

Universidad Nacional  
Facultad de Filosofía y Letras  
Sistema de Estudios de Posgrado  
Escuela de Literatura y Ciencias del Lenguaje  
Maestría Profesional en Traducción (inglés-español)

**La traducción como un metatexto**

Traducción e Informe de Investigación

Trabajo de graduación para aspirar al grado de  
Magíster en Traducción  
(Inglés-Español)

Presentado por  
**Marcell Lizano Navarro**  
Cédula #111930433  
Carné # 270015

2008

**Nómina de participantes en la actividad final  
del Trabajo de Graduación**

presentado por la sustentante  
**MARCELL LIZANO NAVARO**  
el día  
8 de noviembre de 2008

*Personal académico calificador:*

Dra. Judit Tomcsányi Mayor  
Profesora encargada  
Seminario de Traductología III

---

M.A. Catalina Domian Sánchez  
Profesora tutora

---

M.A. Sherry Gapper Morrow  
Coordinadora  
Plan de Maestría en Traducción

---

Sustentante:  
Marcell Lizano

---

## Advertencia

*La traducción que se presenta en este tomo se ha realizado para cumplir con el requisito curricular de obtener el grado académico de la Maestría en Traducción Inglés-Español, de la Universidad Nacional.*

*Ni la Escuela de Literatura y Ciencias del Lenguaje de la Universidad Nacional, ni el traductor, tendrán ninguna responsabilidad en el uso posterior que de la versión traducida se haga, incluida su publicación.*

*Corresponderá a quien desee publicar esa versión gestionar antes las entidades pertinentes la autorización para su uso y comercialización, sin perjuicio del derecho de propiedad intelectual del que es depositario el traductor. En cualquiera de los casos, todo uso que se haga del texto y de su traducción deberá atenerse a los alcances de la Ley de Derechos de Autor y Derechos Conexos, vigente en Costa Rica.*

A quienes me dieron la vida:  
Dios, papá y mamá

## Agradecimientos

Agradezco a Dios por haberme dado las fuerzas y la sabiduría para no rendirme y llegar hasta el final. Quiero expresar mi gratitud hacia las personas que me acompañaron a lo largo de todo el programa de maestría y a quienes me ayudaron en la elaboración de este proyecto, principalmente a:

Mis padres quienes han estado a mi lado siempre, me han respaldado de forma incondicional y han creído en mí.

Mi esposo, Alberto López, por apoyarme en este sueño, darme aliento y ayudarme a cada instante.

Mis hermanas que en todo momento mostraron paciencia, comprensión y me dieron ánimo.

La profesora Judith Tomcsáyi, Sherry Gapper y Catalina Domian por sus enriquecedores consejos, nobleza y disponibilidad.

Leonardo Montero y a Oscar Ugalde por sus invaluable tutorías.

## Resumen

En este trabajo de graduación se analiza la traducción como un metatexto, se identifican y se clasifican los posibles marcadores metatextuales del texto técnico traducido como parte de este proyecto: *Manual del Gestor Profesional de Riesgos: guía integral de las teorías y mejores prácticas del momento* \*. Para realizar dicho estudio se partió de la teoría de James Holmes sobre la metatextualidad. Como primer paso se reconocieron cinco categorías distintas de marcadores. A lo largo de todo el trabajo se presenta cada uno de los tipos, con sus respectivos ejemplos y se reflexiona sobre su presencia en el texto traducido con el fin de determinar la forma en que sugieren metatextualidad en la traducción. Conforme avanza el análisis se van exponiendo otros aspectos que surgen a partir del estudio de las características de cada marcador, como por ejemplo la función de metalenguaje que algunos de ellos desempeñan. Al final del informe de investigación se estudia el vínculo existente entre la traducción como metatexto y el metalenguaje presente en ella, se exponen además tres niveles de metalenguaje reconocidos a partir del análisis de los marcadores. Finalmente se concluye exponiendo la relación que existe entre las huellas metatextuales y la comprensión del texto en torno a la aceptabilidad del mismo y el principio de cooperación.

**Descriptores:** metatexto, metalenguaje, marcador patente, marcador latente, otredad, extranjerismos, siglas, abreviaturas, fórmulas matemáticas, referencias, explicaciones.

---

\* Carol, Alexander y Elizabeth Sheedy. *The Professional Risk Managers' Handbook: A Comprehensive Guide to Current Theory and Best Practices*. Wilmington: PRMIA Publications, 2005.

## Abstract

This study approaches translation as a metatext based on James Holmes' theory of metatextuality. It distinguishes and classifies the potential metatextual markers of the text translated as part of this project: *Manual del Gestor Profesional de Riesgos: guía integral de las teorías y mejores prácticas del momento* \*. In the first stage of the analysis, five different types of markers are identified. Throughout the study, each marker is explained with accompanying examples and studied to determine to what extent it indicates metatextuality in the translation. As the analysis moves forward, there are other aspects that surface from the study of the markers' characteristics, such as the metalingual function that some markers carry out. The existing link between translation as metatext, and the metalanguage within it is studied, as well as the three levels of metalanguage identified from the markers' analysis. The study concludes by discussing the relationship between the metatextual markers and the comprehension of the translated text based on the acceptability of the text and the principle of cooperation.

**Keywords:** metatext, metalanguage, patent marker, latent marker, otherness, foreign words, acronyms, abbreviations, equations, references, explanations.

---

\* Carol, Alexander y Elizabeth Sheedy. *The Professional Risk Managers' Handbook: A Comprehensive Guide to Current Theory and Best Practices*. Wilmington: PRMIA Publications, 2005.

## Índice general

Nómina .....	iii
Advertencia.....	iii
Dedicatoria .....	iv
Agradecimientos.....	v
Resumen .....	ivi
Abstract.....	vii
Indice general .....	viii
Traducción.....	1
Introducción.....	2
Prefacio a la sección I: Teoría de la finanzas, instrumentos financieros y mercados..	7
Los principios de la estructura de capital .....	17
Mercado Internacional de divisas .....	59
Informe de investigación .....	94
I. Introducción .....	95
A. Presentación general .....	95
B. Justificación y antecedentes.....	96
C. Traducción como metatexto: hipótesis .....	98
II. Marco teórico.....	100
III. Exponentes patentes y latentes del carácter metatextual en el <i>Manual del Gestor Profesional de Riesgos</i> .....	111
A. Introducción.....	111
B. Niveles de metatextualidad en el manual original.....	113
C. Marcadores.....	114

C.1 Referencias.....	114
C.2 Explicaciones.....	120
C.3 Abreviaturas y siglas extranjeras.....	126
C.4 Extranjerismos.....	128
C.5 Fórmulas matemáticas.....	131
D. Metatexto y metalenguaje.....	133
IV. Conclusión.....	139
V. Bibliografía.....	145
Apéndice: Texto original.....	148

# Traducción

## **Introducción**

Si usted tiene este manual en sus manos es porque decidió alcanzar una mejor condición profesional. ¡Felicidades!

Quienes hemos participado en la gestión de riesgos financieros durante los últimos veinte años, hemos visto cómo esta profesión pasó de ser una con un futuro incierto, en la que improvisar era habitual, a contar en la actualidad con valiosas pautas muchas de las cuales se documentan con el fin de adoptarlas. Hoy día ya no es suficiente sólo decir que usted sabe algo sino es necesario que usted y su equipo de trabajo realmente lo comprueben.

Así como su título lo indica este libro es el verdadero Manual del Gestor Profesional de Riesgos. Se dirige a profesionales que pretenden demostrar su capacidad al certificarse como Gestor Profesional de Riesgos (PRM, por sus siglas en inglés) en el área de gestión de riesgos financieros. Además, se destina a todos aquellos que simplemente buscan desarrollar sus destrezas por medio de un excelente material de referencia como lo es este.

Este Manual se elaboró con aportes de casi cuarenta destacados autores para ofrecerle el material que usted necesita para adquirir el conocimiento y la comprensión de los elementos que conforman la gestión profesional de riesgos financieros. Tal gestión no trata acerca de evitar el riesgo sino de entenderlo y comunicarlo para que se pueda enfrentar mejor y con toda confianza. Ya sea que su especialidad sean los seguros, la

banca, la energía, la gestión de activos, el clima, o cualquiera de la demás industrias existentes, este Manual es su guía.

Lo motivamos a estudiarlo de manera secuencial. En la Sección I, presentamos de forma introductoria los fundamentos de la teoría financiera, los instrumentos financieros que proveen mecanismos para mitigar y transferir el riesgo, y los mercados financieros donde se negocian instrumentos y se recauda capital. Después de examinar esta sección, ya se habrá leído el material requerido para aprobar el Examen I del programa *PRM Certification*<sup>1</sup>.

La sección II abarca los principios matemáticos para la evaluación de riesgo. Aunque en la práctica muchos aspectos de la gestión de riesgos trascienden la condición cuantitativa, en la actualidad es primordial que todo PRM pueda evaluar riesgos. Los capítulos de esta sección son accesibles para todos los PRM que sean miembros de la asociación aun para los que carecen de destrezas cuantitativas. Las hojas de cálculo de Excel, complementarias a los ejemplos, facilitan la comprensión de los conceptos matemáticos y estadísticos que conforman la base de la evaluación de riesgos. Una vez estudiados estos temas, ya se habrá profundizado en las lecturas necesarias para aprobar el Examen II del programa *PRM Certification*.

En la sección III, se describen las mejores prácticas actuales en la gestión de riesgo de mercado, crediticio y operacional. En este apartado se recurre, de manera específica, a

---

<sup>1</sup> *PRM Certification* es un estándar global para los mejores profesionales en gestión de riesgos financieros aprobado por reconocidos programas de posgrados y destacadas compañías. Además, está respaldado por el *Manual del Gestor Profesional de Riesgos: guía integral de las teorías y mejores prácticas del momento* (N de la T).

lo aprendido en las Secciones I y II. Además, se establece la aplicación estratégica de la gestión de riesgos a la asignación de capital y a la medición de la rentabilidad ajustada al riesgo. Al haber repasado estos contenidos, ya se habrá cubierto los temas requeridos para superar el Examen III del programa *PRM Certification*.

Quienes se estén preparando para el programa *PRM Certification*, a la vez se instruyen para el Examen IV: Estudio de Casos, Estándares de Conducta, Ética y Buenas Prácticas y el Gobierno Corporativo de la Asociación Internacional de Profesionales en Gestión de Riesgos (PRMIA, por sus siglas en inglés). En esta prueba se analizan ciertos métodos que no han resultado exitosos, además de modelos para el desempeño de las responsabilidades del Gestor Profesional de Riesgos y finalmente la estructura rectora de PRMIA. La materia para este examen está disponible sin costo alguno en la nuestra página web (visite [http://ww.prmia.org/pdf/Web\\_based\\_Reasources.htm](http://ww.prmia.org/pdf/Web_based_Reasources.htm)); por lo tanto, no se encuentra en este Manual.

Al concluir el estudio de estos contenidos, usted se dará cuenta de que su conocimiento y sus destrezas se han incrementado de una forma que tal vez usted no imaginaba y aparte de eso se ha planteado un desafío. Precisamente por esta razón hemos creado el *Manual del Gestor Profesional de Riesgos*.

Extendemos nuestro profundo agradecimiento a las profesoras Carol Alexander y Elizabeth Sheedy, ambas miembros del Consejo Asesor Académico de PRMIA, por su labor editorial en este proyecto. No hay palabras que puedan expresar el compromiso que ellas mostraron para garantizar la más alta calidad y excelencia de este documento.

También agradecemos a Laura Bianco, presidenta del Departamento de Publicaciones de PRMIA, quien ha velado para que avance el proceso de publicación y además se ha dedicado a exigir un alto desempeño en la producción. Gratificamos de igual manera a Richard Leigh, nuestro corrector de estilo (de la versión en inglés), en Londres, por su hábil y puntual trabajo.

Finalmente, manifestamos nuestra gratitud a los autores de los artículos, quienes han compartido sus ideas con nosotros. A pesar de sus compromisos con otras personas, que también desean aprender de su pericia, cada uno de estos expertos ha dispuesto valioso tiempo para esta obra y se han propuesto que tanto este Manual como *usted* sean un éxito. Nos sentimos orgullosos de presentar ante usted este prestigioso libro.

Tal como en PRMIA, en el Manual se reúnen las mejores nociones sobre gestión de riesgos. Esperamos que usted ponga en práctica esos principios y certifique su conocimiento al conseguir la acreditación PRM. Entre nuestros miembros tenemos 300 gerentes o directores de riesgo y otros 800 ejecutivos de alto rango que muy probablemente notarán sus logros. Todos ellos también reconocen la importancia de establecer *altos niveles de excelencia* y la confianza que los proveedores de capital y accionistas han depositado en ellos.

¡Le deseamos mucho éxito en sus estudios y en los exámenes!

David R. Koenig, *director ejecutivo* de PRMIA

## Sección I

# Teoría de las finanzas, instrumentos financieros y mercados

## Prefacio a la sección I: Teoría de las finanzas, instrumentos financieros y mercados

La Sección I fue redactada por un grupo de autores y profesionales destacados y representa una visión general de la teoría, los instrumentos y el mercado de las finanzas. Esta sección corresponde a los temas del examen I del programa *PRM Certification*.

La teoría financiera moderna constituye la base sólida de la gestión de riesgos y por lo tanto es el fundamento del programa *PRM Certification*. Todas las áreas principales de finanzas están comprendidas en el proceso de gestión de riesgos: desde la teoría de la utilidad esperada y la aversión al riesgo, que fueron los precursores del modelo de valoración de activos financieros (CAPM, por sus siglas en inglés), hasta la teoría de portafolio y el método de riesgo neutral para la valoración de derivados. Todas estas grandes teorías y la forma en que interactúan se presentan en la Parte I.A (Teoría Financiera). Sus numerosos ejemplos demuestran la aplicación de los conceptos en la práctica.

En la parte I. B (Instrumentos Financieros) se describe una variedad de productos financieros y se asocian con el desarrollo teórico de la Parte I.A. La capacidad para valorar todos los instrumentos o activos de un portafolio de negociación o de un portafolio de activos es esencial para la gestión de riesgos. Esta parte del manual profundiza en la valoración de instrumentos financieros y además explica su uso en la gestión de riesgos.

Quienes diseñaron el presente plan de estudios han acertado en que los gestores de riesgo financiero deben tener un conocimiento pleno de los mercados financieros. Características como la liquidez del mercado, el papel de los intermediarios y las bolsas, varían considerablemente de un mercado a otro y a lo largo del tiempo. Es importante que los gestores profesionales de riesgos comprendan la forma en que estos elementos cambian y las consecuencias que eso implica para la gestión de riesgos. La parte I.C (Mercados Financieros) describe dónde y de qué manera se negocian los instrumentos; también expone las particularidades de cada tipo de activo financiero y de producto básico (*commodity*) y los diversos acuerdos y normas que regulan su negociación.

Todo este bagaje de conocimiento es indispensable para el gestor profesional de riesgos; por esto el Examen I representa una parte significativa de todo el programa *PRM Certification*. Para el profesional que hace algunos años terminó sus estudios, esta sección del Manual servirá como repaso de la teoría financiera, de los instrumentos y de los mercados financieros, con un énfasis en la aplicación práctica de estos contenidos a la gestión de riesgos. Puede que encuentre sencillos aquellos capítulos relacionados con su trabajo y otros temas haya que leerlos con más detenimiento.

Los temas financieros incluidos en la Sección I del Manual son más extensos y complejos que los de un programa de estudios de una Maestría en Administración de Negocios. Sin embargo, los conceptos están bien explicados y son congruentes entre sí. Por ejemplo, el capítulo I.B.6 se refiere a los derivados de crédito (como las notas de crédito y los contratos de permuta financiera de incumplimiento de crédito [*credit default swaps*]) que no siempre se abarcan en cursos optativos de renta fija, a nivel de maestría. En

el apartado I.B.9 sobre opciones exóticas simples se plantean ejemplos de derivados que dependen de la ruta del precio del subyacente; este tema se aborda con una perspectiva más avanzada que la de cualquier curso de opciones. Todos estos capítulos fueron escritos por profesionales y se asume que el lector cuenta con conocimientos generales de los mercados y de sus participantes.

