

LA OBTENCIÓN DE INTELIGENCIA ANTITERRORISTA EN LOS MERCADOS DE VALORES

Por Fernando Francisco Navarrete Rojas

Editor de la revista Estrategia Global.

Introducción

Tras el fin de la guerra fría la importancia de la Inteligencia económica ha sido creciente pues el fin del mundo bipolar dio paso a una situación donde, hasta los atentados terroristas del 11 de septiembre de 2001 (11-S), una de las mayores preocupaciones para la Seguridad Nacional eran la fortaleza y la vitalidad económica nacional. La preservación de los secretos industriales que garantizarían una posición favorable en los mercados, la obtención de información sobre los movimientos en la política comercial del resto de países competidores y la detección del uso de prácticas no lícitas en la concesión de contratos internacionales fueron de gran relevancia para las Comunidades de Inteligencia de las potencias occidentales, especialmente en Estados Unidos. En sentido contrario, los informes norteamericanos señalan que la Inteligencia económica “ofensiva” (que incluye el espionaje industrial) también tuvo una gran importancia en ese período fundamentalmente en Rusia, dado que buscaban con avidez información industrial y tecnológica que permitiera situar a sus empresas en una posición competitiva favorable en los mercados, una vez constatada la caída del comunismo y la consiguiente apertura a las presiones competitivas de los mercados internacionales. Será en este marco conceptual de la Inteligencia económica cuando sucedan los ataques terroristas del 11-S y el foco de la amenaza cambie completamente. Las amenazas a la Seguridad Nacional se van a reevaluar y la lucha contra el terrorismo internacional va a ganar un peso muy importante. Consecuentemente, la Inteligencia económica también sufrió un cambio, siendo ahora preponderante la detección, seguimiento y, en su caso, incautación de

los fondos destinados a la financiación del terrorismo. Una medida de la importancia que se concede a la Inteligencia relacionada con las fuentes de financiación del terrorismo, la pueden dar las numerosas provisiones legales que en este sentido se proclaman en la *USA Patriot Act*, promulgada tras los atentados del 11-S. Entre ellas destacan el título tercero *International Money Laundering Abatement and Financial Anti-Terrorism Act of 2001* y otras provisiones entre las que cabe destacar la sección 906 sobre el *Foreign terrorist asset tracking center*. En todas estas provisiones legales subyace la idea de que las deficiencias en la transparencia en los mercados financieros son aprovechadas para la financiación del terrorismo.

Los atentados en Nueva York y Washington del 11-S, además de sus profundas repercusiones geopolíticas, también han tenido su trascendencia en los métodos y fórmulas a utilizar en la lucha contra la nueva amenaza terrorista. Para comprender la pléyade de nuevos instrumentos utilizados en su combate es necesario analizar las nuevas características del fenómeno que representa el denominado “hiperterrorismo”. Hasta ahora los análisis del fenómeno se centraban básicamente en analizar la enorme desproporción existente entre los medios utilizados por los terroristas y sus catastróficas consecuencias. Un aspecto novedoso y nada desdeñable ha atraído una menor atención: las nuevas fuentes de financiación de las operaciones. Si bien hasta los ataques del 11-S las organizaciones terroristas habían establecido complejas redes de financiación para sus actividades, en la financiación de los ataques contra el World Trade Center y el Pentágono apareció un nuevo concepto que es el que vamos a desarrollar en este trabajo: la autofinanciación o refinanciación del terrorismo.

El concepto de ataque terrorista autofinanciado se basa en el aprovechamiento en los mercados secundarios de valores y/o de derivados de la información privilegiada que posee la organización terrorista respecto a la comisión de sus propios atentados y de sus consecuencias económicas previsibles. Algunas de las operaciones financieras que se realizaron la semana antes de los ataques del 11-S ejemplifican la aplicación práctica este nuevo concepto.

Se trata de un método que puede permitir a los terroristas encadenar olas de atentados, sin que ello exija una continua apelación a sus fuentes de financiación tradicionales, dado que este método puede convertir en económicamente rentable la actividad terrorista. Esto, unido a la desproporción entre los medios utilizados y sus catastróficas consecuencias, ponen sobre la mesa un gran peligro al que la Comunidad de Inteligencia tiene que dar una respuesta adecuada. Para evitar el pavoroso círculo vicioso que podría provocar el establecimiento con éxito por parte de las principales organizaciones terroristas de estrategias de terrorismo autofinanciado, la Comunidad de Inteligencia debe adoptar un enfoque multidisciplinar y cooperativo que permita una lucha eficaz contra este fenómeno. En este trabajo se abordan en primer lugar las características del fenómeno, tanto las conocidas hasta la fecha como su previsible evolución, para posteriormente pasar a desarrollar el marco teórico en el que se establecerán las premisas para su combate. Finalmente, se analizarán los nuevos métodos disponibles para hacer frente a la amenaza y se apuntarán las grandes líneas de evolución futura de los medios dispuestos para su combate.

La refinanciación del terrorismo o terrorismo autofinanciado

En primer lugar hay que definir con precisión esta nueva característica de las estrategias terroristas para poder incidir sobre ella eficientemente. Así, la refinanciación del terrorismo se caracterizaría por la concurrencia de las siguientes capacidades en las organizaciones terroristas y su eficaz puesta en práctica:

1. Conocimiento previo de las repercusiones económico-financieras que la comisión de los atentados va a conllevar sobre los objetivos, medios o víctimas de los mismos, y que éstas sean de una materialidad suficiente.
2. Capacidad para operar con eficacia en los mercados financieros con esa información privilegiada, lo que a su vez supone:
 - Conocimiento de los productos financieros disponibles para la puesta en práctica de la estrategia de refinanciación

-Acceso a los mecanismos de contratación de los mercados en los que cotizan los productos financieros del punto i. anterior.

-Capacidad para burlar los métodos de control del uso de información privilegiada establecidos en los mercados.

3. Capacidad para liquidar las ganancias obtenidas y reinvertirlas en la comisión de nuevos atentados.

Adicionalmente al uso de estas estrategias como medio de financiación de atentados, no debe descartarse que, si no se desarrollan los oportunos medios de seguimiento e intervención, puedan aparecer nuevos fenómenos terroristas en los cuales la comisión de atentados esté subordinada a la obtención del propio beneficio económico.

Para la primera de las capacidades enumeradas no basta sólo con que la organización terrorista identifique los agentes afectados por el acto terrorista sino que también debe ser capaz de establecer previsiones cuantitativas fiables sobre las consecuencias económico-financieras de los atentados sobre cada uno de ellos. Estas estimaciones deben de ir más allá de los costes directos de los estragos provocados y deberían tener en cuenta los efectos dinámicos que posibles reacciones de las autoridades, la población, las víctimas, los consumidores, etc. pudieran provocar sobre la situación económica de los agentes afectados. De especial importancia resulta la evaluación de posibles subsidios, seguros, ayudas y demás intervenciones públicas realizadas con el objetivo de paliar los efectos de los atentados. En sentido contrario, intervenciones públicas con el objetivo de evitar la comisión de otros atentados de similares características pueden imponer cargas administrativas, de seguridad o de otra índole que agraven el perjuicio económico sufrido. El nivel de materialidad en los estragos causados se establece en función de su capacidad de afectar a la cotización de los instrumentos financieros a los que se refiere la segunda capacidad.

Para la utilización de esta información en los mercados financieros resulta necesario identificar aquellos instrumentos financieros que reflejen de manera más directa en su cotización los cambios acaecidos en la situación financiera

de los agentes afectados. En este sentido, se debe poder establecer una estrecha correlación entre la evolución de la cotización de uno o varios instrumentos financieros con los efectos destructivos de los atentados. La correlación puede establecerse de manera directa (atacando los intereses económicos del emisor del instrumento financiero) o indirectamente, teniendo en cuenta los efectos dinámicos antes comentados, buscando aquellos emisores que por razón de operar en el mismo sector u otro relacionado con el de los agentes afectados, o bien por los recelos que el atentado puede causar en los consumidores de cara al consumo de bienes o servicios provistos por determinadas compañías, pudieran verse indirectamente perjudicados en su situación financiera.

La idoneidad de los instrumentos se establece en virtud de la sensibilidad de su cotización ante los atentados. La medida de sensibilidad depende no sólo del emisor del instrumento sino también de sus características. Así, los instrumentos de renta fija reflejan *ceteris paribus* en una menor medida las fluctuaciones en la situación financiera de los emisores que aquellos de renta variable (⁵⁶). Los instrumentos derivados tienen determinadas características que los hacen especialmente atractivos de cara a la realización de estas estrategias de refinanciación. Esencialmente, un instrumento derivado se caracteriza porque su valor está ligado a la evolución de otro instrumento financiero (denominado subyacente). Estos instrumentos son muy útiles en el diseño de estrategias de refinanciación dado que teóricamente mediante la elección del subyacente y de la función que liga la evolución de éste con el valor del instrumento derivado, se puede diseñar a medida un derivado que tenga el nivel de sensibilidad que se desee. Esta posibilidad es más teórica que práctica por consideraciones de liquidez en los mercados, asociadas a la necesidad de ocultar el uso de la información privilegiada por parte de la organización terrorista. En todo caso, el uso combinado de instrumentos derivados que tengan por subyacente a títulos afectados por los atentados permitiría un cierto grado de adaptación de la sensibilidad.

⁵⁶ salvo en situaciones excepcionales de proximidad a la quiebra, que a efectos de este análisis son de escasa relevancia

Los avances en las tecnologías de la información y las comunicaciones han permitido el acceso barato y en tiempo real a los mercados de valores de todo el Mundo, no sólo a los inversores institucionales e intermediarios financieros sino, a través de éstos y de forma barata, a un gran porcentaje de la población de los países desarrollados. Así, el acceso a los instrumentos que permitirían la realización de las estrategias de refinanciación (al menos los instrumentos de renta fija y variable y aquellos derivados estandarizados negociados en mercados organizados) se encuentran al alcance de las organizaciones terroristas que actuarían mediante personas jurídicas y/o físicas interpuestas.

Respecto a su capacidad para superar los mecanismos de detección establecidos en los mercados para evitar el uso de la información privilegiada, ello depende de la idoneidad del diseño de estos mecanismos. De especial importancia para su eficacia resulta su adaptación a esta nueva forma de financiación del terrorismo. No debería olvidarse que su diseño original estaba pensado para luchar contra el uso de información privilegiada por parte, fundamentalmente, de los gestores de las empresas que utilizarían información privilegiada en su provecho, bien operando directamente o por personas interpuestas. Así, el uso de estos mecanismos de forma eficaz contra la refinanciación del terrorismo supone un importante reto en medios y organizativo.

