o los precios de los instrumentos derivados relacionados con ellos.

2. A efectos del apartado 1, se considerará que la información tiene carácter concreto si se refiere a una serie de circunstancias que se dan o que se puede esperar razonablemente que se van a dar, o a un hecho que ha sucedido o que se puede esperar razonablemente que va a suceder, siempre que esa información sea suficientemente específica para permitir extraer alguna conclusión sobre los efectos que esas circunstancias o ese hecho podrían tener en los precios de los instrumentos financieros o de los instrumentos derivados relacionados, de los contratos de contado sobre materias primas relacionados con ellos, o de los productos subastados basados en derechos de emisión. A este respecto, en el caso de tratarse de un proceso prolongado en el tiempo con el que se pretenda generar o que tenga como consecuencia determinadas circunstancias o un hecho concreto, podrán tener la consideración de información de carácter concreto tanto esa circunstancia o ese hecho futuros como

las etapas intermedias de ese proceso que estén ligadas a la generación o provocación de esa circunstancia o ese hecho futuros.

3. Una etapa intermedia de un proceso prolongado en el tiempo tendrá la consideración de información privilegiada si, por sí misma, cumple los criterios relativos a la información privilegiada mencionados en el presente artículo.

4. A efectos del apartado 1, se entenderá por información que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre los precios de instrumentos financieros, instrumentos financieros derivados, contratos de contado sobre materias primas relacionados con ellos, o productos subastados basados en derechos de emisión, aquella información que un inversor razonable utilizaría probablemente como uno de los elementos de la motivación básica de sus decisiones de inversión.

En el caso de los participantes del mercado de derechos de emisión con emisiones agregadas o una potencia térmica nominal igual o inferior al umbral establecido de conformidad con el artículo 17, apartado 2, párrafo segundo, se considerará que la información sobre sus operaciones físicas no tiene un efecto significativo sobre el precio de los derechos de emisión, de los productos subastados basados en esos derechos o de los instrumentos financieros derivados.

5. La AEVM emitirá directrices para la elaboración de una lista indicativa y no exhaustiva de información, de la que razonablemente quepa esperar que sea divulgada o que deba ser divulgada de conformidad con las disposiciones legales o reglamentarias de la Unión o nacionales, con las normas del mercado, con los contratos, con las prácticas o los usos establecidos sobre los mercados de derivados sobre materias primas o los mercados de contado pertinentes mencionados en el apartado 1, letra b). La AEVM tendrá debidamente en cuenta las especificidades de dichos mercados.

Artículo 8

Operaciones con información privilegiada

1. A efectos del presente Reglamento, las operaciones con información privilegiada son las realizadas por una persona que dispone de información privilegiada y que la utiliza adquiriendo, transmitiendo o cediendo, por cuenta propia o de terceros, directa o indirectamente, los instrumentos financieros a los que se refiere esa información. Se considerará asimismo como operación con información privilegiada la utilización de este tipo de información cancelando o modificando una orden relativa al instrumento financiero al que se refiere la información, cuando se hubiese dado la orden antes de que el interesado tuviera conocimiento de la información privilegiada. En relación con las subastas de derechos de emisión u otros productos subastados basados en esos derechos, celebradas de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 1031/2010, la utilización de información privilegiada incluye asimismo la presentación, modificación o retirada de una oferta por una persona tanto cuando actúe por cuenta propia como de terceros.

2. A efectos del presente Reglamento, recomendar que una persona realice operaciones con información privilegiada o inducir a una persona a que realice operaciones con información privilegiada se produce cuando una persona que posee dicha información:

a) recomienda, sobre la base de dicha información, que otra persona adquiera, trasmita o ceda instrumentos financieros a los que se refiere la información, o induce a esa persona a realizar la adquisición, transmisión o cesión, o

b) recomienda, sobre la base de dicha información, que otra persona cancele o modifique una orden relativa al instrumento financiero al que se refiere la información, o induce a dicha persona a realizar esa cancelación o modificación.

3. Seguir las recomendaciones o inducciones a que se refiere el apartado 2 se considerará como operación con información privilegiada en el sentido del presente artículo cuando la persona que siga la recomendación o inducción sepa o debiera saber que estas se basan en información privilegiada.

4. El presente artículo se aplicará a cualquier persona que posea información privilegiada por encontrarse en alguno de los supuestos siguientes:

- a) ser miembro de los órganos de administración, gestión o supervisión del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión;
- b) participar en el capital del emisor o del participante del mercado de derechos de emisión;
- c) tener acceso a dicha información en el ejercicio de su trabajo, profesión o funciones,
- o
- d) estar involucrada en actividades delictivas.