### **Teoría financiera**

El segmento I.A.1 presenta una visión general del riesgo y de la aversión a él; introduce la función de utilidad y el criterio media-varianza. Se describen también algunas medidas de rentabilidad ajustada al riesgo. En el apéndice se ofrece un resumen de las funciones de utilidad más comunes.

El segmento I.A.2 es una introducción a la matemática de portafolio; comprende desde las medias y las varianzas de los rendimientos hasta la varianza del portafolio y la correlación. Todo esto lleva al lector hacia la frontera eficiente, la teoría de portafolio y el concepto de diversificación del portafolio. Finalmente, se analiza la distribución normal de rendimientos y las aplicaciones básicas del valor en riesgo, así como también la probabilidad de alcanzar una meta o superar un índice. Este capítulo es muy útil para quien carezca de experiencia a la hora de aplicar los modelos matemáticos en las finanzas.

La asignación de capital es otro de los conceptos vitales para los gestores de riesgos. En la sección I.A.3 se describe la forma cómo se asigna capital en los portafolios con activos riesgosos y en aquellos con activos libres de riesgo, según sea la preferencia de riesgo. Posteriormente, se introducen otros elementos como la frontera eficiente, la línea

del mercado de capitales, la razón de Sharpe y el principio de separación. Todo esto nos dirige a la discusión del modelo de valoración de activos financieros y la idea de que el riesgo marginal (en lugar del absoluto) es un factor clave en la valoración de activos riesgosos. El apartado I.A.4 describe rigurosamente el modelo de valoración de activos financieros, incluidos los coeficientes alfa y beta, el riesgo sistemático, y las medidas de rendimiento. Asimismo se estudian temas como la teoría del arbitraje para la valoración y los modelos multifactoriales.

La estructura de capital también representa un aspecto teórico imprescindible para los gestores de riesgos, ya que el capital se percibe como la última defensa contra resultados inesperados y extremos. El capítulo I.A.5 incorpora la estructura de capital, las ventajas y los costos relacionados con el financiamiento por medio de deuda, algunos costos de agencia, distintos tipos de deuda y de acciones, la descomposición de la fórmula del rendimiento sobre el patrimonio, ejemplos de deudas atractivas y no atractivas, bancarrota, y los costos de insolvencia financiera.

La mayor parte de los problemas de valoración tienen que ver con el proceso de descuento de los flujos de efectivo futuros, el cual requiere conocimiento de la estructura temporal de los tipos de interés. En la parte I.A.6 de este manual se describen varios tipos de interés y descuento, se define la estructura temporal de los tipos de interés, se introducen los tipos de interés a plazo y se explican las tres principales teorías económicas sobre la estructura temporal.

Hoy día los gestores de riesgos deben conocer el uso y la valoración de derivados. Existen dos tipos básicos de derivados: contratos a plazo (*forwards*) (con una ganancia lineal) y las opciones (con una ganancia no lineal). Todos los demás derivados se pueden clasificar de acuerdo a estos tipos de ganancia del subyacente de no ser así conformarían variaciones de los conceptos básicos. En el capítulo I.A.7 se presentan métodos de valoración para los contratos a plazo. El descuento se utiliza para valorar contratos a plazo con o sin flujo de efectivo intermedio. En el apartado I.A.8 se analizan los principios para la valoración de opciones; se inicia definiendo las opciones básicas de compra y venta, la paridad entre ellas, los modelos binomiales, los métodos de riesgo neutral, y la cobertura dinámica. Además, se introduce la fórmula *Black-Scholes-Merton*; finalmente se explica de manera breve la volatilidad implícita y el *efecto sonrisa*.

### **Instrumentos financieros**

Una vez establecidas las bases teóricas del proceso de valoración en la sección I.A, la I.B aplica esa teoría a los instrumentos financieros comúnmente utilizados.

El capítulo I.B.1 es una introducción a los bonos, define sus principales categorías, y detalla los acuerdos del mercado para los tipos más importantes de bonos del tesoro (*treasuries*), bonos de cupón cero (*strips*), bonos de tasa variable (*floaters*) como las notas de interés variable [*floating-rate notes*]), y bonos indexados a la inflación (*inflation-protected bonds*), de distintos países. Se muestran pantallas *Bloomberg* para presentar la información del mercado. En la parte I.B.2 se analizan las clases más importantes de bonos, se exponen flujos de efectivo típicos, características adicionales de los bonos, y se proporciona una breve descripción de los instrumentos financieros no convencionales. Por

otra parte se proveen ejemplos de descuento, días acordados, interés acumulado, y cálculos de rentabilidad. Se hace referencia a la relación entre el precio y la rentabilidad lo cual conduce al lector a estudiar aspectos como la duración, la convexidad y la cobertura para el riesgo de tipos de interés.

El apartado I.B.3 examina y compara los contratos de futuros y los contratos a plazo, además se analiza el uso que se le puede dar a los mismos en la cobertura y la especulación. Se proveen ejemplos de contratos de divisas, contratos de productos básicos, contratos por bonos y contratos sobre tipos de interés con el fin de explicar los conceptos además de su aplicación. También se indican otras especificaciones relacionadas con los procedimientos de ajuste al precio de mercado, la cotización y liquidación. Los principios de la valoración de contratos a plazo se practican luego con los contratos de permuta financiera (*swap contracts*), considerados conjuntos de contratos a plazo. La sección I.B.4 profundiza en las variedades de contratos de permuta financiera más comunes, en su valoración y su uso para gestionar el riesgo.

Los demás capítulos de la parte I.B se dedican a aplicar todos los principios de la valoración de opciones que se expusieron en el apartado I.A.8. El poder que tiene el concepto de opciones se hace notorio en su aplicación a muchos de los instrumentos financieros y problemas que surgen en la gestión de riesgos. La sección I.B.5 inicia con un análisis de las opciones vainilla. La parte I.B.6 está relacionada con la más novedosa aplicación de las opciones: el uso de los derivados de riesgo de crédito en la gestión de riesgo crediticio. La unidad I.B.7 trata sobre techos (*caps*), pisos (*floors*) y opciones sobre permutas (*swaptions*) que son las principales estrategias de opciones utilizadas en los

mercados de tipos de interés. En el capítulo I.B.8 se mencionan los bonos convertibles que constituyen otra de las funciones del principio de opciones en la práctica. Estos bonos permiten a los inversionistas convertir un título de deuda en acciones. Por último, el capítulo I.B.9 examina las ganancias de las opciones exóticas. En cada caso el autor define el instrumento, discute su valoración e ilustra su uso en la gestión de riesgos.

### **Mercados financieros**

La gestión de riesgos financieros tiene lugar en los mercados y varía dependiendo de la naturaleza del mercado. El capítulo I.C.1 constituye una introducción a los mercados financieros del mundo, que se pueden clasificar de muchas maneras: geográficamente, por tipos de cambio, por los emisores, finalmente por la liquidez y el tipo de instrumentos. Todas estas categorías están contempladas en el capítulo. La importancia de la liquidez, la diferencia entre los mercados de divisas y mercados extrabursátiles (*over-the-counter markets*) y la función de los intermediarios del mercado en todas sus formas también se explican detalladamente.

El tema de la sección I.C.2 son los mercados monetarios. Éstos son de vital importancia para el gestor de riesgos ya que en ellos se puede encontrar lo más cercano a un activo libre de riesgo. En este apartado se analizan todos los títulos de deuda de corto plazo ya sean emitidos por el gobierno o por alguna corporación. También explica los mercados de reportos (*repo markets*), mercados donde hay apalancamiento sobre una base segura. En la parte I. C.3 se comenta sobre el mercado de los títulos de deuda a largo plazo, y se clasifican los bonos dependiendo del emisor ya sea este el gobierno, agencias, un emisor corporativo o uno municipal. Además, se comparan los mercados de bonos de los

países más grandes y se describen los intermediarios principales y la función de ellos. Finalmente, se incluyen los mercados internacionales de bonos.

El capítulo I.C.4 trata sobre el mercado internacional de divisas, que es el mercado con mayor volumen de transacciones. Aquí se explican varios aspectos relacionados con este mercado como acuerdos de cotización, tipos de agentes, y ejemplos de tipos de interés cruzado. Se hace una reseña de las teorías económicas de los tipos de cambio junto con las políticas de los bancos centrales. Además, se incluyen los tipos de interés a plazo (*forward rates*) y las permutas de monedas (*currency swaps*). Finalmente se expone la paridad de la tasa de interés con ejemplos muy útiles.

El apartado I.C.5 es una amplia introducción a los mercados bursátiles, incluye la descripción y las características de las distintas clases de acciones, de los índices del mercado de valores, y prioridades en caso de liquidación. Los dividendos y los métodos de valoración de acciones basados en el dividendo también se explican en esta sección. Se distinguen los mercados secundarios y primarios. Se presenta el funcionamiento del mercado que abarca los tipos de órdenes, los participantes y las negociaciones en corto (*short trades*) y de márgenes, además se incluyen varios ejemplos para clasificar este tipo de transacciones. Por último se introducen algunas de las opciones negociables sobre acciones.

El capítulo I.C.6 trata sobre el mercado de futuros. Plantea una comparación entre los principales mercados de negociación, opciones sobre futuros, especificaciones sobre los contratos más populares, la aplicación de los futuros en la cobertura, órdenes de

negociación para contratos de futuros, procedimientos de ajuste al precio de mercado, y varios acuerdos de expiración. Se concluye con una interesante descripción de los participantes del mercado.

La estructura del mercado de productos básicos está contemplada en la sección I.C.7. Comienza con el mercado al contado (*spot market*) y luego prosigue con los contratos de futuros sobre productos básicos (*commodity futures*) y los contratos a plazo sobre productos básicos (*commodity forwards*). También abarca ciertas características específicas como los métodos de liquidación y entrega. La relación entre el precio al contado y el precio a plazo se utiliza para descomponer el precio a plazo en el precio al contado (*spot price*) y el costo devengado (*carry*). Se describen diversos tipos de estructura temporal de precios (como el mercado invertido y el contango) y algunos aspectos de teoría económica. Este capítulo también describe las transacciones en corto forzadas (*short squeezes*) y las regulaciones. La gestión de riesgos desde la mesa de negociación de productos básicos se aborda de manera intuitiva. El capítulo concluye con ciertos aspectos interesantes sobre la distribución de los rendimientos de los productos básicos.

El apartado I.C.8 examina uno de los mercados de riesgo que más rápido se está desarrollando: el de energía. Este mercado permite que sus participantes gestionen los riesgos de precio de productos como el petróleo y gas, electricidad y carbón entre otros. Además, se habla brevemente sobre distintos mercados relacionados con la energía tales como los mercados de emisiones de gases de efecto invernadero, mercados de derivados del tiempo y fletes. Los mercados de energía representan un enorme reto para los gestores de riesgos y esto se debe en parte a la extrema volatilidad que pueden tener los precios.

Toda la Sección I plantea una visión general de los aspectos teóricos y prácticos de las finanzas aplicados a la gestión de riesgos financieros. Muchos de los conceptos, algunos bastante complejos, se explican con un lenguaje relativamente sencillo y además se ejemplifican. El propósito de estudiar esta parte del Manual es que usted refresque su conocimiento de los modelos, productos y mercados financieros y además que forme el bagaje necesario para la práctica de la gestión de riesgos.

Zvi Wiener, copresidente del Comité de Educación y Normas de PRMIA.

## I.A.5 Los principios de la estructura de capital

Steven Bishop<sup>2</sup>

### I.A.5.1 Introducción

¿Cómo se debe financiar un negocio?; ¿en cuánta y en qué tipo de deuda incurrir?; ¿cuánto capital accionario se requiere?; ¿es todo esto realmente importante? Para responder estas preguntas se toman decisiones estrechamente relacionadas con la estructura de capital. Las respuestas se deben evaluar según el objetivo general de la empresa comercial, que a nuestro criterio apunta a maximizar su valor para beneficio de los accionistas. Por consiguiente, es esencial comprender la relación entre el valor de la empresa y la estructura de capital al determinar ésta.

Este capítulo se dedica a las decisiones referidas a la estructura de capital principalmente desde la perspectiva de una compañía industrial que determina el financiamiento más adecuado para sus activos a largo plazo y su capital de trabajo. Todos estos aspectos también tienen importancia para una institución de préstamos que contempla el nivel apropiado de deuda para sus clientes.

Las instituciones financieras, especialmente los bancos, enfrentan aspectos similares al considerar su propia estructura de capital. Sin embargo, existen otras dificultades. Los bancos tienen su percepción muy particular respecto al fondeo ya que se

---

<sup>2</sup> Académico visitante, Centro de Finanzas Aplicadas de la Universidad de Macquarie, Universidad de Macquarie. Director, Servicios Educativos y Asesoría Empresarial Propiedad Limitada.

desempeñan como instituciones que captan depósitos. Los depósitos son una alternativa de fondeo de bajo costo pero al mismo tiempo son un “producto” que se ofrece al público.

Además, los costos indirectos de insolvencia financiera tienden a ser mayores para un banco que para una compañía industrial; por lo tanto hay ciertos requisitos en materia de regulación que influyen las decisiones respecto a la estructura de capital. Es decir, existen requisitos mínimos de capital accionario y restricciones severas en cuanto a cuáles valores híbridos se podrían considerar como capital para propósitos reguladores. Sin embargo, para la mayoría de los bancos tales restricciones no son obligatorias ya que estos poseen más capital del que estipulan las regulaciones. Cuando estas especificaciones varían, se da la tendencia de que los aspectos generales que afectan la estructura de capital de los bancos reflejen los de las demás compañías que cotizan en bolsa. Los aspectos específicos relevantes para los bancos al determinar el capital de riesgo se examinan en la Sección III del *Manual del Gestor Profesional de Riesgos*.

Un factor clave para la elección de la estructura de capital de cualquier empresa es el riesgo o la variabilidad del flujo de ganancias operativas. Generalmente cuanto mayor sea este riesgo menor deuda se puede resistir, a causa de la exposición a los costos de insolvencia y quiebra. Muchas firmas estiman una calificación de crédito deseada o la probabilidad de insolvencia, basadas en la volatilidad de los flujos de ganancias para determinar el cobro de intereses o la cantidad de deuda que pueden soportar. Además, la cobertura de riesgos puede reducir el riesgo y propiciar el financiamiento adicional por medio de deuda y el valor agregado. Se espera que la volatilidad de las ganancias operativas de los bancos sea menor a la de las compañías industriales y por lo tanto tengan mayores niveles de deuda.

Sabemos que las decisiones sobre el fondeo afectan el comportamiento de los gestores bajo ciertas circunstancias y esto influye en el valor de la empresa. Es un poco impreciso señalar cuál es la mejor mezcla de fondeo para una compañía específica. Sin embargo, hay varias directrices que proporcionamos con el fin de ayudar a que los gerentes tomen decisiones en esta área y produzcan riqueza para el accionista. Los objetivos de este capítulo son identificar las diferencias entre la deuda y el capital accionario y presentar los factores que intervienen en las decisiones relacionadas con la deuda y el capital accionario de una empresa.

Conforme a lo expuesto, se supone en este análisis que el principal objetivo de una empresa es maximizar su valor para los accionistas. En este capítulo, estudiaremos el incremento del valor de la corriente de flujos de caja operativos y de la corriente de flujos de caja del accionista<sup>3</sup>.

Nos centramos en el valor actual de los flujos de caja libre operativos a lo largo del tiempo.

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{OFCE_t}{(1+WACC)^t} \quad (\text{I.A.5.1})$$

donde:

- $V$  es el valor de la empresa que equivale al valor de la deuda ( $D$ ) más el valor de las acciones ( $E$ ).

---

<sup>3</sup> El valor de la empresa ( $V$ ) se puede percibir como la suma del valor de la deuda ( $D$ ) más el valor de las acciones ( $E$ ), es decir  $V = D + E$ . Ya que existe un límite del efecto que la deuda tiene sobre el valor de la compañía, maximizar  $V$  de hecho es maximizar  $E$ . Sin embargo,  $E$  se puede maximizar al transferir valor de  $D$ . Por lo tanto maximizar  $V$  y  $E$  puede no ser lo mismo. En efecto, este texto analiza la manera en que los gerentes pueden transferir riqueza de  $D$  a  $E$ , y al hacerlo se explica la razón de que existan convenios, aspectos relacionados con las políticas de la corporación, y la auditoría de los libros contables. No obstante, nuestro interés está en la forma en que  $V$  cambia en la proporción de fondeo debido a los acuerdos contractuales que disminuyen la transferencia de riqueza.