Un ejemplo: la especulación previa al 11-S

La semana anterior al 11-S se produjeron movimientos en los mercados de valores que fueron posteriormente calificados como el más importante delito por aprovechamiento ilícito de informaciones privilegiadas jamás cometido. Como veremos, la red terrorista de Al Qaeda tenía las capacidades técnicas enumeradas anteriormente para llevar a cabo una estrategia efectiva de refinanciación de sus atentados.

El propio diseño de los atentados se basaba en el objetivo prioritario de atacar los centros neurálgicos del poderío de Estados Unidos. Se atacó el World Trade Center como emblema del poderío económico para causar la mayor turbulencia económica posible. La capacidad de Al Qaeda para evaluar

pormenorizadamente los daños era elevada. En la estructura de la organización no faltaban los especialistas en mercados financieros que conocían la importancia de las oficinas situadas en las torres gemelas para muchas de las grandes empresas de servicios de inversión de Estados Unidos (⁵⁷). El profundo conocimiento del sector financiero por parte de la organización de Al Qaeda también les llevó a identificar otro sector económico que de manera indirecta se vio muy perjudicado: el sector del reaseguro. Este último es un sector en el que confluyen la mayoría de los riesgos asumidos por el resto del tejido económico y por tanto es muy sensible a los incrementos súbitos en la siniestralidad. Las compañías de seguros, con el fin de diversificar al máximo sus carteras, reaseguran sus riesgos con las compañías reaseguradoras que, debido a su mayor tamaño, son capaces de asumir riesgos mayores. Especular a que los atentados del 11-S iban a afectar sensiblemente (materialidad) a la situación financiera de las grandes compañías de reaseguro suponía un conocimiento previo de la gran magnitud de la catástrofe que se iba a causar y un perfecto conocimiento del funcionamiento del sistema económico internacional, sus interrelaciones y de sus debilidades.

Adicionalmente, Al Qaeda fue capaz de evaluar el impacto que el uso de aviones comerciales podía tener sobre la situación financiera de las empresas del sector de las aerolíneas. En este cálculo se debieron de tener en consideración, además de las pérdidas económicas directas por la destrucción de aviones en la flota, el impacto negativo que la posibilidad de nuevos ataques iba a provocar en la demanda de viajes aéreos por parte de los consumidores y el establecimiento de restricciones y nuevas medidas de seguridad a las operaciones de transporte aéreo que establecerían las autoridades tras los ataques.

La estrategia financiera seguida por la organización terrorista dependerá de la evaluación de dos criterios: la liquidez (relacionada con la capacidad de burlar

⁵⁷ El propio Bin Laden, como miembro de una familia poseedora de un grupo económico de gran importancia en el sector de la construcción (Bin Laden Group) y que hace un uso intensivo de los servicios financieros, conocía bien los entresijos de la gran manzana.

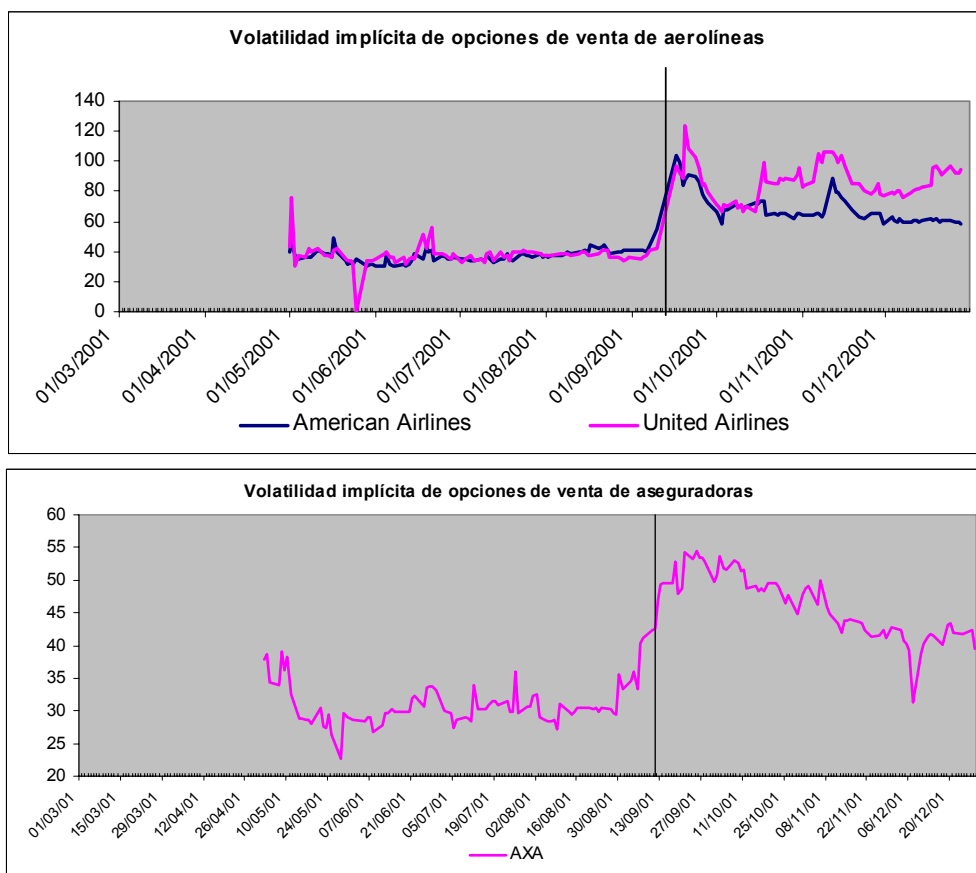
los mecanismos de control y evitación del uso de información privilegiada) y la rentabilidad. En este sentido trataremos la liquidez como una condición necesaria para la consecución de una estrategia de refinanciación efectiva, aunque también influye en la propia rentabilidad de la operación reduciendo el impacto del uso de la información privilegiada en los precios. Para tratar de burlar los mecanismos encargados de evitar el abuso de mercado resulta necesario enmascarar estas operaciones entre el elevado conjunto de operaciones que caracterizan a los mercados con una amplia liquidez. Estableceremos el nivel mínimo de liquidez necesario en el existente en los mercados organizados de las principales plazas financieras internacionales. Así, el plantel de estructuras financieras disponibles para llevar a cabo la refinanciación se circunscribe a las que son posibles de realizar con los instrumentos negociados en estos mercados. Ésta no es una gran pérdida de generalidad ya que con el actual desarrollo de los mercados es posible, combinando distintos instrumentos negociados en mercados organizados, replicar las características fundamentales de muchos instrumentos financieros negociables OTC (instrumentos financieros diseñados a medida, negociados y liquidados por las partes fuera de los mercados organizados).

Para especular contra aquellos emisores de instrumentos que directa o indirectamente se van a ver perjudicados en su situación financiera por los ataques, existen innumerables fórmulas pero aquí señalaremos aquellas más relevantes por su liquidez y grado de apalancamiento. El apalancamiento mide la exposición al riesgo financiero en función del desembolso inicial. Así, de cara a la realización de las estrategias de refinanciación resultan especialmente interesantes los instrumentos con un elevado apalancamiento, ya que permiten sin un elevado desembolso (incluso ninguno) exponerse a la sensibilidad del instrumento frente a las consecuencias de los atentados, consiguiendo pingües beneficios y que en el caso concreto del 11-S parecen superar con creces los costes incurridos por Al Qaeda para su desarrollo y puesta en práctica.

Existen diversas formas de ganar dinero especulando con la bajada de las acciones en el corto plazo como la compra de contratos de opción de venta (*put options*), la “venta en corto” haciendo uso del préstamo de valores, o

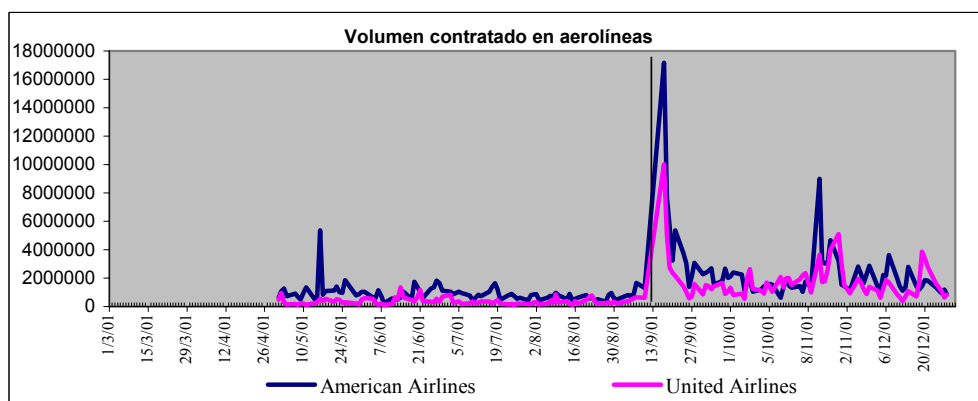
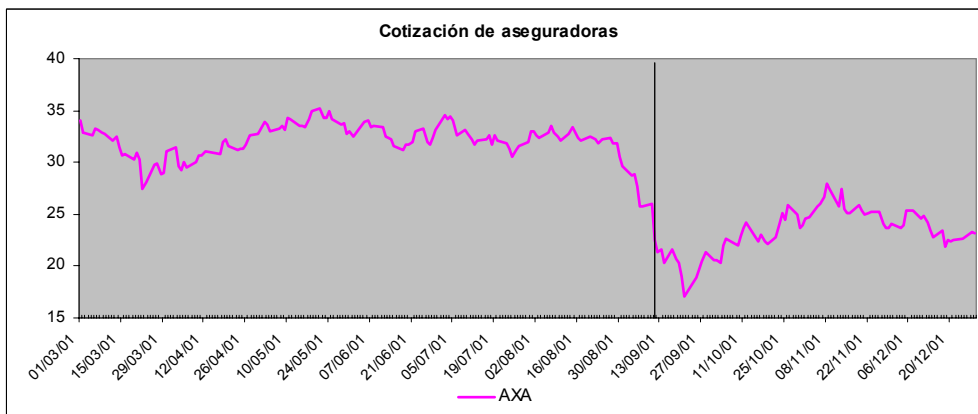
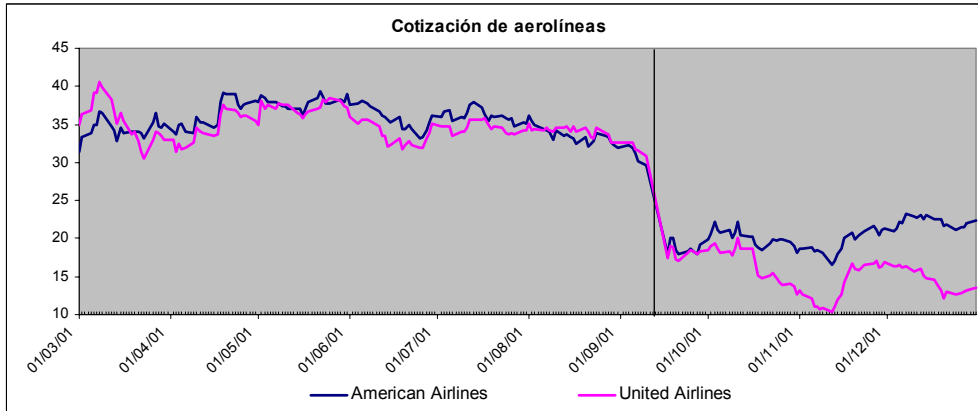
recurrir al mercado a plazo o de futuros para, con un total apalancamiento, posicionarse especulativamente a la bajada de precios.