El presente artículo se aplicará también a toda persona que posea información privilegiada en circunstancias distintas de las mencionadas en el párrafo primero cuando dicha persona sepa o deba saber que se trata de información privilegiada.

5. Cuando la persona sea una persona jurídica, el presente artículo se aplicará asimismo, con arreglo al Derecho interno, a las personas físicas que participen en la decisión de realizar la adquisición, transmisión o cesión, cancelación o modificación de una orden por cuenta de la persona jurídica en cuestión.

Artículo 9 *Conducta legítima*

1. A efectos de lo dispuesto en los artículos 8 y 14, del mero hecho de que una persona jurídica posea o haya poseído información privilegiada no se considerará que la haya utilizado y que, por lo tanto, haya realizado operaciones con información privilegiada en relación con alguna adquisición, transmisión o cesión, siempre que esa persona jurídica:

- a) haya establecido, aplicado y mantenido mecanismos y procedimientos internos adecuados y eficaces que garantizan eficazmente que ni la persona física que adoptó en su nombre la decisión de adquirir, transmitir o ceder los instrumentos financieros a los que se refiere la información, ni ninguna otra persona física que pueda haber influido en dicha decisión, estaba en posesión de la información privilegiada, y

- b) no haya alentado, recomendado o inducido a la persona física que, por cuenta de la persona jurídica, adquirió, transmitió o cedió los instrumentos financieros a los que se refiere la información, o no haya influido en esa persona física por cualquier otro medio.

2. A efectos de lo dispuesto en los artículos 8 y 14, del mero hecho de que una persona posea información privilegiada no se considerará que la haya utilizado y que, por lo tanto, haya realizado operaciones con información privilegiada en relación con alguna adquisición, transmisión o cesión, siempre que dicha persona:

- a) por lo que respecta al instrumento financiero al que se refiere dicha información, sea un creador de mercado o una persona autorizada para actuar como contraparte, y la adquisición, transmisión o cesión de los instrumentos financieros a los que se refiere dicha información se realice de forma legítima en el curso normal del ejercicio de su función como creador de mercado o como contraparte en relación con dicho instrumento financiero, o

- b) esté autorizada a ejecutar órdenes por cuenta de terceros, y la adquisición, transmisión o cesión de los instrumentos financieros a los que se refiere la orden se realice de forma legítima en el curso normal del ejercicio de su trabajo, profesión o funciones.

3. A efectos de lo dispuesto en los artículos 8 y 14, del mero hecho de que una persona posea información privilegiada no se considerará que la haya utilizado y que, por lo tanto, haya realizado operaciones con información privilegiada en relación con alguna adquisición, transmisión o cesión, siempre que dicha persona realice una operación para adquirir, transmitir o ceder instrumentos financieros y esta operación se efectúe de buena fe en cumplimiento de una obligación vencida y no para eludir la prohibición de operaciones con información privilegiada, y:

- a) dicha obligación se derive de una orden dada o de un acuerdo celebrado antes de que la persona en cuestión tuviera conocimiento de la información privilegiada, o

- b) esa operación tenga por objeto cumplir una disposición legal o reglamentaria anterior a la fecha en que la persona en cuestión tuviera conocimiento de la información privilegiada.

4. A efectos de lo dispuesto en los artículos 8 y 14, del mero hecho de que una persona posea información privilegiada no se considerará que la haya utilizado y que, por lo tanto, haya realizado operaciones con información privilegiada, siempre que dicha persona haya obtenido esa información privilegiada en el transcurso de una oferta pública de adquisición o fusión con una empresa y utilice dicha información privilegiada con el mero objeto de llevar a cabo esa fusión u oferta pública de adquisición, siempre que en el momento de la aprobación de la fusión o aceptación de la oferta por los accionistas de la empresa en cuestión toda información privilegiada se haya hecho pública o haya dejado de ser información privilegiada.

El presente apartado no se aplicará a la formación de una participación.

5. A efectos de lo dispuesto en los artículos 8 y 14, el mero hecho de que una persona utilice su propio conocimiento de que ha decidido adquirir, transmitir o ceder instrumentos financieros en la adquisición, transmisión o cesión de dichos instrumentos financieros no constituirá en sí mismo utilización de información privilegiada.