- $OFCF_t$  es el flujo de caja libre operativo esperado después de impuestos en el periodo  $t$  (es decir, ingresos menos gastos operativos e inversiones en bienes de capital); en otras palabras, es el promedio de una distribución de probabilidad de los resultados potenciales del flujo de caja libre operativo en el periodo  $t$ .
- $WACC$  es el costo promedio ponderado de capital y equivale al promedio ponderado del costo de la deuda y el costo del capital accionario.

$$WACC = r_d(1-t)\frac{D}{V} + r_e\frac{E}{V} \quad (\text{I.A.5.2})$$

donde:

- $r_d$  es el costo de la deuda (tasa de interés);
- $r_e$  es el costo del capital accionario; se asume que se calcula utilizando el modelo de valoración de activos financieros (ver el capítulo I.A.4)
- $D/V$  es la proporción del financiamiento por medio de deuda y  $E/V$  es la proporción del financiamiento por medio de capital accionario.
- $t$  es la tasa tributaria efectiva.

En este capítulo se parte de que el flujo de caja futuro esperado se puede expresar como una perpetuidad; por lo tanto su valor es:

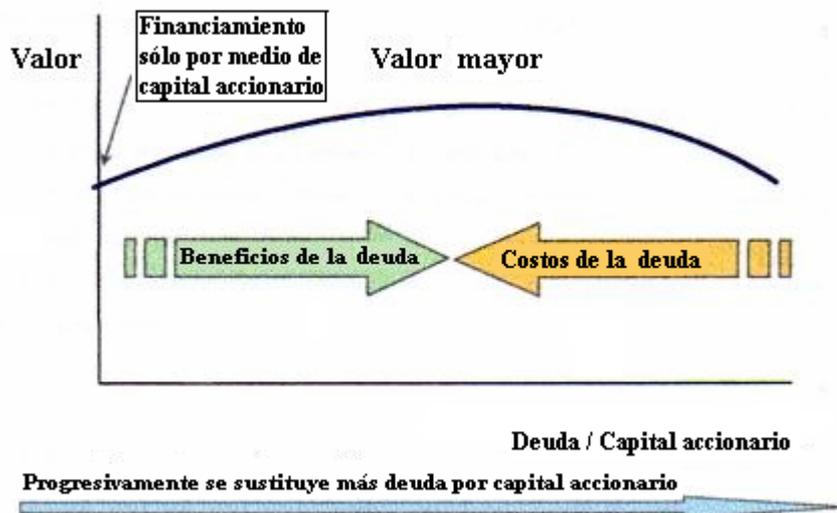
$$V = \frac{OFCF_t}{WACC} \quad (\text{I.A.5.3})$$

Nos interesa ver como  $V$  cambia con la proporción de financiamiento por medio de deuda (respecto al capital accionario), si ello ocurriese. Este efecto se puede analizar al considerar el impacto que las variaciones del  $D/V$  provocan en el  $WACC$  y el flujo de caja

libre operativo. Como veremos más adelante, realizar cambios en la elección de la estructura de capital trae consecuencias sobre el WACC y el flujo de caja.

Este capítulo presenta tanto las consecuencias beneficiosas como las perjudiciales al realizar cambios en la mezcla de fondeo deuda-capital accionario con el fin de esclarecer ciertos aspectos de la elección de la estructura de capital. Analizamos esta disyuntiva al suponer, primero, que el financiamiento se hace sólo por medio de capital accionario, y luego se examina la manera en que el valor cambia conforme la deuda se sustituye progresivamente por capital accionario. Es evidente que hay beneficios del financiamiento por medio de deuda que incrementan el valor del negocio hasta un punto donde los costos empiezan a contrarrestarlos. Este estado refleja una estructura de capital óptima, tal como se muestra en el gráfico I.A.5.1. La forma de la curva y el rango óptimo dependen de muchos factores que tienden a ser similares para las compañías que pertenecen a un mismo tipo de industria con algunas diferencias en el caso de ciertos negocios. Estos aspectos se analizan en las secciones posteriores.

**Gráfico I.A.5.1 Cambios en el valor con la proporción de financiamiento por medio de deuda.**



Este capítulo procede de la siguiente manera:

- Analiza los costos de agencia para los accionistas, costos que surgen cuando una empresa nombra gerentes profesionales para que actúen en su nombre y especialmente trata sobre los incentivos que tales gerentes tienen para transferir riqueza de los acreedores a los accionistas. Esto explica la existencia de acuerdos como convenios restrictivos, dividendos limitados a las ganancias y restricciones en la emisión de deuda de mayor jerarquía.
- Describe las características de la deuda y las acciones e identifica algunas de las variables que distinguen los diversos tipos de deuda.
- La sección titulada “La elección de la estructura de capital” comprueba que al principio se puede pensar erróneamente que la deuda es “barata” debido a que la tasa de interés es más baja que el costo del capital accionario. Sin embargo, la deuda no es “barata”. Para que una deuda resulte atractiva, debe implicar otros beneficios aparte de una supuesta tasa de interés baja. Las fuentes de donde provienen tales beneficios se estudiarán más adelante. Luego se examina el origen de los costos adicionales de la deuda que limitan su atractivo, lo que propicia la elección de una mezcla óptima de deuda y capital accionario.
- El apartado concluye proporcionando ciertas directrices para la selección de la mezcla de deuda y capital accionario; además, menciona los aspectos en los que los directores financieros se concentran a la hora de tomar estas decisiones tan importantes.

## I.A.5.2 Incremento del valor para el accionista, incentivos y costos de agencia

Al entender los incentivos de la gerencia, de los accionistas y de los acreedores, además de la información que cada uno de ellos posee acerca de las perspectivas de la firma, se pueden comprender mejor las disyuntivas que surgen al decidir sobre las cantidades relativas de deuda y capital accionario. Esta sección expone un panorama para la discusión anteriormente planteada. Además, aclara la razón de que en los acuerdos contractuales entre los accionistas y la empresa emisora hayan ciertos contenidos característicos, como los convenios restrictivos en los contratos de deuda. Asimismo explica la importancia de que el gobierno corporativo supervise la gerencia.

### I.A.5.2.1 Costos de agencia

Se incurre en costos de agencia cuando otra persona actúa en nombre de la empresa. Se dan debido a que el agente puede tomar decisiones que no necesariamente maximizan el valor para el principal (accionista); es decir, relativamente, dichas decisiones están por debajo del nivel óptimo. La necesidad de estos agentes (gerentes) en las empresas nace a partir de los beneficios de la especialización y de las economías de escala y oportunidad, además de los desafíos que existen para acceder a los mercados de capitales con el fin de alcanzar dichos beneficios. Las corporaciones modernas reúnen las siguientes participantes:

- gerentes profesionales que actúan como agentes de los accionistas (los principales): son especialistas en iniciativa de ideas, toma de decisiones e implementación;

- junta directiva: encargados de confirmar decisiones administrativas importantes, supervisar el desempeño y establecer que la gerencia proceda conforme a los intereses de los accionistas;
- acreedores: su función es proporcionar capital bajo acuerdos contractuales; y
- accionistas (asumen el riesgo residual): suministran capital y diversifican para reducir el riesgo.

Estas disposiciones “típicas” desencadenan costos de agencia del capital accionario derivados de los conflictos de intereses que se pueden dar entre los accionistas y los gerentes, quienes tienden a actuar según sus propios objetivos. Asimismo, ocasionan costos de agencia de la deuda que se originan de los conflictos de intereses entre los acreedores y los gerentes, cuando estos últimos velan por los objetivos de los accionistas.

#### I.A.5.2.1.1 *Costos de agencia del capital accionario*

Los costos de agencia del capital accionario surgen cuando la toma de decisiones ya no está en las manos de los dueños de la compañía o de los que asumen el riesgo. Los gerentes actúan según sus propios intereses y no conforme a los de los accionistas, mientras se dé tal discrepancia va a haber costos para los accionistas. Como se especifica a continuación, el deseo los gerentes puede ser incrementar el tamaño de la empresa y consecuentemente ampliar su prestigio y autoridad en lugar de aumentar el valor de la firma. Ese crecimiento puede implicar el emprendimiento o la retención de inversiones que destruyen el valor de la empresa, la sobreinversión en personal y la expansión hacia otros campos de negociación que no están relacionados con la empresa sino solo aumentan su tamaño pero no su valor<sup>4</sup>. Existen ciertos mecanismos que se pueden aplicar con el fin de

---

<sup>4</sup> Curiosamente, muchas de las adquisiciones pertenecen a esta categoría.

disminuir los costos de agencia, pero cuestan dinero. Por citar un caso, la junta directiva está encargada de supervisar que la gerencia proceda conforme a los intereses de los accionistas, pero tal supervisión, junto con otros sistemas de vigilancia o control es costosa. Por lo tanto, los costos de agencia no sólo incluyen los costos de oportunidad propios de todas aquellas decisiones que toman los gerentes y que están por debajo del nivel óptimo sino que también incluyen los costos de los mecanismos para supervisar a los gerentes con el fin de disminuir ese tipo de decisiones. Cuando una compañía es administrada por los dueños, dichos mecanismos no son necesarios. Sin embargo, este tipo de firmas no son eficientes en negocios ávidos de capital; por ello se contratan gerentes y las acciones de la empresa se ofrecen ampliamente. Esa contratación trae consigo el beneficio de contar con gerentes diestros en la toma de decisiones pero también implica los costos de agencia discutidos anteriormente. En las grandes empresas que cotizan públicamente en la bolsa cada accionista suele poseer una pequeña porción de la empresa por lo tanto tienen poca influencia sobre ella y como es de esperar, no suelen centrarse tanto en sus propios intereses.

#### *IA.5.2.1.2 Costos de agencia de la deuda*

Para esta discusión asumiremos que la gerencia procede conforme a los intereses de los accionistas, su principal responsabilidad. Hay diversas maneras en las que los gerentes, al actuar según los intereses de los accionistas, pueden transferir riqueza de los acreedores a los accionistas. A sabiendas de ello, los acreedores pueden tomar una serie de medidas para proteger sus intereses. Por ejemplo, acuerdan ciertos convenios restrictivos con el fin de disminuir la tendencia que tienen los gerentes de transferir riqueza de los acreedores hacia los accionistas. Con el fin de protegerse, los acreedores también pueden cobrar una

tasa de interés más alta para compensar las pérdidas esperadas. Es posible observar los diversos tipos de deuda que surgen debido a las distintas formas de exposición al riesgo, que por consiguiente producen distintos acuerdos de precios. Al comprender los costos de agencia de la deuda, es sencillo entender la razón de que existan muchos tipos de deuda y numerosos acuerdos de cobertura.

Los acreedores podrían reaccionar ante la posibilidad de costos de agencia por medio de la “cobertura de precios”; es decir, pueden sospechar que los gerentes van a proceder de la forma descrita previamente, la cual es desfavorable para ellos, y por ende cobrar una tasa de interés más alta que cubra las pérdidas especuladas. Además, proporciona el rendimiento sobre la inversión requerido. Sin embargo, para los gerentes es rentable garantizar de alguna forma que no procederán de tal manera. Esta línea de pensamiento nos demuestra que la intención de los accionistas es proporcionar protección contra los costos de agencia de la deuda con el fin de ahorrarse costos de interés. Por ejemplo, los gerentes podrían proponer que se contrate un auditor independiente para que analice el estado de la empresa y de ese modo se ofrezca protección a los acreedores. Como la meta final consiste en encontrar la mejor relación entre los costos de interés y los costos de supervisión, se puede apreciar que, en realidad, los accionistas están más interesados en auditar que los acreedores. Esto indica que el beneficio de los costos de interés reducidos es mayor que los costos de auditoría.

¿Qué acciones podrían realizar los gerentes para perjudicar a los acreedores?; ¿qué tipo de protección podrían ofrecer a los acreedores para evitar las altas tasas de interés?

*Prioridad de los dividendos:* los gerentes podrían pagar utilidades en efectivo a los accionistas, y quedar así sin fondos suficientes para pagar a los acreedores. Por lo tanto, es necesario que se paguen los intereses antes que los dividendos. Igualmente, hay prioridades que se determinan a favor de los acreedores cuando un negocio se liquida ya sea de forma voluntaria o involuntaria.

*Venta de activos generadores de efectivo y pagos de dividendo excesivos:* una vez que la gerencia ha aumentado la deuda para financiar parte del negocio, podrían liquidar los activos y pagar un gran dividendo a los accionistas dejando muy poco para los acreedores. Esto hace que se transfiera riqueza de los acreedores a los accionistas. Surgen varias reacciones ante esta posibilidad. En primer lugar, hay reglas generales que se plasman en las regulaciones preventivas de la compañía que prohíben que se paguen dividendos con capital (es decir, no pueden exceder las utilidades). En segundo lugar, existen resoluciones especiales que se requieren para el rendimiento sobre el capital o los límites que determinan la cantidad y el precio de la recompra de acciones, sin que necesariamente los acreedores (y los accionistas) estén de acuerdo. Por último, hay préstamos con garantía a través de los cuales los acreedores tienen prioridad de reclamo sobre ciertos activos y los gerentes acuerdan no venderlos, o también tienen prioridad de reclamo sobre los activos en caso de falta de pago o liquidación.

*Emisión de deuda de mayor jerarquía:* una vez que la gerencia haya obtenido deuda a una cierta tasa de interés, podría subsecuentemente emitir nueva deuda con más prioridad para recibir interés (y principal en caso de quiebra). Esto haría que los acreedores iniciales asuman más riesgo del especulado en un principio y sin compensación alguna en

términos de rendimiento; es decir se transfiere riqueza de un grupo de acreedores a otro. Como medida de protección contra tal posibilidad, la gerencia convendría con los acreedores iniciales, la cantidad, la cual puede ser ninguna, de deuda preferencial que emitirán. En primer lugar, ¿por qué la deuda tiene niveles de prioridad? Esto es así simplemente porque presenta un rango más amplio de valores de riesgo o rendimiento de donde escoger para los inversionistas y así estos pueden determinar el perfil de riesgo deseado.

*Incremento del riesgo operativo del negocio:* la gerencia cuenta con el potencial de transferir riesgo de los acreedores a los accionistas al incrementar el riesgo operativo del negocio después de establecido el contrato de deuda. Los gerentes podrían indicar que la deuda se utilizará para financiar activos con cierto nivel de riesgo operativo; posteriormente, una vez obtenido el crédito a una tasa de interés establecida como corresponde, pueden variar lo acordado y utilizar la deuda para financiar activos de mayor riesgo. Para evitar este tipo de situaciones se acude a préstamos con garantía, los cuales ligan la deuda con activos específicos. Otra medida sería que la gerencia ofrezca una deuda convertible a través de la cual los acreedores pueden convertir la deuda en acciones en caso de que exista una gran probabilidad de que suceda lo mencionado anteriormente. La deuda convertible puede disminuir estos costos de agencia. Por esta razón vemos más deuda convertible emitida en las industrias o firmas que se ven ante a muchas oportunidades de inversión y activos cuyo valor está sujeto a variaciones.

Los costos de agencia son aun mayores cuando la empresa enfrenta un incumplimiento en el pago de la deuda. En tal caso, los gerentes tienden a tomar decisiones

más riesgosas y están menos propensos a invertir en estrategias para generar valor. Este y otro tipo de problemas se analizan en la Sección I.A.5.4.3.

Los costos de agencia permiten entender el origen de los contratos de deuda y las circunstancias bajo las cuales ciertos tipos de deuda prevalecen más que otros. También es evidente que las empresas en las que todo el financiamiento se hace por medio de capital accionario sólo incurren en costos de agencia accionario y no de deuda. En la medida en que la deuda se sustituye por capital accionario para financiar las actividades de la compañía, los costos de agencia de la deuda se incrementan y la importancia de los costos de agencia del capital accionario disminuye. Este tema se plantea nuevamente en la Sección. I.A.5.4.3.