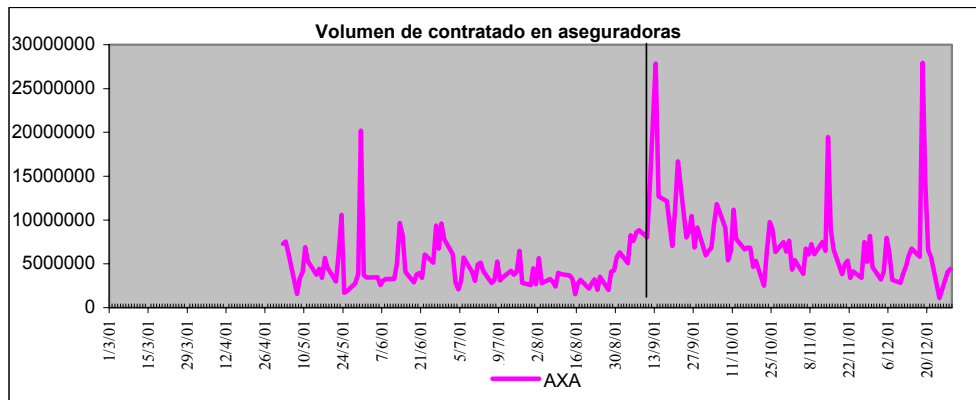
Según la agencia de información financiera Bloomberg, entre el viernes y el lunes previos a los atentados se incrementaron sustancialmente el volumen contratado y los precios de los contratos de opciones de venta de compañías como American Airlines y United Airlines, las propietarias de los aviones utilizados en los atentados. Estas opciones que empezaban a dar beneficios si la cotización caía por debajo de 20 dólares, incrementaron sustancialmente su volumen contratado y su precio (Romera 2004). La volatilidad implícita de los subyacentes de estos contratos se disparó reflejando la enorme presión de la demanda sobre los precios (⁵⁸), figuras 1, 3 y 5.



⁵⁸ El precio y la volatilidad implícita están estrechísimamente ligados debido a que ésta se calcula como una función de los precios, utilizando las fórmulas de valoración de los instrumentos. Así subidas en los precios se traducen en subidas de la volatilidad implícita y viceversa.

Una semana después, las acciones de ambas compañías se desplomaron hasta los 18 dólares, generando cuantiosos beneficios para los poseedores de dichas opciones de venta. Maniobras del mismo tipo fueron registradas con las opciones de venta de las acciones de los grupos de seguros involucrados: Munich Re, Swiss Re y Axa, figuras 2, 4 y 5.





Los fuertes descensos en las cotizaciones del sector reasegurador en los días previos a los ataques, sin motivo aparente alguno, son muy llamativos teniendo en cuenta que se trata de negocios maduros y con una gran base de clientes. Más aún, estas compañías, en momentos de ventas masivas en sectores tecnológicos y de telecomunicaciones -como se venía produciendo desde el “pinchazo” de la burbuja tecnológica-, servían de “refugio” para las inversiones ya que se trata de un sector extremadamente conservador (Romera, 2004). Adicionalmente, el especular con este sector ofrece importantes ventajas para la organización terrorista en términos de minimizar la cantidad de información revelada. La multiplicidad de factores que pueden hacer crecer la siniestralidad es elevada lo que dificultaría la asociación entre los movimientos especulativos y la información concreta en posesión de los terroristas sobre los objetivos de los ataques.

Dado el elevado número de transacciones que se desarrollan normalmente en las principales plazas financieras, y que en el año 2001 no estaban en práctica los procedimientos adecuados para la detección *ex ante* de operaciones susceptibles de ser guiadas por el conocimiento de información privilegiada procedente de organizaciones terroristas, estas operaciones no suscitaron aparentemente ninguna voz de alarma en la comunidad de Inteligencia. Sin embargo, en el mundo financiero, en especial entre los creadores de mercado (⁵⁹) de los instrumentos afectados, estos movimientos sí suscitaron sorpresa.

⁵⁹ Son operadores del mercado que se comprometen a ofrecer cotizaciones en firme de compra y de venta de determinados títulos con el fin de proporcionar liquidez en los mercados de

Con anterioridad al 11-S, la caída sin motivo aparente en la cotización de Munich Re llevó la alerta a las autoridades alemanas pero dada la novedad del fenómeno esta información no fue adecuadamente transmitida e interpretada en la Comunidad de Inteligencia. Un adecuado Sistema de Inteligencia que hubiese recogido esa inquietud y la hubiese interpretado adecuadamente podría haber añadido elementos de juicio que hubiesen permitido, junto al resto de información proveniente de otras fuentes, identificar con mayor precisión la amenaza y quizás haberla conjurado.

Hay que señalar que es bien conocido en el mundo financiero la tendencia de los inversores a comportarse estratégicamente y que ante movimientos especulativos que parezcan provenir del uso de información privilegiada haya quienes adopten el mismo posicionamiento en el mercado en espera de aprovecharse igualmente de una información que no poseen pero que los movimientos del mercado les revela en parte. Este comportamiento gregario amplificará los movimientos especulativos en los mercados, dificultando así la identificación de la procedencia de las operaciones pero, por contra, esta multiplicación de las operaciones hará más importante el impacto en los precios facilitando su detección. Este fue el caso en las operaciones previas al 11-S donde no sólo Al Qaeda se posicionó frente a una futura caída en la cotización de las aerolíneas y las aseguradoras, entre otros sectores. En mercados profundos y líquidos, como los presentes en las principales plazas financieras, no es probable que las operaciones llevadas a cabo exclusivamente por la organización terrorista tengan un impacto significativo sobre los precios y los volúmenes contratados por lo que para su detección es necesario el comportamiento oportunista del resto de inversores del mercado.

Cualquier intento de bloqueo sistemático e indiscriminado de fondos por parte de las autoridades en la fase de liquidación resultaría prácticamente inviable por los innumerables perjuicios que se podrían causar a terceros y a la propia credibilidad y solvencia del sistema financiero, salvo que con suficiente antelación se hubiese logrado una identificación exacta de las cuentas

especialistas. Esta obligación de tener que ofrecer contrapartida en firme les lleva a ser unos grandes conocedores del valor y ser conocidos también como “especialistas”.

asociadas al terrorismo. Todo ello sin entrar en las consideraciones legales de tales actuaciones indiscriminadas. Nótese que en la mayoría de los mercados desarrollados la liquidación en los mercados secundarios de valores se produce en tres días.

A pesar de los riesgos que para la proliferación del terrorismo supone la realización con éxito de las estrategias de refinanciación, también su seguimiento y vigilancia por parte de la Comunidad de Inteligencia ofrece una oportunidad nueva de acceder a una fuente privilegiada de información referida no ya sólo a la infraestructura financiera de las organizaciones terroristas, sino también a los objetivos futuros de sus atentados.

El adecuado seguimiento de las estrategias de refinanciación de las organizaciones terroristas puede permitir llenar una deficiencia en las fuentes de información antiterrorista hasta ahora disponibles. Resulta necesario señalar que en estas operaciones de refinanciación, la organización terrorista asume un gran riesgo de revelación de la información privilegiada que posee respecto a su propia comisión de atentados. Se trata de diseñar mecanismos de detección y análisis apropiados que, aprovechando ese riesgo, favorezcan la detección temprana de los planes terroristas. Se trata de un gran reto que hay que enmarcarlo dentro de los medios actualmente disponibles en la lucha contraterrorista, ya que es en la conjunción con otras fuentes de Inteligencia donde alcanza su mayor utilidad la información obtenida del análisis de los mercados de valores. No se trata de información aislada o fragmentaria sino de una pieza de información que como tal debe de ser encajada con la obtenida por medios más tradicionales para conformar un mapa lo más completo posible de la amenaza terrorista y sus objetivos.

Las capacidades necesarias para llevar a cabo estrategias efectivas de autofinanciación, expuestas más arriba y ejemplificadas en el 11-S, imponen limitaciones al universo de organizaciones terroristas que pueden llevarlas a cabo, sobre todo teniendo en cuenta el nivel mínimo de materialidad necesario para que se vean reflejadas las consecuencias de los atentados en las cotizaciones de instrumentos financieros que tengan la suficiente liquidez para ser susceptibles de ser utilizados eficazmente para estas estrategias. No hay

que olvidar que los instrumentos financieros más líquidos se corresponden a emisores de gran tamaño. El nivel de materialidad necesario es, por tanto, muy elevado ya que estas grandes empresas se caracterizan por sus elevados volúmenes de negocio. Esto implica que los perjuicios causados por los atentados deben aproximarse más a los causados por una confrontación bélica que a los asociados tradicionalmente al terrorismo ⁽⁶⁰⁾. Así, la información que se pudiera obtener por este método se circunscribirá a aquellos ataques terroristas con unas consecuencias catastróficas muy importantes y perpetrados por aquellas organizaciones cuya complejidad interna les permita obtener las capacidades necesarias para llevar a cabo este terrorismo autofinanciado. Resulta importante para un adecuado aprovechamiento por parte de la comunidad de Inteligencia de esta nueva fuente de información definir claramente el mapa de organizaciones potencialmente capacitadas para llevar a cabo estrategias efectivas de refinanciación. Ello permitirá un uso más eficiente de los recursos de cara al seguimiento y análisis de la información.