6. No obstante lo dispuesto en los apartados 1 a 5 del presente artículo, también podrá considerarse que se ha infringido la prohibición de operar con información privilegiada establecida en el artículo 14 si la autoridad competente determina que tras esas operaciones, órdenes de negociación o conductas no hubo razones legítimas.

Artículo 10

Comunicación ilícita de información privilegiada

1. A efectos del presente Reglamento, existe comunicación ilícita de información privilegiada cuando una persona posee información privilegiada y la revela a cualquier otra persona, excepto cuando dicha revelación se produce en el normal ejercicio de su trabajo, profesión o funciones.

El presente apartado será de aplicación a cualquier persona física o jurídica que se encuentre en las situaciones o circunstancias a que se hace referencia en el artículo 8, apartado 4.

2. A efectos del presente Reglamento, la subsiguiente revelación de las recomendaciones o inducciones a que se refiere el artículo 8, apartado 2, constituirá asimismo comunicación ilícita de información privilegiada en virtud del presente artículo, cuando la persona que revele la recomendación o inducción sepa o deba saber que se basaba en información privilegiada.

(...)

Artículo 14

Prohibición de las operaciones con información privilegiada y de la comunicación ilícita de información privilegiada

Ninguna persona podrá:

- a) realizar o intentar realizar operaciones con información privilegiada;
- b) recomendar que otra persona realice operaciones con información privilegiada o inducirlo a ello, o
- c) comunicar ilícitamente información privilegiada.

II. Regla 10b5-1 SEC

§ 240.10b5-1 Trading “on the basis of” material nonpublic information in insider trading cases.

Preliminary Note to § 240.10B5-1:

This provision defines when a purchase or sale constitutes trading “on the basis of” material nonpublic information in insider trading cases brought under Section 10(b) of the Act and Rule 10b-

5 thereunder. The law of insider trading is otherwise defined by judicial opinions construing Rule 10b-5, and Rule 10b5-1 does not modify the scope of insider trading law in any other respect.

(a) General. The “manipulative and deceptive devices” prohibited by Section 10(b) of the Act (15 U.S.C. 78j) and § 240.10b-5 thereunder include, among other things, the purchase or sale of a security of any issuer, on the basis of material nonpublic information about that security or issuer, in breach of a duty of trust or confidence that is owed directly, indirectly, or derivatively, to the issuer of that security or the shareholders of that issuer, or to any other person who is the source of the material nonpublic information.

(b) Definition of “on the basis of.” Subject to the affirmative defenses in paragraph (c) of this section, a purchase or sale of a security of an issuer is “on the basis of” material nonpublic information about that security or issuer if the person making the purchase or sale was aware of the material nonpublic information when the person made the purchase or sale.

(c) Affirmative defenses.

(1) (i) Subject to paragraph (c)(1)(ii) of this section, a person's purchase or sale is not “on the basis of” material nonpublic information if the person making the purchase or sale demonstrates that:

(A) Before becoming aware of the information, the person had:
(1) Entered into a binding contract to purchase or sell the security,
(2) Instructed another person to purchase or sell the security for the instructing person's account, or
(3) Adopted a written plan for trading securities;
(B) The contract, instruction, or plan described in paragraph (c)(1)(i)(A) of this Section:

(1) Specified the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold;
(2) Included a written formula or algorithm, or computer program, for determining the amount of securities to be purchased or sold and the price at which and the date on which the securities were to be purchased or sold; or
(3) Did not permit the person to exercise any subsequent influence over how, when, or whether to effect purchases or sales; provided, in addition, that any other person who, pursuant to the contract, instruction, or plan, did exercise such influence must not have been aware of the material nonpublic information when doing so; and

(C) The purchase or sale that occurred was pursuant to the contract, instruction, or plan. A purchase or sale is not “pursuant to a contract, instruction, or plan” if, among other things, the person who entered into the contract, instruction, or plan altered or deviated from the contract, instruction, or plan to purchase or sell securities (whether by changing the amount, price, or timing of the purchase or sale), or entered into or altered a corresponding or hedging transaction or position with respect to those securities.

(ii) Paragraph (c)(1)(i) of this section is applicable only when the contract, instruction, or plan to purchase or sell securities was given or entered into in good faith and not as part of a plan or scheme to evade the prohibitions of this section.

(iii) This paragraph (c)(1)(iii) defines certain terms as used in paragraph (c) of this Section.

(A) Amount. “Amount” means either a specified number of shares or other securities or a specified dollar value of securities.

(B) Price. “Price” means the market price on a particular date or a limit price, or a particular dollar price.