#### **I.A.5.2.2 Asimetrías de información**

El análisis sobre los costos de agencia contempla el hecho de que los gerentes suelen poseer más información sobre las perspectivas de la empresa que los accionistas, los acreedores o los inversionistas en general. A esto se le denomina asimetría de información. Por lo tanto, se espera que cuanto mayor sea la asimetría de información, mayor serán los costos de agencia y mayor será el valor que los inversionistas asignen a los costos de supervisión. Por ejemplo, a las compañías de alta tecnología les cuesta más atraer deuda pública que capital accionario debido a la incertidumbre asociada al flujo de ganancias. Esta incertidumbre surge, en parte, por el desafío que enfrentan los inversionistas y los analistas al estar al tanto de las perspectivas de una empresa cuando se ofrecen productos o servicios muy técnicos en un entorno que rápidamente cambia. Sin embargo, la deuda bancaria representa una perspectiva es distinta. Los bancos acostumbran

supervisar el rendimiento de sus préstamos muy de cerca y además desarrollan conocimiento, lo que reduce la asimetría de información. Es interesante observar que existe evidencia de que la cotización de las acciones de las compañías, situación en la que tiende a existir mayor asimetría de información entre los accionistas y los gerentes, aumenta tras el anuncio de que se va a incurrir en deuda con el banco.

Las asimetrías de información explican numerosas reacciones del mercado ante decisiones administrativas que de otra manera parecerían extrañas. Por ejemplo, se ha comprobado que cuando una compañía emite acciones adicionales, la cotización de las acciones de la empresa sufre una caída. Teniendo en cuenta que las acciones se utilizan para financiar inversiones que generan valor, resulta extraño que la cotización de las acciones caiga. Sin embargo, una explicación aparentemente certera es que los gerentes saben más sobre las perspectivas de la compañía que cualquier otra persona. Además, ellos emiten acciones cuando piensan que el valor del mismo es alto. Por lo tanto, los inversionistas interpretan la emisión de acciones como una señal desfavorable en lugar de pensar que es una buena noticia, la interpretan como un indicador de que las acciones están sobrevaloradas según los gerentes. Esto conduce a una revisión a la baja en los precios de las acciones.

Este asunto se retomará posteriormente, al brindar instrucciones sobre la proporción de deuda y acciones que una compañía debe emitir.

### **I.A.5.3 Características de la deuda y las acciones**

Los títulos de deuda y las acciones difieren principalmente en la repartición acordada del riesgo del negocio. Los títulos de deuda suelen ser contratos que establecen una tasa de interés convenida (o una prima sobre la tasa de referencia) y cuentan con un horizonte definido. Por lo tanto, la variabilidad (o covariabilidad) de la corriente de flujos de caja para los acreedores es relativamente baja, mucho mas baja que la del flujo de las ganancias operativas.

Por otro lado, los accionistas convienen en ganancias residuales; esto es, reciben lo que queda después que se distribuyen los ingresos entre las otras partes contratantes. Además, el horizonte de tiempo de las acciones es infinito, aunque se negocien. Por lo tanto, la variabilidad (o covariabilidad) de la corriente de flujos de caja que los accionistas esperan suele ser mucho mas alta que la del flujo de las ganancias operativas subyacentes; es decir, mucho más riesgosa que la deuda y que el flujo de las ganancias operativas subyacentes si la compañía emite deuda con un riesgo menor que el flujo de ganancias operativas subyacentes.

Estos aspectos son diferencias muy elevadas entre la deuda y las acciones; sin embargo, existen muchos tipos de deuda e incluso de acciones. Los instrumentos de deuda emitidos por las compañías varían según varias características que influyen el perfil de riesgo (Cuadro I.A.5.1).

El precio y los rendimientos de los diversos tipos de deuda varían. Ese rango de variedades permite “completar el mercado” ya que provee una serie de posibilidades para

los inversionistas con distintos perfiles de riesgo y además los emisores pueden elegir lo más conveniente o se ajuste a sus circunstancias particulares. Por ejemplo, la deuda convertible resulta más atractiva para empresas con alto crecimiento que necesitan conservar efectivo para reinvertir, ya que la tasa de interés por lo general es más baja que la de otros tipos de deuda. Es atractiva para los inversionistas que proyectan participar del alto rendimiento del negocio y gozar de algún tipo de “protección” hasta cierto punto, cuando el rendimiento es bajo. Los lectores interesados en un análisis más específico sobre la manera en que la deuda se puede ajustar a las circunstancias particulares del negocio deberían consultar a Barclay y Smith (1999) así como a Barclay y otros (1995).

Conviene distinguir que existen varios instrumentos financieros que son meras combinaciones de deuda y acciones. Las acciones preferentes, por ejemplo, poseen características de deuda porque, al igual que el interés, estas acciones por lo general ofrecen un porcentaje (de valor nominal) de dividendo fijo. Sin embargo, los dividendos se gestionan como capital accionario para fines de impuestos; es decir, no son deducibles. Los valores convertibles son evidentemente híbridos con características de deuda hasta el momento que se conviertan, es decir cuando se transforman en patrimonio neto. Por esta razón, el capital bancario regulatorio se ha catalogado cuidadosamente como capital básico (*Tier 1*) (acciones ordinarias y ganancias retenidas pero excluyendo las acciones preferentes acumulativas), adicionando algunos instrumentos que poseen características de capital subordinado (*Tier 2*) (patrimonio neto suplementario como los híbridos y la deuda subordinada).

**Cuadro I.A.5.1: Características de los instrumentos de deuda.**

<b>Característica</b>	<b>Explicación</b>
Vencimiento	Se refiere a la fecha en la que la deuda se reembolsa o es renovada. En el mejor de los casos las empresas emisoras ofrecen una mezcla de vencimientos de la deuda que se ajusta con la maduración de los activos que la deuda está financiando.
Cuota final ( <i>balloon</i> )	Exige un reembolso del interés y del principal en la fecha de vencimiento.
Cupón	Exige el reembolso del interés al portador del cupón, en la fecha que sea pagadero. Lo prefieren generalmente los inversionistas que buscan un flujo constante de ingresos.
Prioridad	Se refiere al orden de los reclamos sobre los ingresos o activos de la firma. La deuda prioritaria es menos riesgosa para el inversionista y tendrá una tasa de interés proporcionalmente más baja.
Con opción de compra ( <i>callable</i> )	Esto le permite al emisor “liquidar” la deuda; es decir reembolsarla dentro del periodo definido. Esto le da cierta flexibilidad al emisor por lo tanto posee una tasa de interés más alta que la de un instrumento sin opción de compra.
Con opción de venta ( <i>puttable</i> )	Es lo contrario al valor con opción de compra. Permite al portador venderle la deuda a la empresa emisora dentro de un periodo definido.
Convertible	Permite al acreedor convertir la deuda en acciones durante un plazo definido. Por lo general posee una tasa de interés explícita más baja que la de la deuda no convertible sin embargo, confiere valor adicional al portador por un alza potencial asociada al componente de capital accionario. Es útil para las compañías que tienen buenas oportunidades de crecimiento.
Con garantía	La deuda posee un derecho sobre activos específicos. En caso de falta de pago, los acreedores asumen el control del activo para recuperar el dinero que se les debe.

### **I.A.5.4 Elección de la estructura de capital**

Para entender la elección de la estructura de capital empezamos con un caso sencillo, a partir del cual avanzamos. En primer lugar, demostramos que no hay mayor ventaja en poseer financiamiento por medio de deuda o carecer de él, a pesar de que la tasa de retorno que los acreedores demandan (tasa de interés) es más baja que la que los accionistas quieren, es decir, aparenta ser barata. Este es un aspecto clave porque al comienzo parece ser contrario a nuestra intuición pero después nos obliga a razonar con detenimiento para así entender la razón de que la deuda parezca atractiva.

En la Sección I.A.5.4.2 se analizan las ventajas que sin duda existen no obstante, todo tiene un precio. En la Sección I.A.5.4.3 se comentan las desventajas que resultan de incrementar el fondeo con deuda. Al aumentar la proporción del fondeo con deuda las desventajas crecen y eventualmente podrían llegar a contrarrestar las ventajas. Esto nos indica que hay un punto en el que el incremento de la proporción del financiamiento por medio de deuda se tiene que detener. Es fácil hablar de ese momento estratégico en el cual se toma esta decisión; sin embargo, como en la práctica, resulta difícil definirlo, en la Sección I.4.5.5 estudiamos los aspectos que los directores financieros consideran para tal efecto. Examinamos la forma en que esto se asocia a lo planteado hasta el momento y para posteriormente seleccionar ciertos lineamientos útiles al escoger una mezcla de fondeo apropiada para incrementar el valor.

#### **I.A.5.4.1 No considere a la deuda atractiva sólo porque la tasa de interés es menor que el costo de capital accionario**

Imagine que usted administra una compañía de seguros médicos que pretende implementar un nuevo servicio de planificación financiera e incluirlo a la oferta actual. Esta parece una buena idea, puesto que sus clientes han demostrado preocupación por los efectos financieros que acarrea la mala salud, ya tienen confianza en sus productos, utilizan sus canales de distribución y aparte de eso, usted cuenta con una administradora de fondos para invertir la ganancia por primas. Asimismo, usted tendrá acceso a los detalles financieros de sus clientes y podría comenzar por ofrecer el servicio de planificación financiera a aquellos que tengan mayores ingresos suponiendo que son ellos los que están más propensos a comprar el servicio.

El negocio requiere de la inversión para surgir y funcionar. Se necesita comprar o implementar sistemas informáticos, cursos de entrenamiento, servicios de investigación, etc. Esta inversión es de 1 millón de dólares. Una vez que el negocio se haya levantado y esté funcionando, usted podrá estimar que el rendimiento de flujo de fondos después de impuestos que obtendrá, será de 150.000 dólares anuales, lo cual es una tasa de rendimiento sobre la inversión (ROI, por sus siglas en inglés) de 15%. (Para simplificar el caso, asumamos que no existe el impuesto a las ganancias corporativas). Suponiendo que usted puede financiar esta inversión ya sea por medio de capital accionario a una tasa de retorno requerida del 12% (estimada utilizando el modelo de valoración de activos financieros con una tasa libre de riesgo del 6%, una prima de riesgo del mercado de 6% y un beta patrimonial de 1), o por medio de deuda a una tasa de interés del 8%, ¿cuál de las dos opciones escogería?

Parece sencillo, ¿cierto? La deuda aparenta ser más barata que el capital accionario.

No sólo se ve barata, sino que también los asesores en banca de inversión opinan que la deuda hará maravillas del retorno sobre el patrimonio (ROE, por sus siglas en inglés). Consulte el Cuadro I.A.5.2 que muestra el retorno sobre el patrimonio del negocio en tres casos diferentes de fondeo: desde el financiamiento sólo por medio de capital accionario hasta el financiamiento con 25% de capital accionario y 75% de deuda.

**Cuadro I.A.5.2 Impacto que produce incrementar el apalancamiento en el retorno sobre el patrimonio.**

	Método de financiamiento		
	Sólo con capital	50% deuda 50% capital	25% capital 75% deuda
Inversión con capital accionario	\$1.000.000	\$500.000	\$250.000
Inversión con deuda		\$500.000	\$750.000
Total de la inversión	\$1.000.000	\$1.000.000	\$1.000.000
Razón deuda/capital accionario	0	1	3
<i>EBIT</i> <sup>5</sup>	\$150.000	\$150.000	\$150.000
Intereses	0	\$40.000	\$60.000
Ganancias neta	\$150.000	\$110.000	\$90.000
Retorno sobre el patrimonio	15%	22%	36%

El ROE aumenta conforme adquirimos más deuda. Es lógico, porque la empresa está ganando el 15% por cada dólar de inversión y los acreedores sólo quieren el 8% por

<sup>5</sup> *EBIT* significa ganancias antes de intereses e impuestos.

cada parte que financian, dejando mucho más de un 15% a la proporción financiada por los accionistas (es decir, los accionistas obtienen el 15% de cada dólar que financian más la diferencia entre el 15% y el 8% de la porción financiada con deuda). Para quienes se inclinan por las fórmulas, la relación es:

$$ROE = ROI + (ROI - r_d) \frac{D}{E} . \quad (I.A.5.4)$$

El retorno sobre el patrimonio es una función lineal positiva de la relación deuda-capital accionario (siempre y cuando el ROI obtenido es mayor que la tasa de interés  $r_d$ ).

Si todo parece color de rosa; ¿qué es lo que está mal? El análisis asume que se ganarán \$150.000 de la inversión. Sin embargo, esto es sólo una estimación de una variedad de resultados posibles. Veamos en el cuadro I.A.5.3 lo que le pasa al ROE si analizamos resultados potenciales mayores y menores que los 150.000 dólares. El ROE se ve muy bien si el resultado es mayor a los 150.000 dólares pero hay una desventaja: se ve mucho peor si no se cubre el interés.

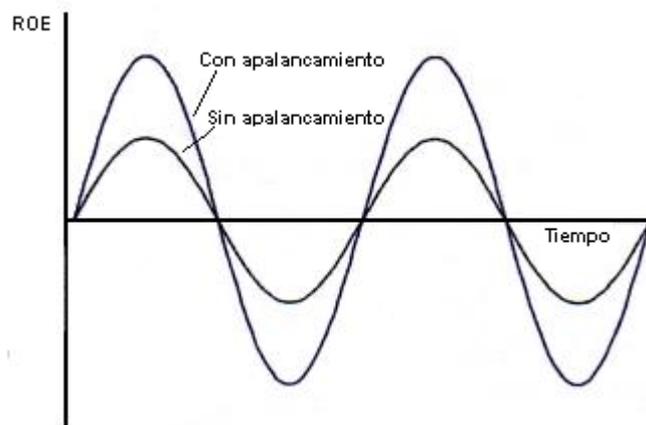
**Cuadro I.A.5.3 Variación del ROE según se alejen las ganancias de la media.**

Mezcla de Fondeo	Retorno sobre el patrimonio según los diferentes niveles de EBIT (\$'000)						
	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
Sólo con capital accionario	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
50% Deuda, 50% Capital accionario	8%	2%	12%	22%	32%	42%	52%
75% Deuda, 25% Capital accionario	24%	-4%	16%	36%	56%	76%	96%

Demos el caso del gráfico I.A.5.2, el cual supone que las ganancias cambian a lo largo del tiempo, cada resultado se extrajo a partir de la distribución de probabilidad de los

resultados posibles, pero se han capturado en el gráfico de forma cíclica para demostrar la varianza más elevada en el retorno para los accionistas. Adviértase la manera en que la variabilidad del ROE es mayor que la del ROI (sin apalancamiento); es decir, que el riesgo se incrementa. Por lo tanto el presunto beneficio del apalancamiento acrecentado, puede ser una espada de dos filos. El beneficio para los accionistas se logra a expensas del incremento del riesgo. Aumentar la proporción de la deuda no sólo hace que las ganancias de los accionistas sean más variables (incrementa la varianza) sino que aumenta el riesgo (la variabilidad y el coeficiente beta).

**Gráfico I.A.5.2: El ROE aumenta con el apalancamiento.**



El incremento del riesgo de las acciones implica que los accionistas requieran una mayor tasa de retorno, por lo tanto existen dos costos asociados con el incremento del apalancamiento:

- el costo explícito de interés de la deuda;
- el aumento implícito en el costo del capital accionario como resultado del alto riesgo que se enfrenta.

Ambos efectos se contrarrestan entre sí, en forma absoluta, en ciertas circunstancias, de manera que la aparente deuda barata, en realidad, no aporta ningún beneficio total.

Esto no debe sorprendernos tanto, si reconocemos que el riesgo total de un negocio está determinado por la decisión sobre la inversión y no por la forma en que se va a financiar. Si la financiación del servicio de planificación financiera que la compañía de seguros médicos desea implementar se hace completamente por medio de capital accionario, obviamente todo el riesgo lo asumen los accionistas. Si se financia por medio de alguna combinación de deuda y capital accionario, entonces el riesgo del negocio se comparte entre los acreedores que asumen menor riesgo y los accionistas que contraen mayor riesgo. Sin embargo, esto no cambia la naturaleza/riesgo de la corriente de ganancias del flujo de caja del negocio sino sólo cambia su distribución. Se espera que el negocio produzca \$150.000 de ganancias independientemente de su forma de financiación. Además, la probabilidad de posibles ganancias del negocio tampoco se modifica. Los \$150.000 son una función de la interacción con los clientes y el costo de esa interacción pero no la factura de intereses. Por tanto, si el riesgo subyacente compartido y el flujo de caja subyacente, que también se comparte entre los acreedores y los accionistas, no cambia debido a la mezcla de fondeo, tampoco lo hará el valor. Por consiguiente la estructura de capital no será relevante.