El marco teórico

Para justificar el seguimiento y vigilancia de los mercados de valores por parte de los Servicios de Inteligencia es necesario establecer que la información obtenida tenga un contenido informativo relevante. Para ello acudiremos a la teoría económica de microestructura de los mercados financieros para justificar dicho seguimiento y para arrojar luz sobre su posible utilización con fines antiterroristas.

La teoría económica sobre el contenido informativo de los precios de las operaciones en los mercados de valores es muy extensa y recogida de manera condensada en dos famosos trabajos de recopilación como Fama (1970) y su segunda parte, Fama (1991). Por tanto no se trata de resumir aquí de nuevo tan extensa literatura. Sin embargo, para aquellos lectores no familiarizados, proporcionaré unas breves pinceladas sobre el estado de la cuestión en aquellos aspectos que se encuentran directamente relacionados con el tema

⁶⁰ Si bien las frecuentes sobreacciones de los consumidores, reguladores, etc. hacen que, en determinados sectores, las consecuencias económicas puedan ser muy serias, aun cuando el impacto directo sea asumible.

central del trabajo: existe un debate académico sobre la eficiencia informativa de los mercados financieros, o lo que es lo mismo, si los precios de los valores reflejan adecuadamente la información disponible por los inversores. En este debate resulta crucial la definición de eficiencia que se use. La definición fuerte de eficiencia establece que los precios reflejan toda la información disponible, lo que implicaría que para que esta definición pudiera darse en la realidad, los costes de obtener la información y de operar con ella fuesen cero; la definición débil establece que los precios reflejan la información disponible hasta el punto en que el beneficio marginal por operar con ella iguala el coste marginal de obtenerla (costes de información) y usarla (costes de transacción). Dado que resulta evidente la existencia de los costes de información y transacción no nulos, la definición fuerte no puede darse en sentido estricto en la realidad, lo que no la invalida como aproximación clara y sencilla de referencia. Los test acerca de la eficiencia de los mercados se basan en tres características de los mercados eficientes:

1. Lo impredecible que debiera resultar la rentabilidad de los valores.
2. Los precios debieran adaptarse de forma casi instantánea a los nuevos anuncios de información; y en el caso del uso de la definición débil de eficiencia.
3. La única fuente para obtener rentabilidades esperadas extraordinarias provendría del uso de información privilegiada.

Adicionalmente, existe un debate normativo en el ámbito académico respecto a la prohibición del uso de información privilegiada. Hay que señalar respecto a este último punto que el debate no ha traspasado el ámbito académico y que las regulaciones que lo prohíben existen en prácticamente todo el mundo. El debate se establece entre aquellos académicos que propugnan que la autorización al uso legal de la información privilegiada permitiría un incremento en la eficiencia informativa de los mercados y aquellos otros (en los que se basan las actuales legislaciones) que afirman que la autorización de tales prácticas, si bien incrementarían la eficiencia informativa en el muy corto plazo (*ceteris paribus*), lo haría con unos grandes costes en términos de

transparencia que acabarían por expulsar del mercado a inversores no informados, resintiéndose con ello la liquidez y profundidad del mercado y con ello, finalmente, su eficiencia informativa a la hora de diseminar la información.

En referencia a las implicaciones de estas cuestiones con la posibilidad, por parte de la Comunidad de Inteligencia, de inferir la información privilegiada que subyace a una estrategia de refinanciación del terrorismo, cabe resaltar que los trabajos empíricos llevados a cabo señalan tanto la existencia de mercados eficientes en sentido débil, como la obtención de rendimientos extras mediante el aprovechamiento de la información privilegiada. El reflejo en los precios de la información que se establece en los mercados eficientes (en sentido débil o fuerte) y el uso de información privilegiada por parte de algunos agentes (en mercados con eficiencia débil) son la base teórica que amparan el uso de la vigilancia de los mercados de valores con fines antiterroristas. Una adaptación del modelo de microestructura de mercados de Kyle (1985) al problema de obtención de información antiterrorista mediante la observación de los precios en los mercados de valores puede verse en Navarrete (2004) ⁽⁶¹⁾, donde se muestran de forma muy estilizada la existencia de las bases teóricas para obtener información de Inteligencia de las operaciones en los mercados de valores y las interrelaciones entre los conceptos de liquidez, impacto sobre los precios de la información privilegiada, beneficios económicos derivados de estas estrategias, etc.

La detección del uso de información privilegiada

y manipulación de mercado en los mercados de valores

Independientemente de su utilidad para la extracción de información de Inteligencia, la detección y persecución del uso de información privilegiada ha sido una cuestión de profundo interés para los reguladores y supervisores de los mercados de valores de todo el mundo por su repercusión en la eficiencia y transparencia de los mercados puesto que, como bien señala Baena (2002), los organismos supervisores han sido unánimemente refractarios a las

argumentaciones del grupo de académicos que preconizan la legalización del uso de información privilegiada como forma de incrementar la eficiencia informativa de los mercados ⁽⁶²⁾ pero la aplicación real de esta legislación ha sido tardía y escasa, hasta el punto que en Estados Unidos el primer caso al que se le aplicó la legislación de 1934 data de 1961, dada la dificultad de la prueba. Sin embargo para la obtención de información de Inteligencia, la cuestión de la prueba es casi irrelevante puesto que se trata de obtener un sistema de alerta temprana antiterrorista, asumiendo los errores de falsas alarmas. La legislación básica que define y ampara toda la actuación de los supervisores de los mercados de valores de la Unión Europea en la detección y persecución de estas prácticas es la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). Esta legislación, realizada con posterioridad al 11-S, define la información privilegiada y los hechos constitutivos de manipulación del mercado -y que conjuntamente constituyen el abuso de mercado- y ya incluye de forma explícita el manejo de información privilegiada proveniente de actividades delictivas. El texto legal incluye provisiones importantes para el objeto de este trabajo como es el establecimiento de una autoridad nacional administrativa única encargada de garantizar la aplicación de la legislación en cada Estado miembro y la obligación de ésta a colaborar con el resto de autoridades en la Unión Europea, dada la profunda interrelación existente entre los mercados; así como la obligación por parte de los operadores de los mercados de avisar con prontitud a la autoridad competente cuando sospechen razonablemente que una operación puede constituir abuso de información privilegiada o manipulación de mercado. No obstante, cabe argumentar que esta última provisión, al igual que aquellas que prohíben el uso de información privilegiada,

⁶¹ Los desarrollos matemáticos del modelo (no publicados en este artículo) pueden pedirse al autor mediante el correo electrónico fernandonavarrete@estrategia-global.com

⁶² En este sentido, la profusión de leyes regulando el uso de la información en los mercados de todo el mundo es abundante. Sin embargo no debe olvidarse que en la mayoría de ellos la reglamentación es bastante reciente y su aplicación escasa. En este sentido cabe señalar que de los 103 países que cuentan con mercados de valores, en 87 de ellos se encuentra legislación acerca del uso de información privilegiada. El primero en contar con esta legislación fueron los EEUU en 1934. Posteriormente Canadá y Francia en 1966 y 1967 respectivamente, pero en la mayoría de países de la UE esta legislación data de principios de los noventa.

no van a ser muy efectivas dados los escasos incentivos a cumplirlas. Sin embargo, abren los canales para una comunicación entre operadores y autoridades que quizás pudiera ser explotada de forma más eficiente, al igual que la prohibición del uso de información privilegiada es utilizada de forma indirecta para la obtención de información de Inteligencia.

Al amparo de esta legislación, la autoridad administrativa supervisora lleva a cabo una constante labor de escrutinio de los mercados en la búsqueda de operaciones susceptibles de ser catalogadas como abuso de mercado. Como se ha apuntado anteriormente, las provisiones legales y los sistemas de información y seguimiento puestos en práctica por los supervisores se han centrado históricamente en la detección y evitación del abuso de mercado por parte de los directivos de las empresas y otros *insiders*, siendo así que el tratamiento que la Directiva propone para la información privilegiada proveniente del terrorismo no es diferente al que se propugna para cualquier otra información privilegiada. Sin embargo, la diferente naturaleza de ambos fenómenos requiere procedimientos muy diferentes. Los sistemas para la detección del abuso de mercado por *insiders* tradicionales deben cumplir con la doble función de ser:

1. Disuasorios mediante su credibilidad y sistema sancionador.
2. En el caso de no disuadir el abuso de mercado, permitir la identificación y sanción de los autores.

Para estos objetivos los sistemas pueden basarse en una detección *ex post* del fenómeno. Según este esquema tradicional de detección, una vez se ha anunciado públicamente un “hecho relevante” que potencialmente puede afectar a la cotización de los valores, la autoridad supervisora revisa las operaciones realizadas en los días previos al anuncio público en busca de operaciones de aquellos que, por razón de su cargo o por su relación con éstos, pudieron haber tenido acceso a la información con anterioridad al conjunto del mercado con el fin de poder aplicar, en su caso, las sanciones pertinentes. Este esquema es el que se siguió con posterioridad a los ataques del 11-S para determinar que hubo aprovechamiento de información

privilegiada. Claramente el sistema es inoperante para la obtención de información útil de Inteligencia sobre la base de las operaciones de refinanciación realizadas por las organizaciones terroristas. Para poder explotar eficazmente el contenido informativo de dichas operaciones se debe tender a un esquema de seguimiento continuado y un sistema de alertas que den un aviso *ex ante* de la posible existencia de un uso de información privilegiada.