(C) Date. “Date” means, in the case of a market order, the specific day of the year on which the order is to be executed (or as soon thereafter as is practicable under ordinary principles of best execution). “Date” means, in the case of a limit order, a day of the year on which the limit order is in force.

(2) A person other than a natural person also may demonstrate that a purchase or sale of securities is not “on the basis of” material nonpublic information if the person demonstrates that:

(i) The individual making the investment decision on behalf of the person to purchase or sell the securities was not aware of the information; and

(ii) The person had implemented reasonable policies and procedures, taking into consideration the nature of the person's business, to ensure that individuals making investment decisions would not violate the laws prohibiting trading on the basis of material nonpublic information. These policies and procedures may include those that restrict any purchase, sale, and causing any purchase or sale of any security as to which the person has material nonpublic information, or those that prevent such individuals from becoming aware of such information.

III. Reglas 16b-1, 16b-3, 16b-5 y 16b-6 SEC

§ 240.16b-1 Transactions approved by a regulatory authority.

Any purchase and sale, or sale and purchase, of a security shall be exempt from section 16(b) of the Act, if the transaction is effected by an investment company registered under the Investment Company Act of 1940 (15 U.S.C. 80a-1 et seq.) and both the purchase and sale of such security have been exempted from the provisions of section 17(a) (15 U.S.C. 80a-17(a)) of the Investment Company Act of 1940, by rule or order of the Commission.

§ 240.16b-3 Transactions between an issuer and its officers or directors.

(a) General. A transaction between the issuer (including an employee benefit plan sponsored by the issuer) and an officer or director of the issuer that involves issuer equity securities shall be exempt from section 16(b) of the Act if the transaction satisfies the applicable conditions set forth in this section.

(b) Definitions

(1) A Discretionary Transaction shall mean a transaction pursuant to an employee benefit plan that:

(i) Is at the volition of a plan participant;

(ii) Is not made in connection with the participant's death, disability, retirement or termination of employment;

(iii) Is not required to be made available to a plan participant pursuant to a provision of the Internal Revenue Code; and

(iv) Results in either an intra-plan transfer involving an issuer equity securities fund, or a cash distribution funded by a volitional disposition of an issuer equity security.

(2) An Excess Benefit Plan shall mean an employee benefit plan that is operated in conjunction with a Qualified Plan, and provides only the benefits or contributions that would be provided under a Qualified Plan but for any benefit or contribution limitations set forth in the Internal Revenue Code of 1986, or any successor provisions thereof.

(3) (i) A Non-Employee Director shall mean a director who:

(A) Is not currently an officer (as defined in § 240.16a-1(f)) of the issuer or a parent or subsidiary of the issuer, or otherwise currently employed by the issuer or a parent or subsidiary of the issuer;

(B) Does not receive compensation, either directly or indirectly, from the issuer or a parent or subsidiary of the issuer, for services rendered as a consultant or in any capacity other than as a director, except for an amount that does not exceed the dollar amount for which disclosure would be required pursuant to § 229.404(a) of this chapter; and

(C) Does not possess an interest in any other transaction for which disclosure would be required pursuant to § 229.404(a) of this chapter.

(ii) Notwithstanding paragraph (b)(3)(i) of this section, a Non-Employee Director of a closed-end investment company shall mean a director who is not an “interested person” of the issuer, as that term is defined in Section 2(a)(19) of the Investment Company Act of 1940.

(4) A Qualified Plan shall mean an employee benefit plan that satisfies the coverage and participation requirements of sections 410 and 401(a)(26) of the Internal Revenue Code of 1986, or any successor provisions thereof.

(5) A Stock Purchase Plan shall mean an employee benefit plan that satisfies the coverage and participation requirements of sections 423(b)(3) and 423(b)(5), or section 410, of the Internal Revenue Code of 1986, or any successor provisions thereof.

(c) Tax-conditioned plans. Any transaction (other than a Discretionary Transaction) pursuant to a Qualified Plan, an Excess Benefit Plan, or a Stock Purchase Plan shall be exempt without condition.