Este importante aspecto se puede abordar de manera distinta. Suponga que usted, al tener acciones emitidas a su persona, planeaba comenzar el negocio financiándolo por su cuenta. Se podría evaluar el riesgo del negocio y determinar la tasa de retorno que

requeriría sobre este capital accionario. Estimemos que esa tasa sea del 12%; si el flujo de ganancias fue una perpetuidad, usted podría valorar el negocio de la siguiente manera:

$$V = \frac{150.000}{0,12} = \$1.250.000$$

Supongamos ahora que usted ha optado financiar el negocio por su propia cuenta, pero una parte por medio de capital accionario y otra parte por medio de deuda. En ese caso, ¿cuál tasa de retorno requeriría? En general, no existe razón alguna por la cual el retorno requerido no deba ser del 12%; nada asociado al riesgo del negocio ha cambiado. La única diferencia es que usted se ha valido de títulos de deuda y acciones en lugar de sólo capital accionario. Requeriría una tasa de retorno menor al 12% sobre la deuda ya que dicha tasa tiene un flujo constante de interés, y además, una tasa de retorno mayor que el 12% sobre el capital accionario ya que la tasa tiene un derecho subordinado a la deuda; sin embargo, el promedio ponderado de las tasas de retorno requeridas aun debería ser del 12%. Por consiguiente, no debería haber ninguna razón por la cual el valor total del negocio sea distinto a los \$1.250.000, ni tampoco algún beneficio asociado al valor como resultado del cambio en la estructura de capital.

Las circunstancias que deben prevalecer para esto son razonablemente estrictas, pero la conclusión de que la forma de financiar el negocio no es relevante, si aplica en esta situación. Se ha demostrado un aspecto realmente importante, el cual es que existen dos tipos de costos de deuda: uno explícito y otro implícito (el aumento en el costo del capital accionario producto del riesgo adicional); este último frecuentemente se desconoce. Las condiciones que deben predominar giran en torno a que no existan beneficios tributarios especiales de la deuda o consecuencias adversas del incumplimiento de la deuda.

Antes de pasar a otra sección, cabe destacar que uno de los supuestos del análisis es que la deuda se valora “correctamente” con respecto al riesgo. La deuda barata realmente es deuda mal valorada. Hay quienes sostienen que los fondos de depósito son una fuente de fondos mas barata para los bancos que los fondos mayoristas. Esto podría ser cierto una vez que los costos de los fondos de depósito se hayan tomado en cuenta. Es decir, se necesita gran infraestructura para atraer y administrar las fuentes de fondos que pagan intereses bajos. Hasta que estos costos se hayan cubierto por la magnitud de fondos multiplicada por el “ahorro” sobre el interés relativo a los fondos mayoristas, resulta difícil asegurar que los fondos de depósito son una fuente barata de fondos. Sin embargo, una vez que la infraestructura está lista, el desafío para el banco es utilizar esta fuente lo más que se pueda.

Para entender mejor los factores que hacen que la decisión sobre el capital sea importante, analizaremos algunas variaciones a las circunstancias especiales descritas en esta sección, al incorporar los costos y beneficios de añadir deuda a una compañía que de otra manera se financiaría sólo con capital accionario.

#### **I.A.5.4.2 La deuda puede ser atractiva**

Existen numerosas circunstancias en las que incrementar la proporción del financiamiento por medio de deuda, aumentará el flujo de caja esperado o reducirá el costo del capital, aumentando de ese modo el valor del negocio.

##### *I.A.5.4.2.1 El trato diferencial en los pagos a los acreedores y a los accionistas*

Los sistemas tributarios clásicos, como el que rige actualmente en los Estados Unidos, proceden de una manera más favorable en el pago de los intereses a los acreedores que en el pago a los accionistas. El pago de intereses es deducible a diferencia del pago de

dividendos. Por consiguiente el financiamiento mediante deuda implica una ventaja que el financiamiento por medio de capital accionario no ofrece. El egreso total de efectivo a las autoridades tributarias será menor cuanto mayor sea la deuda incurrida. Esto, sin duda, es un gran incentivo para recurrir a la deuda ya que el valor de la empresa incrementará a medida que la mezcla de fondeo se cambie de sólo capital accionario a más y más deuda.

Ejemplo:

El valor de la empresa de seguros médicos mencionada en la sección anterior era de \$1.250.000; se valoró de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} V &= OFCF/WACC \\ &= 150.000/0,12 \\ &= \$1.250.000 \end{aligned}$$

Si a esto se le agrega un impuesto a las ganancias corporativas al 30% ( $t_c$ ), el valor disminuirá ya que habrá menos ganancias disponibles para distribuir. En otras palabras, el Gobierno se ha dejado una porción del valor de la firma para alcanzar metas más ambiciosas de la sociedad. En este caso el flujo de caja libre operativo de importancia será el flujo después de impuestos y se convertirá en  $OFCF (1 - t_c)$  ó  $\$150.000 \times 0,7 = \$105.000$ . El valor de la empresa llegará a ser:

$$\begin{aligned} V &= OFCF(1 - t_c)/WACC \\ &= 105.000/0,12 \\ &= \$875.000. \end{aligned}$$

¿Qué sucede si el negocio se financia en parte por medio de deuda? Supongamos que se adquieren \$500.000 por medio de deuda al 8%. En tal situación, el negocio obtiene

una desgravación de los impuestos debida al pago de intereses. El impuesto será \$12.000 menor cada año:

$$\begin{aligned}\text{Desgravación de impuestos p.a.} &= \text{Interés tasa} \times \text{impositiva} \\ &= \text{Deuda} \times \text{tasa de interés} \times \\ &= 500.000 \times 0,08 \times 0,3 \\ &= 12.000\end{aligned}$$

Teniendo en cuenta que esto se recibirá anualmente y su riesgo es una función del riesgo de la deuda, el valor presente (PV, por sus siglas en inglés) de este beneficio en perpetuidad será:

$$\begin{aligned}\text{PV de la desgravación de impuestos} &= \text{Deuda} \times \text{tasa de interés} \times \text{tasa impositiva}) / \text{tasa de interés} \\ &= 12.000 / 0,08 \\ &= \$150.000\end{aligned}$$

Por esta cantidad, el valor de la empresa será mayor; es decir:

$$\begin{aligned}V &= \text{valor previo} + \text{PV de la desgravación de impuestos} \\ &= 875.000 + 150.000 \\ &= \$1.025.000\end{aligned}$$

Se desprende de este análisis que cuanto mayor sea la deuda utilizada, mayor será el escudo fiscal y mayor el valor de la empresa.

En este ejemplo, todo el beneficio proveniente de la disminución en el pago de impuestos se considera un incremento en el flujo de caja libre operativo después de impuestos, relativo al caso donde se utilizó sólo capital accionario. El beneficio de la disminución en el pago de impuestos se pudo haber calculado al mantener el flujo de caja libre operativo después de impuestos en \$105.000 y al reflejar el beneficio como un WACC más bajo.

El beneficio tributario asociado a la deuda surge debido a que el pago de intereses a los acreedores es deducible de impuestos a diferencia de los pagos de dividendos a los accionistas. Los sistemas de incentivo tributario para el pago de dividendos, como el que rige en Australia, procura reducir este trato preferencial. Sin embargo, no se ha erradicado del todo puesto que a los inversionistas extranjeros no se les aplica el descuento tributario cuando pagan los impuestos a los dividendos mientras que los residentes australianos si gozan de este beneficio.

#### *I.A.5.4.2.2 Mayor flexibilidad*

Retener ganancias en lugar de pagar dividendos es el método con los menores costos de transacción para aumentar el capital accionario. No obstante en los negocios de rápido crecimiento, los fondos que provienen de esta fuente de ingresos son insuficientes. Además, las oportunidades de inversión no se dan simultáneamente con la disponibilidad de ganancias en efectivo. Por otro lado, recaudar nuevo capital accionario es costoso y consume mucho tiempo.

La deuda se puede adquirir relativamente más rápido y en cualquier momento que se necesite con poca antelación, prescindiendo de procedimientos previos para obtenerla. Por ejemplo, los créditos de reserva (*stand-by*) ofrecen fondos con poca demora.

El financiamiento por medio de deuda proporciona más flexibilidad de manera que las oportunidades que generan valor se pueden aprovechar. La excesiva dependencia del financiamiento por medio de capital accionario podría implicar que las oportunidades que

generan valor se pasen por alto, lo cual provocaría una pérdida relativa en el valor para el accionista.

#### *I.A.5.4.2.3 La supervisión “mejora” el rendimiento y reduce los aspectos negativos de la asimetría de información*

Un descubrimiento empírico muy interesante mencionado previamente es que el valor de la firma aumenta cuando ésta anuncia que se va a incurrir en deuda con el banco. Una posible explicación es que los bancos se desempeñan muy bien al vigilar la deuda. El banco pide reportes frecuentes a la firma para así supervisar cuidadosamente las perspectivas de la empresa así como también la calidad de su estrategia y el rendimiento de la gerencia. Por lo tanto, los bancos mitigan el factor negativo de la asimetría de información entre la gerencia y los inversionistas, ya que estos últimos tienen más confianza de que sus intereses se protegerán parcialmente a medida que el banco protege los suyos. En consecuencia, un impacto positivo de la deuda es la creciente supervisión de las perspectivas de la firma por parte de los interesados, lo que puede ocasionar un aumento del valor para los accionistas.

#### *I.A.5.4.2.4 La deuda impone la disciplina de pagar ganancias operativas*

Otro de los beneficios potenciales del financiamiento mediante deuda es que reduce la posibilidad de que la gerencia invierta las ganancias en malas inversiones (inversiones con un valor presente neto [NPV, por sus siglas en inglés] negativo.) Al estar comprometida a pagar intereses, la gerencia cuenta con menos fondos disponibles para malgastar. Con mayores pagos de interés relativos al ingreso, hay menor efectivo no comprometido para invertir. En consecuencia, con mayores desembolsos de deuda, si la

gerencia quisiera aprovechar una oportunidad sustantiva de inversión, se vería obligada a recurrir al mercado para pedir capital. En vista de las circunstancias tal oportunidad de inversión estaría sujeta a mayor escrutinio que si estuviera financiada por medio de ganancias retenidas.

Esto es fundamental para los negocios ya consolidados que generan grandes cantidades de efectivo y tienen pocas oportunidades de inversión con un NPV positivo. En tales casos, podríamos suponer que existe más proporción de financiamiento por medio de deuda ya que en las industrias consolidadas la gerencia enfrenta la tentación de invertir con el fin de crecer y no para incrementar el valor.

Hay quienes sostienen que el alto nivel de deuda y el consecuente pago de intereses dirigen la atención de los gerentes las compras apalancadas y las compras por parte de la gerencia. Estas transacciones se caracterizan por una proporción sustancial de financiamiento por medio de deuda que representa un desafío para que los gerentes le den vuelta al negocio y reduzcan la deuda parcialmente hasta un nivel sostenible en un plazo más largo.

*I.A.5.4.2.5 El financiamiento por medio de deuda impide que se transmitan señales negativas que comuniquen la perspectiva de la gerencia con respecto al valor de las acciones*

Tal como se ha indicado, existe evidencia bien documentada de que, en promedio, el valor de las acciones disminuye cuando una firma emite nuevas acciones. Esto se atribuye a que la gerencia tiene más conocimiento sobre las perspectivas de la firma que

los inversionistas. Los gerentes tienden a emitir acciones cuando perciben que se ha sobrevalorado y el mercado responde, en consecuencia, con una baja en el precio de las acciones. Utilizar deuda en lugar del capital accionario minimiza este impacto. Por esta razón, Myers y Majluf (1984) sostienen que una compañía debería utilizar primero sus fuentes internas de fondos, luego deuda, después híbridos y de último capital accionario.

#### **I.A.5.4.3 La deuda también puede resultar no atractiva**

Existen muchas razones por las que la deuda puede parecer atractiva; sin embargo, también puede no serlo. Incrementar la proporción del fondeo con deuda puede disminuir el valor de la empresa por los siguientes motivos:

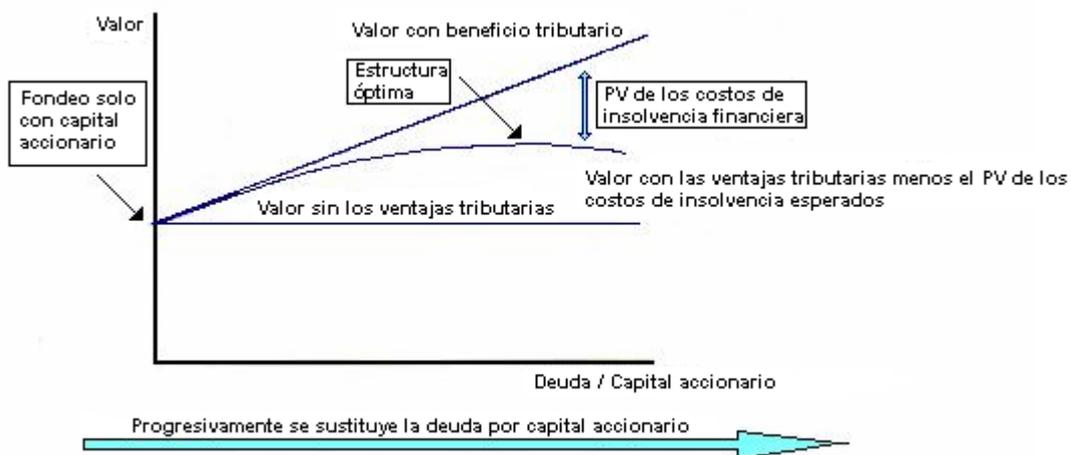
- Aumenta la exposición de los inversionistas a una pérdida de valor en caso de quiebra (costos directos de quiebra).
- También expone a los inversionistas a una pérdida de valor si hay insolvencia financiera debida a las dificultades en el pago de altos intereses (costos indirectos de quiebra).
- Provoca que los gerentes pierdan oportunidades de inversión que disminuyen el valor, en las cuales el beneficio es sólo para los acreedores e induce a inversiones de alto riesgo, es decir apuestan el banco (costos de agencia).

##### *I.A.5.4.3.1 Exposición a los costos de quiebra*

La quiebra puede resultar cara. Los costos judiciales y legales acaban con los recursos de la empresa que de otra manera pertenecerían a los acreedores y accionistas. Esos costos se incurren debido a la deuda, y cuanto mayor sea la deuda mayor será la probabilidad de incurrir en tales costos. Por lo tanto, se sacrifica una cosa por otra a

medida que proporcionalmente se utilice más financiamiento por medio de deuda. Por un lado, incrementar la proporción de deuda conduce a los beneficios mencionados previamente pero por otro lado, expone a la empresa a una mayor probabilidad de incurrir en costos de quiebra. Por esto, debería existir una proporción óptima de deuda cuando el beneficio marginal es contrarrestado por el costo marginal, tal y como se indica en el gráfico I.A.5.3.

**Gráfico I.A.5.3: La compensación entre el beneficio y los costos de incrementar la proporción del fondeo con deuda.**



Existen estudios que examinan si esta dualidad explica la proporción de financiamiento mediante deuda que utilizan las empresas<sup>6</sup>. Desafortunadamente, la magnitud de los costos de quiebra es pequeña en comparación con los beneficios tributarios de la deuda y no puede explicar las mezclas de fondeo deuda-capital accionario que observamos. Es decir, la magnitud de estos costos es tan pequeña que la mezcla de fondeo deuda-capital accionario debería ser del orden 90-100%. Como solemos observar

<sup>6</sup> Warner (1977) calculó los costos de quiebra directos de una serie de compañías ferroviarias que experimentaron bancarrota entre 1933 y 1955. Estos costos promediaron el 1% del valor de mercado de la firma durante siete años antes de la quiebra y subieron a 5,3% justo antes de la quiebra. Pham y Chow (1989) descubrieron que promediaron 2,5% y 3,5% del valor de la firma el año de la bancarrota y el año anterior.

niveles de deuda mucho menores, esto conduce a los investigadores a centrarse en una visión más amplia de los costos en los que se incurre al incorporar deuda en la estructura capital, a saber, los costos de insolvencia.