El gran reto que supone pasar de un esquema de vigilancia *ex post* a uno *ex ante* se justifica no sólo por su incidencia en la obtención de información de posibles estrategias de refinanciación, sino también por su mayor eficacia para la consecución de los objetivos prioritarios de los supervisores de valores. Un esquema *ex ante* tiene un mayor efecto disuasor por lo que se incrementa la confianza en los mercados. Por este motivo varios supervisores de los mercados de valores están dando los pasos necesarios para pasar de un esquema a otro, creando por tanto las herramientas para la lucha antiterrorista. Destaca en este sentido el proceso iniciado por la FSA (*Financial Services Authority*) británica para la sustitución de su sistema SABRE (*Surveillance and Automated Business Reporting Engine*) por otro de nueva generación enfocado a la obtención de información *ex ante*. El sistema SABRE fue el que con posterioridad al 11-S permitió analizar las operaciones realizadas en torno a esos sucesos y permitió responder a las demandas de información realizadas por las autoridades de otros países (FSA [2003a]). El sistema SABRE permite actualmente a la FSA obtener las siguientes funcionalidades, entre otras:

- Obtención de información gráfica relativa a los volúmenes y tipo de operaciones llevadas a cabo por cada empresa de servicios financieros.
- Obtención de informes sobre las operaciones realizadas con determinados valores.
- Obtención de informes sobre la actividad inversora de clientes individuales.
- Análisis de la rentabilidad de las inversiones de clientes individuales.

Dada la incapacidad del actual sistema para generar un sistema de alertas capaz de guiar a los analistas en qué información debe ser analizada de forma prioritaria, la forma de decidir qué información solicitar al sistema para ser analizada se basa en el juicio previo del analista, las informaciones procedentes de los organismos rectores de cada uno de los mercados y que tienen la capacidad para vigilar sus mercados en tiempo real y, por último, pero quizás más importante, de los avisos proporcionados por los propios operadores de los mercados. Los actuales sistemas de vigilancia también carecen de la capacidad de comparar patrones preprogramados de actividad considerada usual con los patrones de comportamiento efectivo, en la búsqueda de posibles comportamientos atípicos que reflejen abuso de mercado. Todas estas deficiencias aconsejan la sustitución de estos sistemas por otros que sean capaces de afrontar las siguientes capacidades:

- Analizar elevados volúmenes de información.
- Proporcionar informes predefinidos y automatizados.
- Definir informes a medida por parte de los usuarios.
- Exportar la información a otros sistemas informáticos.
- Proporcionar análisis estadístico-matemático de los datos.
- Proporcionar alertas sobre el uso de información privilegiada-manipulación de mercado en base a reglas predefinidas de complejidad variable.

Para garantizar una detección pronta y eficaz del abuso de mercado es fundamental la última de las capacidades señaladas. Los sistemas debieran ser capaces de generar alertas sobre el uso de información privilegiada sobre la base de criterios predefinidos pero flexibles como:

- Transacciones que conduzcan a un cambio significativo en la cotización de los valores.
- Incrementos súbitos en el volumen de transacciones en un instrumento.

- Transacciones realizadas anticipadamente a un “hecho relevante”.

Como se puede observar sólo los dos primeros criterios permitirían una detección *ex ante*. La necesidad de mejora del tratamiento estadístico-matemático será el que permitiría generar alertas sobre la base de las desviaciones de las cotizaciones de los instrumentos respecto a su evolución esperada. Adicionalmente, la explotación de la información en el ámbito de empresa supervisada, e incluso en el ámbito de cliente individual, permitiría la comparación de la evolución entre las actividades desarrolladas por los individuos con unos perfiles de comportamiento según tipologías preestablecidas.

La importancia de contar con sistemas de seguimiento y alerta avanzados con las capacidades arriba expuestas se acrecienta aún más si se tienen en cuenta que los incentivos existentes para que las empresas de servicios de inversión declaren aquellas operaciones sospechosas de ser realizadas con información privilegiada son pequeños. Según un informe de la consultora Ernst & Young citado en FSA (2003b), estos escasos incentivos se pueden asociar al miedo a la publicidad adversa y a la percepción de los clientes y accionistas. La debilidad de los actuales sistemas se basa precisamente en que el punto inicial de información necesario para que comience la labor de investigación, o bien tiene lugar con posterioridad a los acontecimientos, o bien se basa en fuentes de información potencialmente muy fiables pero que no son ni sistemáticas ni muchas veces tienen los adecuados incentivos para proporcionar la información necesaria.

Para comprender la dificultad de la tarea marcada como objetivo hay que señalar que el número de informes de operaciones recibidos por la FSA se encuentra en el entorno de los 1,4 millones diarios. Hay que señalar que la FSA, junto con la SEC (*Securities and Exchange Comisión*) norteamericana, como organismos supervisores encargados de la supervisión de las dos mayores plazas financieras del Mundo, son las que trabajan con un mayor volumen de información y las que también con mayor probabilidad se encontrarán en el futuro con operaciones de refinanciación terrorista llevadas a cabo en sus mercados. Como se puede observar, el volumen de información a

tratar exige necesariamente la mejora en la automatización en la generación de alertas.

Si los únicos agentes que hiciesen uso de información privilegiada en los mercados fuesen las organizaciones terroristas, entonces la aplicación directa de los métodos de detección *ex ante* que estableciesen las Unidades de Vigilancia de Mercados (UVM) de los organismos supervisores de los mercados, proporcionaría el subconjunto de operaciones susceptibles de ser analizadas para la obtención de información antiterrorista. Sin embargo otros agentes también operan con información privilegiada por lo que para obtener información antiterrorista útil es necesario establecer una fase de discriminación intermedia. En esta fase intermedia se tratará de distinguir, de entre todas las operaciones sospechosas de venir provocadas por el uso de información privilegiada, aquellas que potencialmente provengan de organizaciones terroristas cuyo ánimo sea lucrarse de la posesión de dicha información. En esta fase será crucial la participación de las Unidades de Inteligencia Financiera (UIF) con sus instrumentos preparados para la lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo.

El papel del blanqueo de capitales

y la lucha contra la financiación del terrorismo

Tras el 11-S ha cobrado gran importancia la legislación referida al blanqueo de capitales y que en octubre de 2001 fue internacionalmente ampliada para la lucha contra la financiación del terrorismo. Hay que señalar que estas reglamentaciones están más dirigidas hacia la financiación tradicional del terrorismo que hacia la detección del uso de información privilegiada por organizaciones terroristas pero, no obstante, su utilidad será crucial en la etapa intermedia de discriminación. La importancia creciente de esta legislación se puso de manifiesto en Estados Unidos con la promulgación de la *USA Patriot Act of 2001*. En el ámbito internacional el Grupo de Acción Financiera sobre el Blanqueo de Capitales (GAFI/FATF) emitió en octubre de 2001 y junio de 2003 respectivamente las recomendaciones especiales sobre la financiación del terrorismo y la revisión a las 40 recomendaciones. Para distinguir de entre

todas las operaciones realizadas con información privilegiada, aquellas provenientes de organizaciones terroristas, resulta especialmente útil la recomendación especial cuarta, referente a la obligación de las entidades financieras de informar sobre las transacciones sospechosas de estar relacionadas con la financiación del terrorismo. Para poder llevar a cabo esta obligación es necesario ejecutar con anterioridad un proceso de *due diligence* que permita conocer al cliente de los servicios financieros. Estos procesos de “conozca a su cliente” se basan en la identificación de una serie de parámetros de los clientes y de sus operaciones basada en fuentes de información y documentación fiables e independientes.

En el caso de que no se pudiese completar satisfactoriamente la *due diligence* o que en el transcurso de la evaluación hubiese la sospecha de que los fondos pudiesen proceder de una organización terrorista, entonces la institución financiera debería proceder a informar del hecho a la UIF. Resulta especialmente importante que el envío del informe a la UIF sea previo a cualquier medida tendente al bloqueo de los valores o a poner fin a la relación comercial con el cliente. Así pues, las autoridades deben afrontar el dilema entre dejar operar a la organización terrorista en los mercados, con el fin de intentar inferir información que pueda conducir al desbaratamiento de sus ataques (con el riesgo de que no se consiga y que la organización acreciente su potencial económico), frente a la incautación de todos los fondos sospechosos de proceder de organizaciones terroristas (perdiendo una valiosa fuente de información).

Respecto a la capacidad efectiva de las instituciones financieras como fuentes sistemáticas y fiables de información respecto a la financiación del terrorismo cabe ser escéptico por los mismos motivos reputacionales que cuando nos referíamos al uso de información privilegiada, a pesar de las obligaciones legales de remisión de información y del establecimiento de controles internos que impone la normativa y las actuaciones supervisoras. Tras el 11-S, no obstante, los informes de la FSA indican áreas de progreso en este sentido.

No obstante lo anterior, cabe resaltar que el argumento reputacional es generalmente válido para las organizaciones y para la alta dirección pero no

tanto para los empleados clave en el proceso de contratación de valores: los operadores. Por ellos pasa el flujo de información contenido en las órdenes de compra y venta, y lo que es más importante, su capacitación y experiencia les coloca en una posición óptima para conocer la naturaleza y propósito de las operaciones. Además están, por regla general, poco vinculados con la cultura empresarial de sus empresas por lo que se caracterizan por una alta movilidad en busca de mayores remuneraciones. Así, estos empleados tienen la información y la capacidad para, en principio, poder proporcionar a las UIF y UVM una información concreta, sistemática y de utilidad de cara a la identificación de operaciones sospechosas de estar vinculadas con el blanqueo, la financiación del terrorismo o el abuso de mercado. Pero, ¿qué incentivo real tienen para ello? El elevado componente variable de su remuneración les hace perseguir la máxima rentabilidad sin tener incentivos a preocuparse por la naturaleza de las operaciones que pudieran estar viendo en sus pantallas. Sin embargo, ese mismo esquema retributivo variable induce una tremenda volatilidad en sus ingresos por lo que pudieran resultar sensibles al cobro de comparativamente modestas cantidades fijas a cambio de proporcionar sistemáticamente informes relativos a evoluciones sospechosas en los mercados en los que operan.

Con el fin de obtener con la máxima rapidez y eficacia informes relativos a operaciones sospechosas, resulta clave aprovechar el conocimiento privilegiado que, por encima de supervisores y UIF, poseen los propios participantes del mercado. Pero para que este canal de información sea fluido y eficaz debe de existir una cobertura legal que ampare al informante de operaciones sospechosas. A este respecto la recomendación décimo cuarta del FATF/GAFI resulta especialmente interesante ya que en su letra a) recomienda que las instituciones financieras, sus directivos, ejecutivos y empleados deberían estar protegidos legalmente de cualquier responsabilidad civil o criminal por la ruptura de cualquier cláusula de confidencialidad impuesta por contrato o mediante provisión legal o regulatoria, si el informe está proporcionado de buena fe a la UIF, incluso en el caso de que el informante desconozca de manera precisa la actividad delictiva concreta, e

independientemente de si la mencionada actividad delictiva realmente tuvo lugar.