(d) Acquisitions from the issuer. Any transaction, other than a Discretionary Transaction, involving an acquisition from the issuer (including without limitation a grant or award), whether or not intended for a compensatory or other particular purpose, shall be exempt if:

(1) The transaction is approved by the board of directors of the issuer, or a committee of the board of directors that is composed solely of two or more Non-Employee Directors;

(2) The transaction is approved or ratified, in compliance with section 14 of the Act, by either: the affirmative votes of the holders of a majority of the securities of the issuer present, or represented, and entitled to vote at a meeting duly held in accordance with the applicable laws of the state or other jurisdiction in which the issuer is incorporated; or the written consent of the holders of a majority of the securities of the issuer entitled to vote; provided that such ratification occurs no later than the date of the next annual meeting of shareholders; or

(3) The issuer equity securities so acquired are held by the officer or director for a period of six months following the date of such acquisition, provided that this condition shall be satisfied with respect to a derivative security if at least six months elapse from the date of acquisition of the derivative security to the date of disposition of the derivative security (other than upon exercise or conversion) or its underlying equity security.

(e) Dispositions to the issuer. Any transaction, other than a Discretionary Transaction, involving the disposition to the issuer of issuer equity securities, whether or not intended for a compensatory or other particular purpose, shall be exempt, provided that the terms of such disposition are approved in advance in the manner prescribed by either paragraph (d)(1) or paragraph (d)(2) of this section.

(f) Discretionary Transactions. A Discretionary Transaction shall be exempt only if effected pursuant to an election made at least six months following the date of the most recent election, with respect to any plan of the issuer, that effected a Discretionary Transaction that was:

(1) An acquisition, if the transaction to be exempted would be a disposition; or

(2) A disposition, if the transaction to be exempted would be an acquisition.

§ 240.16b-5 Bona fide gifts and inheritance.

Both the acquisition and the disposition of equity securities shall be exempt from the operation of section 16(b) of the Act if they are: (a) Bona fide gifts; or (b) transfers of securities by will or the laws of descent and distribution.

§ 240.16b-6 Derivative securities.

(a) The establishment of or increase in a call equivalent position or liquidation of or decrease in a put equivalent position shall be deemed a purchase of the underlying security for purposes of section 16(b) of the Act, and the establishment of or increase in a put equivalent position or liquidation of or decrease in a call equivalent position shall be deemed a sale of the underlying securities for purposes of section 16(b) of the Act: Provided, however, That if the increase or decrease occurs as a result of the fixing of the exercise price of a right initially issued without a fixed price, where the date the price is fixed is not known in advance and is outside the control of the

recipient, the increase or decrease shall be exempt from section 16(b) of the Act with respect to any offsetting transaction within the six months prior to the date the price is fixed.

(b) The closing of a derivative security position as a result of its exercise or conversion shall be exempt from the operation of section 16(b) of the Act, and the acquisition of underlying securities at a fixed exercise price due to the exercise or conversion of a call equivalent position or the disposition of underlying securities at a fixed exercise price due to the exercise of a put equivalent position shall be exempt from the operation of section 16(b) of the Act: Provided, however, That the acquisition of underlying securities from the exercise of an out-of-the-money option, warrant, or right shall not be exempt unless the exercise is necessary to comport with the sequential exercise provisions of the Internal Revenue Code (26 U.S.C. 422A).

Note to paragraph (B):

The exercise or conversion of a derivative security that does not satisfy the conditions of this section is eligible for exemption from section 16(b) of the Act to the extent that the conditions of § 240.16b-3 are satisfied.

(c) In determining the short-swing profit recoverable pursuant to section 16(b) of the Act from transactions involving the purchase and sale or sale and purchase of derivative and other securities, the following rules apply:

(1) Short-swing profits in transactions involving the purchase and sale or sale and purchase of derivative securities that have identical characteristics (e.g., purchases and sales of call options of the same strike price and expiration date, or purchases and sales of the same series of convertible debentures) shall be measured by the actual prices paid or received in the short-swing transactions.

(2) Short-swing profits in transactions involving the purchase and sale or sale and purchase of derivative securities having different characteristics but related to the same underlying security (e.g., the purchase of a call option and the sale of a convertible debenture) or derivative securities and underlying securities shall not exceed the difference in price of the underlying security on the date of purchase or sale and the date of sale or purchase. Such profits may be measured by calculating the short-swing profits that would have been realized had the subject transactions involved purchases and sales solely of the derivative security that was purchased or solely of the derivative security that was sold, valued as of the time of the matching purchase or sale, and calculated for the lesser of the number of underlying securities actually purchased or sold.

(d) Upon cancellation or expiration of an option within six months of the writing of the option, any profit derived from writing the option shall be recoverable under section 16(b) of the Act. The profit shall not exceed the premium received for writing the option. The disposition or closing of a long derivative security position, as a result of cancellation or expiration, shall be exempt from section 16(b) of the Act where no value is received from the cancellation or expiration.