#### *I.A.5.4.3.2 Exposición a los costos de insolvencia financiera*

Los costos indirectos de insolvencia financiera los provoca el temor que clientes e inversionistas experimentan frente ante la posibilidad de que la compañía deje de existir. Como resultado, las ventas pueden caer drásticamente provocando una pérdida del flujo de caja y hasta mayores dificultades en el pago de intereses. Oplet y otros. (1997) mencionan dos ejemplos de esto. La participación de Chrysler en el mercado automovilístico cayó de un 30% al 13% en 1979 cuando los clientes se enteraron de los problemas que enfrentaba la compañía. Caldor (minorista norteamericano) perdió el apoyo de sus acreedores comerciales cuando sus ventas cayeron después de que otro minorista (Brandlee's) acudiera al Capítulo 11 de la Ley de Quiebras de los Estados Unidos. Este resultado “reflejado” condujo a Caldor a la quiebra. En Australia, los clientes le dieron la espalda a la empresa de telecomunicaciones OneTel, cuando se hizo pública la noticia de que enfrentaba dificultades con el flujo de caja. Esto se sumó a los infortunios de la empresa y finalmente se liquidó.

Además de la pérdida de ventas, los problemas con el flujo de caja pueden conducir a una reducción de costos (por ejemplo, los de mantenimiento básico) y, aparte de eso, a la realización de actividades para generar valor, tales como la investigación e implementación, lo cual ocasiona aun más dificultades.

Pham y Chow (1989) concluyeron que estos costos eran significativos en el caso de las empresas que ellos analizaron. Tanto los costos directos como indirectos se estimaron por encima del 20% del valor de la firma.

Se estima que los costos de insolvencia asociados con los bancos son altos; asimismo el costo para la sociedad también se considera muy alto. Si el banco enfrenta dificultades financieras se supone que los depositantes se apresurarán a retirar los fondos, provocando con ello una crisis de liquidez. Por consiguiente, esto probablemente represente para ellos un factor que dirige la elección de la estructura de capital. Además, debido al potencial efecto dominó, las autoridades reguladoras en muchos países se apegan al Acuerdo de Basilea<sup>7</sup>.

#### *I.A.5.4.3.3 Costos de agencia*

Los costos de agencia de la deuda pueden ser muy altos cuando una firma incurre en el incumplimiento técnico de sus obligaciones de deuda. Es decir, la empresa aún no está morosa en sus obligaciones de deuda; sin embargo, el incumplimiento es más probable cuando el pago del servicio de la deuda vence. Conviene indicar que estas circunstancias no ocurrirían si la compañía no tuviera deuda, por lo tanto todas ellas son costos del financiamiento por medio de deuda. Posteriormente se explican dos ejemplos que demuestran un comportamiento gerencial justificable cuando una empresa experimenta insolvencia financiera.

---

<sup>7</sup> Para más información sobre este tema consulte el Capítulo Introductorio III.0 de la Sección III del documento original. (N de la T).

*Apostar el banco cuando se está bajo presión:* si las acciones técnicamente tienen valor cero y el valor de la deuda es menor que su valor nominal, pero la firma aún no se ha liquidado, existe un incentivo para apostar. En lugar de pagar los recursos restantes a los acreedores, los gerentes podrían invertir en actividades de alto riesgo. Si la apuesta tiene éxito, los accionistas mayoritarios pueden pagar la deuda y obtener un valor positivo de su inversión. En esta situación los gerentes (que actúan en nombre de los accionistas) no tienen nada que perder. Si no se hubiera apostado, el valor de las acciones sería cero. Si la apuesta no da resultado, los acreedores asumirán las consecuencias. Restringir estas actividades por medio de acuerdos puede disminuir la flexibilidad de los gerentes y se pueden perder inversiones con valor presente neto positivo.

*Invertir menos de lo necesario cuando los beneficios son para los acreedores:* imaginemos que una empresa enfrenta las circunstancias descritas anteriormente: el valor de la deuda está por debajo de la cantidad principal que se tiene que pagar y el valor las acciones es cero. En esta situación, la empresa podría abstenerse de emprender inversiones que incrementen el valor y este costo de oportunidad representa un costo de agencia de deuda. Por ejemplo, supongamos que hay que realizar un pago de deuda de \$100.000 en seis meses pero el valor de la empresa es de \$90.000; es decir, los acreedores están ante una pérdida de \$10.000. En este momento, el valor de las acciones es cero de manera que los accionistas no obtendrán nada del valor de la empresa. Suponga, entonces, que se presenta una oportunidad de inversión con un valor presente neto positivo de \$9.000. En este caso, no hay incentivos para que los gerentes, que proceden a favor de los intereses de los accionistas, aprovechen la inversión que incrementará el valor. Se les pedirá a los accionistas que contribuyan con más capital para financiar el proyecto de inversión; sin

embargo, no se beneficiarán del valor presente neto positivo ya que este se destinará para compensar el faltante de \$10.000 en el valor de la deuda. Por consiguiente, existe la posibilidad de que cuando una empresa incurre en incumplimiento se renuncie a oportunidades de inversión que incrementan el valor. Algunos, como Myers (1977) sostienen que este es un costo de agencia de deuda sustancial.

#### **I.A.5.4.4 Escoja el punto en el cual las desventajas contrarrestan las ventajas.**

El gráfico I.A.5.1 muestra las dos fuerzas opuestas que actúan cuando una empresa incrementa la proporción de fondeo con deuda de sus activos. Adviértase la manera en que el valor de la empresa incrementa a medida que la deuda se sustituye cada vez más por capital accionario, debido a los numerosos beneficios explicados en la Sección I.A.5.4.2. Conforme aumenta la proporción de deuda, se intensifica la probabilidad de incurrir en costos de insolvencia y quiebra. Se alcanza un punto, o rango, mediante el cual la desventaja marginal es mayor que la ventaja marginal y esto definirá una estructura de capital óptima.

### **I.A.5.5 Decisión sobre la estructura de capital**

Hasta el momento el análisis ha planteado la elección de la estructura de capital como una compensación entre las ventajas y las desventajas de incrementar la proporción del financiamiento por medio de deuda. La decisión de una determinada compañía dependerá de las circunstancias específicas que enfrente. En esta sección se examina la manera en que esas situaciones especiales con las que una empresa lidia, influyen en su elección. Además, se menciona los aspectos que los directores financieros consideran al tomar decisiones sobre la estructura de capital.

#### **I.A.5.5.1 Directrices**

Se supone que las empresas escogen la estructura de capital que mejor se ajusta a sus circunstancias particulares. En el cuadro I.A.5.4 se presentarán algunas directrices sobre ciertos factores que se consideran al elegir la estructura de capital. Adviértase que el cuadro destaca el vínculo entre los costos de insolvencia y la variabilidad de los valores de los activos. El capítulo III plantea que en el caso de un banco, la cantidad de capital requerido está asociado directamente al valor en riesgo. Esta es una medida derivada de la variabilidad de los activos bancarios.

Los bancos tienen un apalancamiento muy alto en comparación con sus homólogos industriales. Esto se debe en parte a que los bancos tendrán flujos de ganancias menos volátiles. Por ejemplo, el flujo de ganancias proveniente de los préstamos es bastante definido y estable, lo cual implica menor volatilidad, y está sujeto a un escrutinio más profundo del riesgo crediticio lo cual minimiza la variabilidad. Al mismo tiempo los bancos tienden a contar con pocos escudos fiscales importantes, (depreciación, investigación e implementación) lo cual propicia una mayor disposición de las ventajas tributarias de la deuda. La obtención de préstamos puede estar respaldada también por programas de seguro de depósitos que mitigan parcialmente el costo de insolvencia.

#### **I.A.5.5.2 Según los directores financieros, ¿qué se debe considerar al elegir la estructura de capital?**

En un estudio reciente llevado a cabo por Graham y Harvey (2001), se les pidió a los directores financieros estadounidenses que describieran los factores que influyen en la

elección de la estructura de capital. Como se puede apreciar en el gráfico I.A.5.4 extraído de dicho estudio, los factores concuerdan con el análisis planteado en el capítulo.

**Cuadro I.A.5.4 Directrices para seleccionar la estructura de capital.**

<b>Factor por considerar</b>	<b>Directriz</b>	<b>Análisis</b>
Beneficio tributario	<ul style="list-style-type: none"> <li>Las empresas con otros escudos fiscales tendrán menos deuda.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La alta depreciación, la investigación y la implementación así como otras deducciones tributarias reducen el margen de intereses por cobrar.</li> </ul>
Costos de insolvencia	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los negocios con flujos de ganancias muy volátiles o aquellos con activos muy volátiles tendrán menos deuda.</li> <li>Las empresas más grandes incurrirán en más deuda.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mucha volatilidad implica mayor riesgo de incurrir en costos de quiebra lo que significa menor capacidad de deuda.</li> <li>Los costos de quiebra y de insolvencia tienen un gran componente de costo fijo. Estos costos se vuelven menos importantes cuanto más grande sea la firma.</li> </ul>
Costos de agencia	<ul style="list-style-type: none"> <li>Las empresas con una mayor proporción de activos intangibles y opciones de crecimiento experimentarán menos deuda.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Esto por lo general dificulta vender la garantía y además suele implicar más oportunidad para cambiar el perfil de riesgo y de activos; por lo tanto, se incurre en mayores costos de agencia.</li> </ul>
Flexibilidad	<ul style="list-style-type: none"> <li>Las firmas con mayores oportunidades de crecimiento tendrán más capacidad de deuda, no utilizada.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Las oportunidades de crecimiento normalmente involucran la necesidad de actuar de forma rápida y flexible; por lo tanto, conllevan a la demanda de créditos de reserva</li> </ul>

**Gráfico I.A.5.4 Factores que influyen la mezcla de deuda y capital.**



Fuente: J.R. Graham y C. Harvey “*The Theory and Practice of Corporate Finance*”

Documento de Trabajo

Es interesante observar cómo la calificación crediticia y la flexibilidad financiera alcanzan altos porcentajes. Muchos directores financieros seleccionarán una calificación crediticia deseada y después elegirán la estructura de capital que permita a la compañía alcanzar las condiciones necesarias para conseguir esa calificación crediticia. A pesar de que las empresas calificadoras agregan categorías cualitativas a las razones financieras, dichas razones pueden ser una guía de la calificación factible de una organización crediticia. El cuadro I.A.5.5 muestra el índice de la mediana para la empresas dentro del rango de calificaciones crediticias de *Standard & Poor's*. Por lo tanto, una vez pronosticadas las ganancias antes de intereses e impuestos, una empresa puede probar distintas estructuras de capital y por consiguiente distintas razones financieras con el fin de

“encajar” dentro de una calificación crediticia deseada y por ende dentro del costo de interés deseado.

**Cuadro I.A.5.5 Valores del índice de la mediana para las diferentes calificaciones crediticias<sup>8</sup>.**

Deuda industrial a largo plazo

Media de tres años (1996 hasta 1998)

	<b>AAA</b>	<b>AA</b>	<b>A</b>	<b>BBB</b>	<b>BB</b>	<b>B</b>	<b>CC</b>
Índice de cobertura de intereses por EBIT	12,9	9,2	7,2	4,1	2,5	1,2	-0,9
Índice de cobertura de intereses por EBITDA	18,7	14,0	10,0	6,3	3,9	2,3	0,2
Flujo de fondos / deuda total	89,7	67,0	49,5	32,2	20,1	10,5	7,4
Flujo de caja libre operativo/deuda total	40,5	21,6	17,4	6,3	1,0	-4,0	-25,4
Retorno sobre el capital	30,6	25,1	19,6	15,4	12,6	9,2	-8,8
Ingresos operativos/ventas	30,9	25,2	17,9	15,8	14,4	11,2	5,0
Deuda a largo plazo/ capital	21,4	29,3	33,3	40,8	55,3	68,8	71,5
Deuda total/capital	31,8	37,0	39,2	46,4	58,3	71,4	79,4

Fuente: *Standard and Poor's Credit Week*, 28 de julio 1999.

Por ejemplo, si la compañía de seguros médicos mencionada en la Sección I.A.5.4.2 obtiene \$500.000 por medio de deuda, su gasto de intereses a una tasa anual del 8% será de \$40.000. Con \$150.000 de ganancias esperadas, la cobertura de intereses es ganancias/interés en otras palabras 3,75. Esto ubica la compañía entre el rango de BB a BBB. Para obtener una calificación AA el índice de cobertura de intereses por EBIT tuvo

<sup>8</sup> Fuente: *Standard and Poor's Credit Week*, 28 de julio 1999.

que haber sido 9,2<sup>9</sup>. Esto implica un gasto de intereses de \$16.300 ( $\$150.000/9,2$ ) lo cual correspondería a una deuda de \$293.750. Un análisis de sensibilidad basado en la volatilidad de las ganancias puede orientar más sobre esta decisión.

Tal como se ha visto en este capítulo, un análisis de este tipo es consistente con los aspectos que dirigen la estructura de capital. Las investigaciones han demostrado que hay una relación entre la calificación crediticia y la probabilidad de quiebra. Por lo tanto, las firmas con muy alta calificación, suelen tener menor proporción de deuda y menor probabilidad de quiebra, tal y como lo predice la explicación planteada.

#### **I.4.5.6 Conclusión**

¿Cómo se debe financiar un negocio?; ¿en cuánta deuda incurrir?; ¿cuánto capital accionario se requiere?; ¿es esto realmente importante? El análisis planteado demuestra que la estructura de capital afecta el valor del negocio y por lo tanto es una decisión de suma importancia para los gerentes y accionistas. El efecto es directo a través de los pagos tributarios “ahorrados”, e indirecto por el impacto en las motivaciones de los gerentes y la toma de decisiones. Es algo poco impreciso señalar cuál es la mejor mezcla de fondeo para una compañía específica, pero damos varias directrices con el fin de ayudar a que los gerentes tomen decisiones al respecto que ayuden a generar valor para el accionista

Un factor determinante en la elección de la estructura de capital de una empresa es el riesgo o variabilidad del flujo de ganancias operativas. Por lo general, cuanto mayor sea el riesgo menos deuda se puede resistir, especialmente a causa de la exposición a costos de

---

<sup>9</sup> *EBITDA* significa ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización; es decir, una medida guía o aproximación para el flujo de caja.

insolvencia y de quiebra. Muchas empresas seleccionarán la calificación crediticia deseada o la probabilidad de insolvencia basadas en la volatilidad del flujo de ganancias, y utilizan esto para estipular la factura de intereses o la cantidad de deuda que pueden resistir.

Las instituciones financieras son un tipo específico de compañías, en el sentido de que existen altos costos de insolvencia asociados a ellas. En consecuencia, la elección de la estructura de capital está generalmente dirigida a mantener en un “nivel aceptable” la exposición a los costos de insolvencia y quiebra.

## I.C.4 Mercado internacional de divisas

Instituto Canadiense de Valores<sup>10</sup>

### I.C.4.1 Introducción

El mercado internacional de divisas (o mercado *forex*) abarca todos los lugares en los que la moneda de un país se intercambia por otra a un tipo de cambio específico. El tipo de cambio es el precio de una moneda en términos de otra. Por ejemplo, si el tipo de cambio para el dólar canadiense es de US\$0,63, esto significa que con 63 centavos de dólar estadounidense se compra un dólar canadiense.

La definición más amplia del mercado internacional de divisas incluye tanto la compra de monedas extranjeras que efectúan las personas en las agencias bancarias para fines vacacionales u otras razones personales como los grandes volúmenes negociados entre empresas y corporaciones y sus respectivos bancos. Sin embargo, el mayor componente del mercado *forex* es el mercado interbancario; es un mercado extrabursátil (OTC, por sus siglas en inglés) dominado por grandes instituciones financieras que compran y venden divisas entre ellas mismas. Algunas investigaciones han estimado que entre el 90% y el 95% de la actividad cambiaria de un banco se realiza con otros participantes del mercado interbancario.