Las UIF: el grupo de Egmont

La información necesaria para apoyar las investigaciones contra la financiación del terrorismo a menudo necesitan de la concurrencia de múltiples conocimientos específicos tales como el conocimiento de las leyes y de las regulaciones, una elevada capacidad de investigación y análisis y, sobre todo, el conocimiento profundo en temas de banca, finanzas, contabilidad, etc. La financiación del terrorismo y el blanqueo de capitales no dejan de ser, después de todo, fenómenos económicos (eso sí al servicio del crimen). De hecho, para la obtención de financiación los terroristas utilizarían las prácticas existentes en los mercados financieros (y también la falta de comprensión de éstas por las fuerzas de seguridad) para llevar a cabo sus objetivos, como se señala en el preámbulo la propia *Patriot Act of 2001*. La siempre permanente escasez de recursos implica una necesaria especialización en las agencias encargadas de la lucha contra la financiación del terrorismo para en conjunto poder obtener un enfoque multidisciplinar y comprensivo. Las UIF pueden servir para superar la renuencia de las instituciones financieras a proporcionar a las autoridades gubernamentales o a las fuerzas de seguridad información que pudiera estar relacionada -pero que no fuese totalmente indicativa- con actividades de financiación del terrorismo. Del mismo modo las UIF sirven para superar las barreras al intercambio de información al centralizar a nivel nacional la lucha contra la financiación del terrorismo y permitir un rápido intercambio internacional a través del grupo de Egmont. Este grupo internacional que agrupa a 84 países miembros ⁽⁶³⁾, representado cada uno por su respectiva UIF, permite el intercambio seguro de información a través de sus estrictos protocolos de intercambio. Este rápido intercambio de información es crucial en la etapa de Inteligencia (o de preinvestigación) dentro del propio proceso de persecución del terrorismo dada la velocidad a la que se pueden mover los fondos de una parte a otra del globo. Al mismo tiempo, las UIF están

⁶³ Contando con las nuevas incorporaciones realizadas en el último plenario del grupo Egmont en Australia en julio de 2003. España se encuentra representada por el SEPBLAC.

encargadas de que la información de inocentes obtenida al amparo de sus investigaciones no sea utilizada por otras autoridades (por ejemplo con fines fiscales) ya que ello arruinaría el canal privilegiado de comunicación con las instituciones financieras.

Las UIF reciben de las instituciones financieras informes sobre clientes para los que las *due diligences* no han podido ser completadas satisfactoriamente y también podrían llevar a cabo, dependiendo de las competencias y del modelo organizativo concreto, peticiones concretas de información a las propias instituciones financieras basadas en información proveniente de otras UIF extranjeras, de informes proporcionados por los Servicios de Inteligencia sobre la estructura de la trama financiera de las organizaciones terroristas o por sospechar la propia UIF que determinada operación, reportada por la UVM del organismo supervisor correspondiente, es sospechosa de ser parte de una operación de refinanciación del terrorismo.

La coordinación entre UVM, UIF y Servicios de Inteligencia

para la obtención de información de Inteligencia

Recopilando, podemos observar que las organizaciones terroristas tienen a través de las operaciones de refinanciación de sus acciones terroristas una poderosa arma para poder autofinanciar atentados de un elevado poder destructivo mediante el aprovechamiento de información privilegiada en los mercados de valores. Por otra parte, existen las UVM de los organismos supervisores de los mercados de valores encargadas de recibir de modo masivo informes sobre todas las operaciones registradas en los mercados bajo su supervisión y, a su vez, encargados de detectar y perseguir el abuso del mercado. Igualmente existen unas UIF que, encargadas específicamente de la lucha contra el blanqueo de capitales y la financiación del terrorismo, tienen un conocimiento privilegiado sobre las redes de financiación de las organizaciones terroristas a través de su interlocución con el sistema financiero. Esto las coloca en una posición muy favorable para discernir si una operación sospechosa de hacer uso de información privilegiada puede proceder o no de la rama financiera de alguna organización terrorista. Finalmente se encuentran

los Servicios de Inteligencia que, con un conocimiento más de primera mano de las ramas operativa y financiera de las organizaciones terroristas, debieran de ser las encargadas de proveer constantemente de información sobre la rama financiera de las organizaciones terroristas a las UIF para que éstas pudieran realizar un seguimiento más pormenorizado las operaciones financieras realizadas a través del sistema financiero internacional.

La internacionalización de las operaciones financieras relacionadas con las estrategias de refinanciación del terrorismo exige un alto grado de cooperación internacional. A su vez, la elevada complejidad del proceso de detección del uso de información privilegiada asociado a la financiación del terrorismo exige un altísimo grado de cooperación a nivel nacional entre los distintos organismos implicados (Servicios de Inteligencia, UVM de los organismos supervisores y UIF) debido a la necesidad de utilizar las habilidades y capacidades específicas de cada uno de estos organismos para poder operar con eficiencia dada la escasez de recursos humanos y técnicos existentes. La información debe poderse recopilar e interpretar en el plazo de escasos días para que se puedan poner en práctica las medidas operativas necesarias para desbaratar el plan terrorista. Todo ello incide en la necesidad de un alto grado de coordinación que facilite la comunicación y la fluidez de la información hasta el analista final de los Servicios de Inteligencia encargado de interpretar operativamente la información procedente del posicionamiento de las organizaciones terroristas en los mercados de valores.

Un esquema que refleje la complejidad del problema y la necesidad de mejorar la coordinación la puede dar la figura 7, donde por simplicidad se ha obviado la necesaria coordinación internacional entre organismos homónimos y la coexistencia a nivel nacional de múltiples organismos con las funciones representadas en esta figura por uno sólo. La complejidad del esquema de coordinación deriva de la necesidad de poder aprovechar al máximo las capacidades analíticas y los procedimientos ya implantados en diversos organismos y agencias con el fin de evitar duplicidades. Pero al mismo tiempo, la necesidad de tener que operar con un alto nivel de eficacia, dado lo exiguo del tiempo de respuesta entre la realización del posicionamiento especulativo y la comisión del atentado terrorista, exige unos mecanismos de transmisión de

la información relevante que sean extremadamente rápidos y flexibles entre los tres actores principales en la recolección de la información (UVM, UIF y Servicios de Inteligencia), al igual que entre las instituciones financieras (y sus empleados) con éstos.

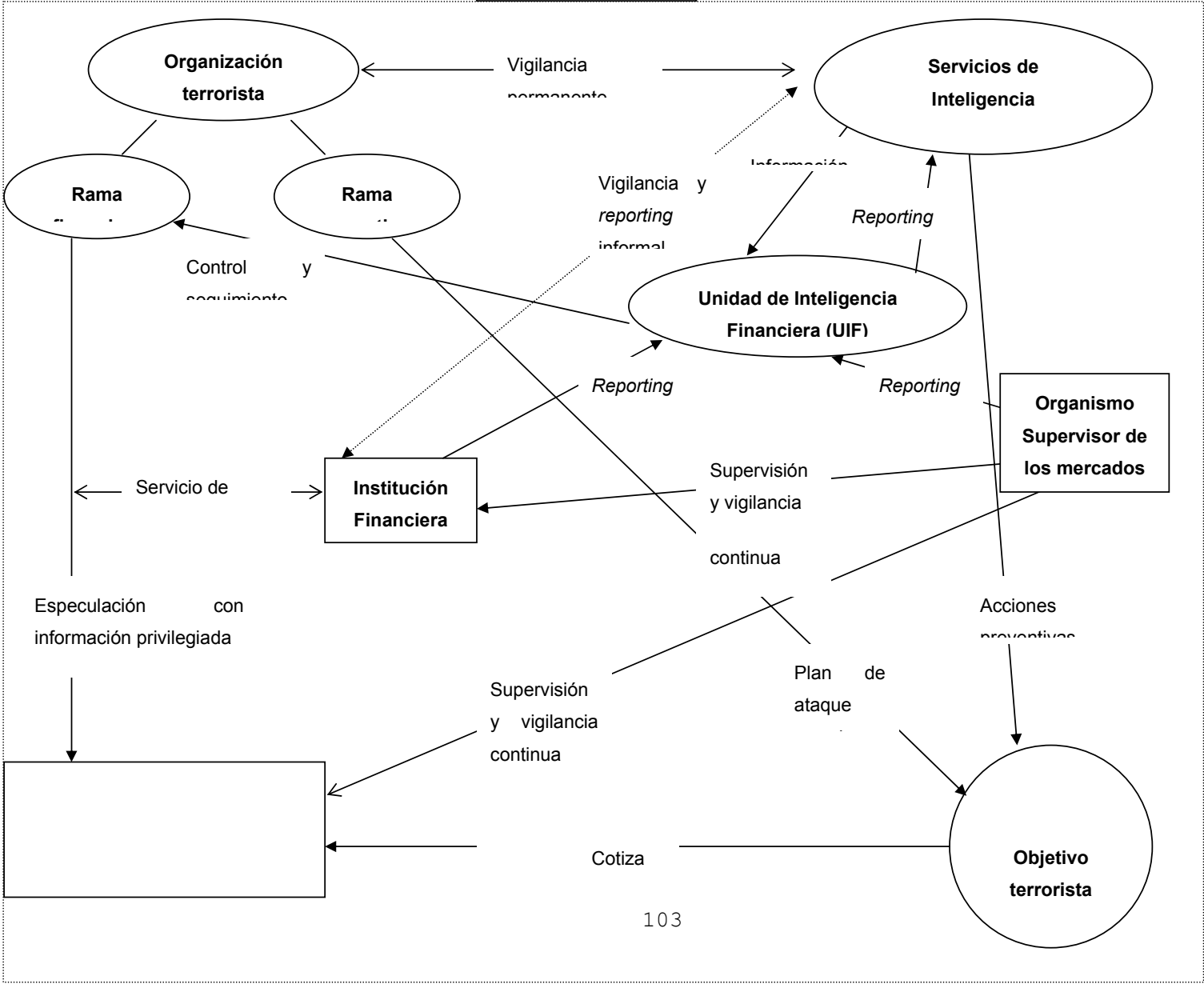
Resulta previsible que la primera señal de alerta sobre la comisión de una estrategia de refinanciación parta de las UVM a través del sistema de alertas automatizado que se describió en el apartado “La detección del uso de información privilegiada” p. 00. Cualquier alerta del sistema debiera ser transmitida inmediatamente a la UIF acompañada de toda la información relevante del caso en poder de la UVM (lo que en algunos casos podría incluir el informe del propio operador que realizó la operación), sin perjuicio de que el organismo supervisor del mercado comience sus lentas actuaciones administrativas contra el abuso del mercado. Inmediatamente la UIF debiera proceder al estudio de la operación-conjunto de operaciones sospechosas de estar amparadas por el uso de información privilegiada, con el fin de determinar si tras estos movimientos se puede encontrar una trama financiera terrorista. Para ello, las UIF debieran tener un conocimiento totalmente actualizado de los procedimientos y canales usados por las redes terroristas a nivel internacional, al igual que un canal privilegiado de interlocución con las instituciones financieras y sus operadores con el fin de poder obtener la información adicional que fuese precisa de manera ágil. Para poder obtener el mapa completo y actualizado de las tramas financieras terroristas debiera existir un diálogo fluido y constante entre los Servicios de Inteligencia y las UIF con el fin de actualizar mutuamente su nivel de comprensión sobre el fenómeno terrorista (al menos en sus aspectos económico-financieros). Este conocimiento debiera servir para discriminar entre el “uso tradicional” de la información privilegiada y el vinculado al terrorismo y, además, para poder asignar la operación de refinanciación a alguna trama financiera terrorista concreta con el objeto de facilitar la posterior tarea de análisis por parte de los Servicios de Inteligencia. Sin embargo, resulta previsible que la tarea de asignación de la operación sospechosa a alguna trama terrorista concreta recaiga, en no pocas ocasiones y a pesar del conocimiento especializado de la UIF, en los propios Servicios de

Inteligencia dada su mayor perspectiva respecto al panorama estratégico antiterrorista.

En el caso de que la UIF sospeche que el uso de informaciones privilegiadas proviene de algún *insider* de la empresa o los mercados, esta información no debería ser comunicada a la UVM por el deber de confidencialidad de la UIF y tampoco se debiera informar de ello a los Servicios de Inteligencia para no aumentar innecesariamente la carga de trabajo de sus analistas. En este caso la autoridad supervisora del mercado continuará con los trámites del proceso administrativo por abuso de mercado contra el infractor.

Hasta ahora se ha comentado el procedimiento de actuación cuando el primer aviso surge del seguimiento y vigilancia de los mercados de valores establecidos por la UVM y dicha operación debe pasar a través de la UIF para que ésta discrimine la procedencia de la información privilegiada objeto de especulación en el mercado y, en su caso, informe a los servicios de Inteligencia para que éstos tomen las medidas oportunas. Pero la detección de la estrategia de refinanciación puede ser realizada directamente por la UIF o por los propios Servicios de Inteligencia como fruto de su vigilancia y seguimiento continuado de las tramas terroristas, facilitando con ello la velocidad en la diseminación e interpretación de la información y reduciendo también los plazos al pasar por alto ciertas etapas del proceso anteriormente descrito. Sin embargo, que se alcance ese conocimiento de primera mano exige un grado de conocimiento y penetración en la organización terrorista que no es previsible que se dé frente a las nuevas amenazas hasta dentro de algunos años. El hecho de que la alerta que puede proporcionar la vigilancia de los mercados de valores no dependa exclusivamente de un alto grado de penetración en la organización terrorista aumenta el valor de esta fuente de información, ya que en cierta medida se puede hablar de una fuente abierta de Inteligencia.

Diagrama 1



La obtención de Inteligencia de la información

de los mercados de valores

Respecto al potencial informativo de las operaciones financieras de refinanciación, cabe resaltar que más allá de su utilización para ahondar en el conocimiento de las personas vinculadas a la rama financiera de la organización terrorista, también pueden ser, en el caso de ser adecuadamente analizadas, de gran utilidad para la lucha contra la rama operativa de la propia organización terrorista. Al final del proceso de obtención de información, comentado a lo largo de las secciones anteriores, se debería encontrar un analista de los Servicios de Inteligencia con los suficientes conocimientos económico-financieros y sobre las capacidades operativas, organizativas y los objetivos de las organizaciones terroristas como para poder ser capaz de interpretar la información financiera que se le presente y poder proporcionar a las autoridades informes concretos que faciliten la toma de decisiones en la asignación de recursos y en la determinación de los niveles de alerta en la lucha antiterrorista.

La ausencia de informes concretos es constantemente señalada como el punto débil de la información disponible en la lucha contra las acciones terroristas. A este respecto las declaraciones del vicealmirante Wilson al frente de la DIA (*Defense Intelligence Agency*), ante el Comité de Inteligencia del Senado de Estados Unidos en febrero de 2002 son muy ilustrativas:

“Si bien la capacidad de recopilación de información de los Servicios de Inteligencia de Estados Unidos eran capaces de proveer generalmente una buena imagen estratégica de la amenaza terrorista incluyendo las capacidades, intenciones, estructura y áreas de operaciones de los grupos terroristas, por lo general no son capaces de proporcionar avisos tácticos sobre futuros ataques. Por ejemplo, la Comunidad de Inteligencia puede afirmar que la planificación de un ataque terrorista está cerca de culminarse. Sin embargo, a menudo carece del conocimiento profundo suficiente como para proporcionar los datos específicos sobre dónde o cómo se llevará a cabo el ataque.

La Comunidad de Inteligencia ha necesitado y continúa necesitando un cuerpo especializado de personal altamente cualificado y motivado que desarrolle los análisis contra el objetivo terrorista. Consistente con esto último es la necesidad de

tener una información más detallada, la mejora en la diseminación de la información entre las diferentes agencias y la mejora en la automatización.[...]

Una lección importante para la Comunidad de Inteligencia es el compartir las fuentes abiertas de información. Estamos combatiendo un enemigo flexible - ciertamente más flexible que la estructura de la Comunidad de Inteligencia- y con presencia global. Para combatir de forma más efectiva a este enemigo los analistas de Inteligencia deben ser capaces de tener acceso a todas las fuentes de información para proporcionar una verdadera imagen completa de la amenaza terrorista.

Una última puntualización a realizar también incide en el punto anterior: las tecnologías de la información. A medida que el gobierno proporciona más medios en la lucha contra el terrorismo, incluyendo dinero para más analistas y personal encargado de la obtención de información, esperamos que la información ligada al terrorismo continúe creciendo. El nivel de información que inunda a los analistas es actualmente uno de los grandes problemas que debemos afrontar. Para ayudar a los analistas a bucear entre montañas de datos cada vez más grandes, la Comunidad de Inteligencia debe desarrollar e introducir herramientas mejoradas para buscar y filtrar toda esta información.”

El potencial informativo que se puede obtener del análisis del posicionamiento financiero de las organizaciones terroristas que realicen estrategias de refinanciación, depende del grado de conocimiento previo sobre sus capacidades, objetivos e intenciones. La información así obtenida debe insertarse en el panorama estratégico de la amenaza terrorista para poder extraer la información específica que contiene. La estrategia financiera de refinanciación contiene potencialmente toda la información en posesión de los terroristas sobre el objetivo, medios, magnitud y fecha de la acción terrorista que se pretende refinar. Los contratos de opciones de venta, de préstamo de valores o de futuros tienen unas fechas límite para las cuales la posición especulativa se liquidará con ganancia si las acciones bajan antes de dicha fecha. Así pues, observando las características de plazos de los contratos, los Servicios de Inteligencia tienen una fecha límite antes de la cual debería producirse el atentado objeto de refinanciación. De hecho, dado que la organización terrorista intentará minimizar el tiempo de reacción disponible para la toma de las oportunas medidas antiterroristas, cabe argumentar que como en el 11-S las operaciones de refinanciación se realizarán por lo general escasos días antes de

la fecha de comisión del atentado, por lo que su detección puede ser tomada como una señal fiable de alerta temprana que debiera incrementar el grado de alerta antiterrorista. El emisor del valor objeto de especulación puede considerarse como un objetivo (directo o indirecto) de la acción terrorista. Como se puede observar este tipo de alertas son muy útiles ya que se refieren a datos concretos que permiten tomar decisiones respecto a las prioridades y la asignación de los recursos antiterroristas, siempre escasos, en base a informaciones concretas de alerta. Por todo ello, la vigilancia e interpretación de las operaciones de refinanciación en los mercados de valores pueden tener una gran importancia para la configuración del panorama táctico de la amenaza terrorista.

Interpretar la información contenida en unos posicionamientos financieros requiere:

1. La comprensión de sus implicaciones financieras.
2. El conocimiento de los planes generales de actuación de la organización terrorista en sus aspectos operativos que servirán de guía en la interpretación.

Para aclarar lo anterior quizás pueda resultar útil un ejercicio de simulación sobre cómo hubiese podido actuar el mecanismo de vigilancia e interpretación de la información proveniente de los mercados de valores en el caso de que hubiese estado en marcha antes del 11-S.

Con el establecimiento de las provisiones contra el blanqueo de capitales y financiación del terrorismo así como de las obligaciones e incentivos para la remisión de información establecidos actualmente, la FinCEN (*Financial Crimes Enforcement Network*) hubiera obtenido, bien directamente del operador del mercado que introdujo las ordenes (Alex Brown, filial del grupo Deutsche Bank), o bien a través de la SEC (*Securities and Exchange Commission*) como consecuencia del sistema de alertas automatizadas, un informe sobre la realización de operaciones sospechosas de estar basadas en información privilegiada potencialmente susceptible de provenir de una organización terrorista. En este punto la FinCEN debería de poseer suficiente información, proporcionada por los servicios de Inteligencia y por las propias instituciones financieras, para discernir que efectivamente el movimiento especulativo provenía de la trama financiera ligada a Al Qaeda y no a un “mal uso tradicional” de información por parte de algún *insider* de los mercados. Inmediatamente se hubiese procedido a informar a los Servicios de Inteligencia sobre la naturaleza financiera de la operación, sobre la red terrorista a la que potencialmente estaría vinculada y sobre cualquier otro extremo

relevante. Con toda esta información, los Servicios de Inteligencia podrían haber sido capaces de procesarla e incorporarla a su panorama estratégico con el fin de obtener información concreta sobre la acción que estaba siendo objeto de refinanciación. Para ilustrar este punto podemos suponer que de haber tenido información concreta sobre la comisión de un atentado de gran magnitud (como indicaba la especulación contra el sector reasegurador) la semana antes del 11-S y que se iban a ver involucrados los intereses de compañías de transporte aéreo, los servicios de Inteligencia hubiesen adoptado planes de contingencia reforzando las medidas de seguridad en aeropuertos e incrementando la vigilancia de potenciales sospechosos. Pero resulta muy fácil argumentar en este sentido *a posteriori*, una vez conocidos los hechos. Por ello hay que reconocer que las informaciones provenientes de los mercados de valores sólo pueden interpretarse sobre la base de unos *a priori*s basados en el conocimiento de los planes, capacidades y líneas de actuación de la organización terrorista y que permitan a la información financiera responder a los elementos concretos clave que quizás otras fuentes de información no han sido capaces de proporcionar. Así, en el caso del 11-S, la estrategia de refinanciación señalaba claramente a los aviones de American y United Airlines como involucrados en la operación y ésta hubiese sido una información sumamente útil para haber concentrado esfuerzos para la evitación de los ataques.