En la Sección I.C.4 se estudia el mercado interbancario más a fondo. En el apartado I.C.4.3 se presentan las diversas cotizaciones de los tipos de cambio. También se explica el modo en que los participantes del mercado interbancario obtienen las cotizaciones uno del

---

<sup>10</sup> Instituto Canadiense de Valores, Toronto.

otro, el papel que desempeña el dólar estadounidense y la forma en que las monedas se cotizan respecto al él, así como también el cálculo de los tipos de cambio cruzados. En la parte I.C.4.4 se analizan los diversos factores que afectan los tipos de cambio. En la unidad I.C.4.5 se esbozan las diferencias entre los mercados a plazo (*forward markets*) y los mercados de contado (*spot markets*). En el capítulo I.C.4.7 se presenta una visión general de lo que es operación cambiaria típica y finalmente en la sección I.C.4.7 se concluye.

### I.C.4.2 El mercado interbancario

El mercado de divisas interbancario se caracteriza por ser “descentralizado, continuo, de licitación abierta y doble subasta”. Analicemos cada uno de estos términos.

*Descentralizado*: el mercado interbancario es un mercado OTC sin una localización única. Opera globalmente, a través de sistemas telefónicos e informáticos que comunican a los bancos con otros negociadores de divisas. No obstante, el mayor volumen de negociación ocurre en tres centros financieros principales: Londres, Nueva York y Tokio. En Frankfurt, París, Singapur y Toronto existen centros interbancarios más pequeños pero importantes.

Dada la descentralización resulta muy difícil regular el mercado. No existe una entidad reguladora establecida para los mercados *forex* aunque el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) reúne información de la actividad del mercado internacional de divisas. Los mercados *forex* son autorreguladores y cuentan con organizaciones tales como la Asociación Internacional de Permutas y Derivados que

desempeñan una importante función al fomentar altos estándares de actividad comercial y al promover buenas prácticas en la gestión de riesgo.

*Continuo:* las cotizaciones de precio, en el mercado interbancario de divisas varían constantemente. Los bancos se comunican entre sí y se preguntan cuál es el precio actual de mercado para una transacción de divisas en particular. Se cotiza el precio de compra-venta (*bid/offer price*) que se establece como el precio de una divisa en términos de la otra. El precio de compra-venta puede cambiar de un momento a otro y esto refleja el sentimiento del mercado, además de las condiciones de la oferta y la demanda.

*Licitación abierta:* quienes preguntan por el precio de compra-venta no tienen que especificar la cantidad que quieren negociar y ni siquiera decir si piensan vender o comprar la divisa. A esto nos referimos con licitación abierta: el banco proveedor de la cotización está dispuesto a vender o a comprar. La cantidad de la transacción también es libre, aunque existen límites convencionales de lo que se puede negociar a los tipos cotizados. Las cotizaciones de precio típicas son para transacciones de 5 a 10 millones de dólares estadounidenses o moneda equivalente.

*Doble subasta:* los bancos que reciben llamadas de individuos que quieren averiguar alguna cotización, a la vez llaman a otros bancos para preguntar por su precio de mercado; es decir, el tipo de compra y tipo de venta que ofrecen. La obligación de ser tanto el que “fija” el precio como el que lo “acepta” es a lo que nos referimos con “doble subasta”.

En 2001, la encuesta trianual del BIS sobre la actividad del mercado de divisas mostró que el volumen promedio diario negociado globalmente en el mercado de divisas interbancario fue de US\$1,21 billones. En realidad, esta cifra representa una disminución si se compara con el reporte del BIS para el año 1998, en el cual se registró un volumen diario de aproximadamente US\$1,5 billones. El BIS menciona cuatro factores que intervinieron en este descenso de la actividad:

- la introducción del euro.
- la consolidación en la industria bancaria internacional.
- la consolidación en el sector corporativo.
- la creciente participación del corretaje electrónico en el mercado de contado.

### I.C.4.3 Cotizaciones del tipo de cambio

Un tipo de cambio puede expresarse respecto a cualquiera de las dos divisas involucradas. Una *cotización directa* es el número de unidades de moneda *local* que se pueden comprar con una unidad de moneda extranjera. Un tipo de cambio de 1,5873 dólares canadienses por cada dólar estadounidense es una cotización directa desde la perspectiva de un canadiense. Sin embargo, desde el punto de vista de un estadounidense, sería una cotización indirecta que representaría el número de unidades de moneda *extranjera* que se necesitan para comprar una unidad de moneda local. Una cotización indirecta expresa cuánto vale la moneda nacional e términos de la moneda extranjera, simplemente es lo opuesto o “recíproco” de una cotización directa. Es decir:

$$P_{B/A} = \left( P_{A/B} \right)^{-1} = \frac{1}{P_{A/B}},$$

donde  $P_{A/B}$  es el precio de la divisa B en términos de la divisa A y  $P_{B/A}$  es el precio de la divisa A en términos de la divisa B.

Los participantes del mercado interbancario pueden negociar directamente entre ellos o de forma indirecta mediante un sistema de corredores de divisas o sistemas de corretaje electrónico.

#### **I.C.4.3.1 Negociaciones directas**

Negociar directamente es una actividad por medio de la cual el operador de un banco se comunica con un operador en otro banco para obtener una cotización de cierta moneda. Una de las ventajas de este tipo de negociación es que la relación comercial profesional entre los dos operadores se desarrolla a lo largo del tiempo, lo que podría resultar ventajoso en ciertas situaciones del mercado. Por ejemplo, si una divisa experimenta una crisis de iliquidez temporal o aun prolongada, una relación establecida con otro banco que negocia en esa divisa podría ayudar al operador a completar una negociación a un precio razonable.

Los bancos controlan la cantidad de transacciones que realizan entre sí al fijar límites sobre las negociaciones que harán con cualquier otro banco. La fijación de estos límites es una decisión crediticia, que la toman los gestores de riesgos de rango mas alto. Los bancos limitan su exposición a cualquier homólogo con el fin de reducir el riesgo de incumplimiento, el cual es el riesgo de que la otra parte de la negociación no cumpla con sus obligaciones contractuales cualquiera que sea el negocio entablado.

#### **I.C.4.3.2 Corredores de divisas**

Dada la cantidad de bancos que participan en el mercado interbancario global, o aun dentro de Norteamérica, Europa o Asia, uno se puede imaginar la red compleja de contactos y tecnología requerida para relacionarse con todos los bancos posibles. Al utilizar corredores el banco reduce el costo de comunicarse con otros participantes del mercado en una determinada localidad. Un corredor de divisas actúa como un intermediario entre dos bancos que están interesados en comprar o vender una divisa a un precio específico. Al ofrecer este servicio, los corredores cobran tanto al comprador como al vendedor una comisión según la magnitud de la negociación. Las tasas de comisión que suelen cobrarse no varían mucho entre corredores sin embargo, en algunos casos se realiza un descuento a los bancos que ejecutan grandes transacciones.

La mayoría de los corredores trabaja en los grandes centros financieros de Londres, Nueva York y Tokio, aunque algunos laboran en centros más pequeños de negociación. Los bancos envían órdenes de compra y venta para los pares de divisas a los corredores; éstos se encargan de difundir las órdenes entre sus redes respectivas. Ellos transmiten por medio de altavoces ubicados en las mesas de negociación de los bancos, los mejores precios de compra y venta para varias divisas. Cuando un operador quiere ejecutar la transacción conforme los precios transmitidos le responderá al corredor, por medio de una línea telefónica abierta y directa, “¡mía!” (es decir, quiero comprar la divisa) o “¡suya!” (es decir, quiero vender la divisa).

Los corredores no revelan cuál banco está detrás de los precios hasta que ambas partes aprueben la transacción, asumiendo que los dos bancos pueden negociar entre sí

conforme los límites que impusieron a sus transacciones. Los corredores evitan enlazar bancos que no negocian mutuamente o que no pueden hacerlo. Es decir están concientes de quién puede negociar con quién.

Los corredores garantizan el anonimato al comprador y al vendedor. Esto es importante en el proceso de negociación, porque los operadores prefieren no revelar a otros participantes cuál es su posición o su visión del mercado. Una vez que la negociación haya concluido y ambas partes estén de acuerdo con los pormenores del asunto, se procesa la transacción y las respectivas oficinas de tramitación de las partes involucradas, incluido el corredor, confirman dicha transacción. Los corredores procuran mantenerse neutrales en sus negociaciones con los bancos y no se les permite tomar ninguna posición como si lo pueden hacer los bancos.

#### **I.C.4.3.3 Sistemas de corretaje electrónico**

Hasta hace poco, el corretaje “físico”, proceso ya descrito, era una fuente clave para obtener cotizaciones y homólogos con quienes negociar. Sin embargo, debido a la acelerada evolución de la tecnología y la capacidad informática los sistemas electrónicos de corretaje están reemplazando de forma rápida al corretaje físico. El corretaje electrónico es similar al físico, con la diferencia de que es un sistema informático el que toma la orden y no una persona. El sistema enlaza automáticamente órdenes de compra y venta conforme el precio de una divisa fluctúa y las órdenes de mercado se calzan con órdenes abiertas.

Los principales proveedores de corretaje electrónico son EBS y Reuters. Otros innovadores en tecnología cuentan con poca presencia en el mercado pero intentan expandir su participación a medida que el corretaje electrónico adquiera mayor importancia.

#### **I.C.4.3.4 El papel del dólar estadounidense**

El dólar estadounidense ha sido la principal moneda vehículo a lo largo de casi un siglo. Esto significa que es la moneda de referencia aceptada contra la cual se valoran otras divisas, debido a que la mayoría de las transacciones comerciales globales se efectúan en dólares estadounidenses. Además, fácilmente se acepta como moneda de curso legal en algunos países, y en la mayoría de los otros países es sencillo cambiarla a la moneda local. Por lo tanto, en la mayoría de las negociaciones que se dan en el mercado interbancario hay dólares estadounidenses involucrados en una u otra parte de la transacción. El informe del BIS para el año 2001 mostró que el dólar estadounidense participa en el 90% de las transacciones interbancarias.

La mayoría de las divisas se cotizan en términos indirectos desde la perspectiva estadounidense. Por ejemplo, una cotización de 120,92 para el yen japonés (JPY, por sus siglas en inglés) significa que un dólar estadounidense (USD, por sus siglas en inglés) vale ¥120,92, o que se necesitan ¥120,92 para comprar un dólar estadounidense. Una cotización del JPY de 120,92 se traduce a un valor de US\$0,00827 por un yen japonés. Si una divisa se cotiza de esta manera, una cotización alcista representa un fortalecimiento del dólar estadounidense en relación con otra divisa o un debilitamiento de la divisa frente al dólar estadounidense.

Por otro lado, algunas divisas se cotizan en términos directos desde la perspectiva estadounidense, incluida la libra esterlina (GBP, abreviatura en inglés), el euro (EUR, abreviatura en inglés), el dólar australiano (AUD, abreviatura en inglés) y el dólar neozelandés (NZD, por sus siglas en inglés). Este tipo de cotización indica el valor de la divisa en términos del dólar estadounidense. Por ejemplo, una cotización de 1,6234 para la GBP significa que una libra esterlina vale US\$1,6234, o que se necesitan US\$1,6234 para comprar una libra esterlina. Una cotización de la GBP de 1,6234 se traduce a un valor de £0,6160 por un dólar estadounidense. Si una divisa se cotiza de esta manera, una cotización alcista representa el fortalecimiento de la otra divisa frente al dólar y un debilitamiento del dólar frente a esa divisa.

#### **I.C.4.3.5 Formas convencionales para cotizar y dar el precio de mercado**

Los operadores tienen formas particulares de cotizar los precios de compra y de venta de las monedas extranjeras. Por ejemplo, un operador en el banco A puede llamar a un operador en el banco B y preguntar por el precio de mercado de B para el dólar canadiense (CAD, por sus siglas en inglés) frente al dólar estadounidense. B muestra un precio de mercado de 1.5599-1.5604. Por lo general el operador en el banco B no perdería ni su tiempo ni el del otro operador diciendo: “uno cincuenta y cinco noventa y nueve” y “uno cincuenta seis cero cuatro”, sino que solo dicen los últimos dos decimales o puntos; sería algo así como: “noventa y nueve” y “cero cuatro”. Los operadores siempre están conscientes de lo que esto significa y siempre sabrán que a los números iniciales se les conoce como “la figura” (*big figure*).

Esta cotización significa que el operador en el banco B está dispuesto a comprar USD a C\$1,5599 y a USD a C\$1,5604. En otras palabras, A puede ya sea vender USD y recibir C\$1,5599 ó comprar USD a B y pagar C\$1,5604. Estas cotizaciones suelen ser válidas para cantidades entre los 5 y 10 millones de dólares estadounidenses. Las cantidades específicas se establecen con anticipación. Si un banco necesita negociar una cantidad de dinero mayor, el operador del banco A le especificará esto al operador del banco B antes de que éste diga cuál es la cotización. Si A le compra a B, USD a 1,5604 entonces estará pagando o tomando la oferta. El operador del banco A podrá sencillamente decir: “¡míos!”, que es una clave interbancaria para decir: “los dólares estadounidenses son míos al precio de venta que usted propone”. Si el operador del banco A quiere vender dólares estadounidenses al banco B, dirá: “¡suyos!”, lo que significa “los dólares estadounidense son suyos al precio de compra que usted ofrece”.

El cuadro I.C.4.1 presenta una lista típica de cotizaciones para varias divisas respecto al dólar estadounidense. El margen entre los precios de compra y venta (*bid-offer spread*) para las divisas extranjeras más fuertes y relativamente líquidas, por lo general es de 3-10 “puntos”. Sin embargo, en ocasiones de extrema iliquidez el margen puede alcanzar un nivel significativamente mayor.

**Cuadro I.C.4.1 Cotizaciones típicas de las monedas extranjeras.**

Divisa	Precio de Compra	Precio de Venta
CAD	1,5599	1,5604
GBP	1,5370	1,5375
EUR	0,9835	0,9839
JPY	117,50	117,60
CHF	1,4909	1,4915
AUD	0,5440	0,5449

Algunas veces el operador puede cotizar un precio de compra equivalente al precio de venta, lo que significa que el interesado puede decidir si compra o vende a tal precio. Esta situación indica que hay una alta liquidez en el mercado.

#### **I.C.4.3.6 Transacciones cruzadas y tipos de cambio cruzados**

La mayoría de las monedas extranjeras no se negocian o se cotizan directamente unas contra otras. Por ejemplo, si una corporación quiere vender pesos mexicanos (MXN, abreviatura en inglés) y cambiarlos por dólares de Hong Kong (HKD, abreviatura en inglés), la transacción será cruzada, es decir se venderán pesos mexicanos por dólares estadounidenses y luego se venderán USD por HKD. La cotización para esta transacción se derivaría las cotizaciones de las dos divisas frente al dólar estadounidense. Esta cotización se conoce como tipo de cambio cruzado.

#### **Ejemplo I.C.4.1: Tipos de cambio cruzado**

Partamos de que un banco está dispuesto tanto a comprar como a vender monedas extranjeras a sus clientes corporativos más grandes, a los tipos de cambio mostrados en el Cuadro I.C.4.1. Si uno de estos clientes quiere una cotización para comprar CAD por JPY, el banco determinará el margen entre el precio de compra y el precio de venta para el tipo de cambio cruzado de la siguiente manera. El cliente venderá CAD por USD a 1,5604. En otras palabras un dólar canadiense vale US\$0,6409. El cliente comprará JPY por USD a 117,50. En otras palabras un yen japonés cuesta US\$0,00851. En general, un dólar canadiense costará  $0,6409/0,00851 = ¥75,30$ .

Si un cliente quiere vender JPY por CAD, el tipo de cambio cruzado se calculará de la siguiente manera. El cliente venderá JPY por USD a 117,60; es decir, un yen japonés vale US\$0,0085; luego, el cliente comprará CAD por USD a 1,5599. En otras palabras un dólar canadiense costaría US\$0,6411 en general, un dólar canadiense valdría  $0,6411/0,0085 = ¥75,40$ .

Todos estos cálculos significan que el margen de compra-venta del banco para el dólar canadiense en términos del yen japonés es 75,30–75,40. Esto quiere decir que, el banco está dispuesto comprar CAD a ¥75,30 o a vender CAD a ¥75,40.