La vigilancia y seguimiento de las operaciones de refinanciación atacan de raíz el principal problema de la ausencia de fuentes de información que puedan proporcionar información concreta que sirva de alerta previa sobre la comisión de atentados. El complejo sistema de coordinación entre agencias vuelve a incidir en el problema que ya señalaba el vicealmirante Wilson en su comparecencia ante el Senado de Estados Unidos: los obstáculos a la diseminación de la información entre los miembros de la Comunidad de Inteligencia. En este caso se presenta como un escollo adicional el escaso plazo disponible entre la realización del movimiento especulativo y la comisión del atentado, lo que si cabe pone aún más el acento en la necesidad de mejorar los protocolos y la fluidez en los canales de comunicación. Respecto a la necesidad de sistemas automatizados con capacidades mejoradas y basados en las nuevas tecnologías de la información y las comunicaciones, ya se ha hecho mención al tema al argumentar sobre la ingente cantidad de información sobre la que tienen que operar las UVM. Por tanto la fuente de información que se propone en este trabajo está en relación con las cuestiones más candentes sobre la lucha antiterrorista dentro de la Comunidad de Inteligencia internacional.

No puede descartarse que ante la puesta en práctica de la vigilancia propuesta en los mercados de valores, las organizaciones terroristas procedan a realizar operaciones financieras no guiadas por ninguna información privilegiada con el fin de encubrir otras operaciones y confundir a los Servicios de Inteligencia. En todo caso, ello no debe entenderse como un motivo para no acometer la referida vigilancia sino para justo lo contrario. Si bien estas operaciones de distracción pueden minar la eficacia de los sistemas de vigilancia e interpretación puestos en marcha, no es menos cierto que han conseguido distraer recursos económicos de la organización terrorista que, en ausencia de estos mecanismos, se habrían aprovechado para la comisión de atentados. Si como respuesta a estos mecanismos de vigilancia e interpretación, las organizaciones terroristas decidiesen no acometer operaciones de refinanciación, cabe argumentar que, a pesar de que dichos mecanismos no servirán para obtener información que permitiría evitar futuros atentados, sí que habrán tenido un éxito rotundo debido a su capacidad de disuasión al cortar de raíz una fuente de obtención de recursos financieros para los terroristas. Por todo ello, parece necesario potenciar el establecimiento de los procedimientos necesarios para poder interpretar de manera eficaz la información proveniente de los mercados de valores y servir de base para obtener información concreta sobre futuras acciones terroristas o, en su caso, para la disuasión en la utilización de nuevas vías de financiación del terrorismo.

Posibilidades de actuación tras la detección de una operación de refinanciación

En el caso más favorable la información contenida en la estrategia de refinanciación, proporcionada por la UVM, UIF o los propios operadores, es correctamente interpretada por los Servicios de Inteligencia y puede dar lugar a las operaciones necesarias para desbaratar los planes terroristas. En este caso, adicionalmente, se consigue dar un fuerte golpe a la rama financiera de la organización puesto que al no producirse el movimiento de los valores, ante los cuales había especulado la organización, sus posiciones se liquidarían con abultadas pérdidas. La organización terrorista debe decidir entre hacer frente a las pérdidas incurridas, debilitando su posición financiera para la comisión de futuros atentados o no afrontarlas, dejando al descubierto todo su entramado financiero con la consiguiente pérdida de capacidad y estructura para las tareas de obtención de financiación. En ambos casos se habría conseguido, actuando sobre la base de la información financiera, el doble objetivo de debilitar a la organización terrorista en sus ramas operativa y financiera.

Sin embargo, en no pocas ocasiones la información obtenida por estos medios no podrá proporcionar suficientes datos concretos para abortar la acción terrorista, pero siempre habrán servido como elemento para actualizar el grado de alerta general ante la inminencia de una futura actuación terrorista. La información pudiera no ser suficiente por la incapacidad de encajarla en el panorama estratégico terrorista previo por ser éste incompleto o erróneo. Ante esta circunstancia, los detalles que debiera proporcionar el análisis de la información financiera no podrían servir como referencia para la adopción de medidas operativas concretas. En esta situación y ante la casi segura imposibilidad de poder actuar de manera eficaz contra la acción terrorista, los servicios de Inteligencia se encuentran frente al dilema de permitir que la UIF proceda con los trámites legales necesarios para la confiscación de los fondos (con lo que se perdería una valiosa fuente de información que pudiera ser muy útil en el futuro) o continuar con la vigilancia asumiendo que la organización terrorista va a ver incrementada de manera importante su capacidad financiera. Mientras la opción de la confiscación podría parecer la opción más natural y eficaz, debemos hacer notar que la rapidez con que se mueven los fondos a través del sistema financiero y la lentitud en los trámites legales para la confiscación no hacen, en el caso particular de las operaciones de refinanciación, a esta opción la más deseable. Por el contrario, una constante presión confiscatoria contra los métodos tradicionales de financiación terrorista no es sólo posible sino altamente deseable para que los terroristas sientan una gran presión a la hora de obtener fondos y necesiten apelar cada vez más a operaciones de refinanciación que pueden ser muy útiles para la obtención de información de Inteligencia. La no confiscación de los fondos está amparada por la recomendación vigésima séptima del GAFI/FATF contra el blanqueo de capitales y financiación del terrorismo que ampara este tipo de actuaciones de entrega vigilada.

En cualquier caso no se debe olvidar que el gran valor añadido de esta nueva fuente de información es su carácter táctico a la hora de proporcionar detalles de futuras operaciones terroristas así como su uso como sistema de alerta inmediata. No puede descartarse que precisamente esta concreción haga que esta fuente de información sea propensa a las falsas alarmas, máxime dada la complejidad existente en su obtención. Ello no debiera ser un obstáculo para su puesta en marcha puesto que las potenciales ganancias en información concreta superan los costes (en términos de incertidumbre) asociados a una fuente de información altamente especulativa basada en los juicios de los analistas. Ciertamente, el encaje de la información proveniente de los mercados de valores en el panorama estratégico terrorista general, se basa en la capacidad de

inducción del analista, por lo que es especialmente relevante la elevada cualificación del personal. El perfil de estos analistas debiera ser multidisciplinar ya que en un mundo de especialistas alguien debe hacer la labor de interpretar e integrar la información financiera en el panorama estratégico terrorista. En las fases anteriores del proceso de obtención de la información, los Servicios de Inteligencia se han apoyado en las capacidades específicas de las UVM, UIF y operadores como forma de conseguir con eficiencia la información necesaria; pero en la fase final de interpretación alguien debe de ser capaz de poner todas las piezas juntas. En el caso de las operaciones de refinanciación se da la circunstancia especial de que se tienen que poner juntas piezas de información de una gran complejidad individual y de naturaleza muy diversa, por lo que el reto de la capacitación del personal analista alcanza en este caso una importancia capital.

Bibliografía

1. Baena, Nuria (2002), "La regulación del abuso de Mercado en Europa y Estados Unidos", Monografía nº 1. 2002, Comisión del Mercado de Valores
2. Congress of the USA (2001), Uniting and Strengthening America by Providing Appropriate Tools Required to Intercept and Obstruct Terrorism Act of 2001
3. Defense Intelligence Agency (DIA) (2002), World Wide Threat Hearing in *Testimony of Vice Admiral Wilson before the Select Committee on Intelligence*
4. Department of the Treasury USA (2003), Annual Report to the Congress on Assets in the United States of Terrorist Countries and International Terrorism Program Designees, *Terrorist Assets Report Calendar year 2002*
5. Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado)
6. Directiva 93/22/CEE del Consejo, de 10 de mayo de 1993 relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables
7. Directiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero
8. Egmont Group (2003), Amendment to the Egmont Group Statement of Purpose
9. Egmont Group (2003), Information Paper on Financial Intelligence Units and the Egmont Group
10. Fama, Eugene F. (1991), "Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, 25, 383-417
11. Fama, Eugene F. (1991), "Efficient Capital Markets II", *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 5, 1575-1617
12. Financial Action Task Force on Money Laundering (FTAF/GAFI) (2003), The Forty Recommendations
13. Financial Action Task Force on Money Laundering (FTAF/GAFI) (2003), Freezing of Terrorist Assets International Best Practices
14. Financial Action Task Force on Money Laundering (FTAF/GAFI) (2001), Recomendaciones especiales sobre la financiación del terrorismo
15. Financial Services Authority (FSA) (2003), "Development of transaction monitoring systems", *FSA Discussion Paper 25*
16. Financial Services Authority (FSA) (2003), "Development our policy on fraud and dishonesty", *FSA Discussion Paper 26*
17. Financial Services Authority (FSA) (2003), Transaction reporting, Chapter 17 *FSA Handbook Release 025*
18. Interagency OPSEC Support Staff (1996), Intelligence Threat Handbook
19. Kennedy, Paul (2004), Auge y caída de las grandes potencias, Ensayo-Historia Ed. Debolsillo
20. Navarrete, Fernando (2004), "La vigilancia en los mercados de valores en la lucha contra el terrorismo internacional" mimeo
21. Romera, Manuel (2004), Aspectos financieros del 11 de septiembre, *Estrategia Global*, No. 3
22. Rozeff, Michael S. y Mir A. Zaman, (1988), "Market Efficiency and Insider Trading: New Evidence", *The Journal of Business*, Vol.61, No.1, 25-44
23. Sansó, Daniel (2004), El terrorismo del siglo XXI, *Estrategia Global*, No. 3
24. The Joint Forum (2003), Initiatives by the BCBS, IAIS and IOSCO to combat money laundering and financing of terrorism