#### I.C.4.4 Factores que determinan los tipos de cambio

Esta sección planteará una visión general de los factores que determinan el valor de una moneda. Se han escrito libros que se dedican completamente a explicar la forma en que el valor de las divisas varía y la razón de ello. Si usted le pregunta a un profesional en el área de mercados *forex* la razón de que una moneda se esté apreciando en cierto momento, probablemente algunos le contestarán con *donaire*, que se debe a que la demanda es mayor que la oferta. Esta breve respuesta es cierta si en los mercados donde se experimenta constante cambio, los factores que influyen las fluctuaciones en el valor de las divisas no son evidentes; sin embargo, existen otras razones.

##### I.C.4.4.1 La perspectiva fundamental

Los tipos de cambio, a la larga están muy asociados con aquellos fundamentos económicos de una nación que podemos identificar fácilmente, tales como el producto interno bruto (PIB), el índice de inflación, la productividad, las tasas de interés, los niveles

de empleo, la balanza de pagos y la balanza de la cuenta corriente. El funcionamiento de la economía de una nación suele medirse a través de los cambios en el PIB. Las agencias de estadística preparan reportes anuales y trimestrales sobre esta medida. Si la economía de un país se encuentra bien, comparada con la de otro país, el que cuente con la economía más fuerte, poseerá la divisa más fuerte. Por lo general la comparación de la fuerza económica de los países se realiza tomando como referencia la de los Estados Unidos de América.

Las divisas no solo se ven afectadas por lo ocurrido en el pasado sino también por las expectativas y pronósticos sobre el desempeño futuro. Al especular sobre el compartimiento a futuro de una divisa también se hace en comparación con el dólar estadounidense ya que la mayoría de las monedas se cotizan contra el dólar. Aunque es difícil anticipar como estará la corona sueca frente al peso mexicano, ambas divisas se pueden comparar con el dólar estadounidense. A partir de ello se puede calcular o proyectar un tipo de cambio cruzado, pero habrá un margen de error mayor.

El PIB real está asociado a los niveles de inflación. A mayores niveles de inflación se disminuirá el valor interno de la moneda ya que se requiere más moneda local para comprar bienes extranjeros. El nivel real de las tasas de interés también se reduce si hay mayores niveles de inflación. Los inversionistas extranjeros tendrán menor incentivo de invertir en un país donde la inflación es alta.

La productividad de un país también afecta el valor de una divisa; por ejemplo, cuando la productividad incrementa debido a los avances tecnológicos, ésta mejora conlleva a precios estables y menor inflación. El mercado de divisas recompensa a los

países con altos niveles de productividad, tal y como sucedió con Estados Unidos de América a mediados y finales de la década de 1990. Muchos analistas económicos piensan que esto fue un aspecto clave por el cual el dólar estadounidense se mantuvo fuerte durante esa década.

Las tasas de interés real de igual manera ayudan a determinar el valor de una moneda. Por ejemplo, si el Banco de Canadá apoya una política monetaria “restrictiva” aumentando las tasas de interés, entonces (permaneciendo todo lo demás constante) esta política atraerá inversiones extranjeras en activos monetarios canadienses. En cambio, si la política monetaria es “expansiva”, los inversionistas extranjeros dejarán de lado al dólar canadiense para buscar divisas de mayor rendimiento.

Asimismo el nivel de empleo de una nación influencia el valor de la divisa. Cuando los niveles de empleo son altos, el consumidor y el consumo general de los hogares serán más activos y la economía se beneficiará. Durante gran parte de la década de 1990, la economía estadounidense funcionó relativamente bien. La disponibilidad de buenas oportunidades de empleo y las compras de los consumidores previnieron que la economía de los Estados Unidos de América de América se desacelerara y reforzaron el valor del dólar estadounidense.

La balanza de pagos de un país permite determinar el valor de la moneda. Cuanto mayor sea la balanza de pagos más fuerte será la moneda en comparación con las otras. Uno de los principales componentes de la ecuación de la balanza de pagos es la balanza de la cuenta corriente. Aunque esta última se deriva del valor de las importaciones y

exportaciones de servicios y mercadería, al igual que el flujo de interés y los dividendos que entran y salen del país, también se puede asociar con el nivel de ahorro y la inversión en el país y con el saldo presupuestario del gobierno. En general, cuanto mayor sea el superávit del gobierno, mayor será la balanza de la cuenta corriente. Cuando esta balanza y la tendencia son positivas, la moneda local es fuerte. Es lógico que a medida que un gobierno pasa de déficit a superávit, el valor de la moneda incrementa.

La lista de todos los factores mencionados anteriormente no es exhaustiva ya que existen otros que pueden influenciar el valor de una divisa. La globalización ha incrementado el número de aspectos que afectan las divisas de cada país. Quienes especulan deben considerar los efectos de la variedad de elementos que intervengan en el valor de una moneda. Esto puede ser un proceso difícil y tedioso además no garantiza el éxito ni la precisión.

#### **I.C.4.4.2 Perspectiva a corto plazo**

Existen muchos interesados que participan en el mercado internacional de divisas, incluidos tanto los participantes pasivos como los activos. Los profesionales en divisas, sean operadores o ejecutivos de cuenta en los bancos, consideran los factores mencionados previamente para analizar las tendencias a largo plazo en el valor de una divisa. Sin embargo, los operadores de divisas suelen tener una visión a corto plazo y trabajan con ciertos límites. Ellos deben alcanzar metas de ganancias diarias, semanales o mensuales por lo tanto, reaccionan ante los acontecimientos que influyen una divisa a corto plazo.

El mercado *forex* es muy dinámico y volátil. En un día, una moneda puede fluctuar mucho o poco. Los operadores tratan de aprovechar estos cambios, ya sean grandes o pequeños, para sacar una ganancia. Consultan gráficos y utilizan el análisis técnico para comprender los movimientos de las divisas tal y como los analistas y operadores de acciones tratan de entender la posición y el futuro de una compañía o industria en particular. Los gráficos muestran tendencias a corto plazo que posibilitan al operador a tomar decisiones.

Un factor que influye en el valor de una divisa a corto plazo, es el nivel general de liquidez. Los mercados suelen mostrar cierto grado de fluidez pero algunas veces la liquidez se agota. Durante estos periodos el valor de las divisas puede ser bastante volátil. Los especuladores entran al mercado y tratan de empujar la divisa hacia cierta dirección con el fin de favorecer sus propias posiciones. Dado que los movimientos pueden ser bruscos y exagerados, los operadores deben tener cuidado de no quedar atrapados en un ambiente así, con posiciones desfavorables. Afortunadamente esta situación suele ser temporal.

La interacción entre los mercados de futuros (*futures markets*) y los mercados en efectivo (*cash markets*) pueden afectar los valores de las divisas. Comúnmente el mercado de efectivo guía al mercado de futuros. Sin embargo, este patrón se revierte durante un breve período. Esta reversión provoca un desequilibrio a corto plazo y los mercados se vuelven muy volátiles hasta que se recupera la liquidez. Se pueden dar oportunidades temporales que ocasionan un frenesí en el mercado por un periodo breve.

Los operadores institucionales a menudo procuran manipular o presionar el mercado para alcanzar una posición más favorable. Por ejemplo, una institución grande, como un banco, puede mantener cierta posición en el mercado de derivados de divisas (OTC). Supongamos entonces, que un banco vende una opción de compra de CAD/USD con un precio de ejercicio (*strike price*) 1,5000 y una barrera de desactivación (*knock-out*) a 1,5800. Esto significa que la opción de compra se anulará si durante la vigencia del contrato, el precio de contado (*spot price*) llega a 1,5800. Si el precio actual de contado está a 1,5650, el operador del banco puede tratar de presionar el mercado para que llegue a 1,5800 y así evitar el posible desembolso al comprador de la opción.

Acontecimientos políticos inesperados o crisis mundiales pueden afectar el valor de las divisas. Durante las crisis, los inversionistas buscan lugares seguros para invertir y prefieren ciertas divisas como el dólar estadounidense o el franco suizo que se consideran monedas de resguardo. De manera que invierten solo en esas divisas y dejan de lado las divisas de segundo orden (*second-tier currencies*). Estos mercados son temporales e imposibles de predecir; sin embargo, se sabe que pueden originar resultados devastadores a largo plazo para un participante individual del mercado. En los mercados donde se experimentan cambios rápidos, solo los más valientes o los más temerarios participan, ya que se negocia cuando es necesario.

#### **I.C.4.4.3 Intervención de los bancos centrales**

Los bancos centrales (los CB por sus siglas en inglés) influyen muchísimo en el mercado de divisas pero ejercen ese poder con cautela. De vez en cuando los CB intervienen en el mercado *forex*, algunos son más activos que otros y los niveles de

transparencia varían. Cuando realmente intervienen, la mayoría de los CB tratan de mantener una variedad de opciones disponible para garantizar un mayor impacto.

Los CB le permiten al mercado determinar el nivel de una divisa. Comúnmente, en los países industrializados, su misión es fomentar perspectivas económicas sostenibles y mantener los precios estables en lugar de estipular o gestionar el nivel de la moneda local. Algunas veces intervienen en el mercado *forex* y a esa intervención se le llama “persuasión moral”, por medio de la cual un portavoz de un banco central ofrece a los mercados la perspectiva que tienen los CB respecto a la moneda local. Esto revela la posición de la moneda local, predilecta de los CB. Por lo general, el mercado ajusta el valor de la divisa al nivel deseado para evitar que el banco central intervenga directamente. No obstante, los participantes del mercado en ocasiones toman posiciones opuestas a las de los CB. Esto puede ser peligroso, ya que las consecuencias pueden ser drásticas tanto para el banco central como para los participantes con la posición opuesta. Por un lado, es posible que el banco central pierda su reputación ya que su credibilidad está en juego y por otro, los participantes en contra se arriesgan a grandes pérdidas si el banco decide intervenir.

Los CB intervienen cuando el mercado se desorganiza. Caracterizar el compartimiento del mercado como desordenado es subjetivo sin embargo, algunos CB como el Banco de Canadá cuentan con un personal especializado en mercados *forex* que interpreta las condiciones del mercado con el fin de que la intervención sea precisa y efectiva de manera que se recupere la estabilidad. El propósito de algunas intervenciones consiste en mantener cierto par de divisas dentro de un rango. Por ejemplo, el Banco de Japón suele expresar abiertamente el valor que desea para el yen japonés frente al dólar

estadounidense. Los participantes del mercado conocen los perjuicios del Banco y tratan de no provocar al Banco de Japón por miedo a que intervenga directamente. Los CB también se comunican con sus homólogos, de otros países para seguir de cerca las condiciones del mercado y hasta les podrían pedir que intervengan a su favor si la situación es muy seria.

En síntesis, los CB de los países industrializados intervienen en el mercado para influenciar los movimientos a corto plazo de las divisas. Esta intervención es distinta a la que existía desde el periodo post segunda guerra mundial hasta el régimen de Bretton Woods, bajo el cual la intervención de un banco central era una proclamación oficial de un cambio estructural en el valor de la divisa. Hoy en día, la filosofía general es que el mercado, en última instancia, es quien determina el equilibrio de las divisas.

#### I.C.4.5 Mercados a plazo y de contado

Una divisa se vende o se compra ya sea en el mercado a plazo (*forward market*) o en el de contado (*spot market*).

##### I.C.4.5.1 El mercado de contado

El mercado interbancario de contado consiste en compras y ventas de divisas para *entrega inmediata*. Para las transacciones de CAD y USD, la “entrega inmediata” tiene lugar el siguiente día hábil después de completada la transacción. Para la mayoría de las demás monedas, incluyendo las principales divisas europeas y asiáticas, la “entrega inmediata” ocurre los dos días hábiles siguientes a la fecha de la transacción. Cada transacción de divisas implica un pago doble; es decir, un pago por cada divisa involucrada en la negociación.

Imaginemos que un lunes un operador en BMO compra US\$10 millones al precio de contado a un operador del CIBC a un tipo de cambio respecto al CAD de 1,5604. Para liquidar esta transacción, el CIBC notificará a su banco corresponsal en Nueva York que debite de su cuenta de dólares estadounidenses US\$10 millones y que envíe el dinero al banco corresponsal<sup>11</sup> del BMO en Nueva York para que luego se le acrediten al BMO. La transferencia de dólares estadounidenses a través de bancos corresponsales se realiza mediante el Sistema Interbancario de Compensación de Pagos (CHIPS, por sus siglas en inglés), una cámara de compensación para transacciones de dólares estadounidenses, dirigida por sus bancos miembros. Los fondos se transferirán, el siguiente día hábil, es decir el martes (asumiendo que tanto el lunes como el martes son días hábiles en Estados Unidos de América).

Simultáneamente, el BMO le enviará al CIBC C\$15.604.000 a través del Sistema de Transferencias de Gran Valor (LVTS, por sus siglas en inglés) manejado por la Asociación Canadiense de Pagos (CPA, por sus siglas en inglés). El BMO utilizará el sistema de la Sociedad para las Telecomunicaciones Financieras Interbancarias Mundiales (SWIFT, por sus siglas en inglés) para transmitir las instrucciones. Al final del día, el saldo del LVTS para cada miembro de la CPA se liquidará por medio de un débito o un crédito a su cuenta con el Banco de Canadá. Si esa es la única transacción de divisas entre el CIBC y el BMO en ese día (lo cual es poco probable), entonces a la cuenta del BMO con el Banco

---

<sup>11</sup> Un banco corresponsal es un miembro del sistema nacional de compensación de pagos que compensa y liquida transacciones en nombre de un cliente extranjero. Cada banco involucrado en el mercado interbancario tiene al menos un banco corresponsal en cada país por medio del cual dirige sus transacciones de monedas extranjeras. Los bancos corresponsales llevan todos los saldos por operaciones en el mercado de divisas del banco a nombre del cual actúan.

de Canadá se le debitarán C\$15.604.000 que se le acreditarán al CIBC, todo se liquidará el martes.

#### **I.C.4.5.2 El mercado a plazo**

La única diferencia entre el mercado a plazo y el de contado es el tiempo de entrega. En el mercado de contado las transacciones se liquidan uno o dos días hábiles después del día de la transacción. Sin embargo, en el mercado a plazo las transacciones se liquidan entre un rango de una semana a diez años después de la fecha de la transacción. Debido a esta liquidación retardada los precios a plazo son distintos a los precios de contado. En decir que, no solo el tiempo de la entrega difiere entre el mercado a plazo y el mercado de contado sino por lo general los precios también son distintos. Los principios para la valoración de divisas a plazo se analizan en la Sección I.B.3.3.

En las divisas principales, los mercados a plazo son líquidos para periodos de entrega<sup>12</sup> de un mes, dos, tres, seis meses y un año. Se pueden establecer periodos más largos para ciertos pares de monedas (tales como CAD/USD). Todos los pormenores de la transacción como el precio (tipo de cambio), la magnitud de la transacción y los procedimientos de liquidación se acuerdan el momento que se realiza la transacción. A este convenio de negociar divisas a un tipo de cambio previamente establecido se le llama contrato a plazo.

Las características de negociación del mercado interbancario de contado también están presentes en el mercado interbancario a plazo; es decir, es un mercado

---

<sup>12</sup> La fecha real de entrega corresponde al número de meses transcurridos después de la fecha de entrega inmediata. Por ejemplo, un contrato a plazo de CAD/USD se liquida dentro un mes y un día.

descentralizado, continuo, de licitación abierta y de doble subasta. La mayoría de las divisas se cotizan frente al dólar estadounidense ya sea en términos estadounidenses o en términos europeos. Las transacciones se realizan directamente entre operadores bancarios o por medio de corretaje físico o sistemas de corretaje electrónico. Las transacciones a plazo se liquidan igual que las transacciones de contado e involucran la transferencia de divisas en dos países.

#### *I.C.4.5.2.1 Descuentos a plazo y primas*

Aparte de la fecha de entrega, la otra gran diferencia entre las transacciones a plazo y las de contado es el precio al cual se realizan las negociaciones a plazo. La diferencia absoluta entre el precio a plazo y el precio de contado se llama la tasa de permuta. La diferencia relativa anual se conoce como prima a plazo (*forward premium*) o descuento a plazo (*forward discount*), esto dependiendo si el precio a plazo  $F_n$  es mayor o menor que el precio de contado  $S$ :

$$\text{Tasa de permuta} = F_n - S \quad (\text{I.C.4.1})$$

$$\text{Prima a plazo o Descuento a plazo} = \frac{F_n - S}{S} \times \frac{360}{n} \quad (\text{I.C.4.2})$$

#### **Ejemplo I.C.4.2: Tasas de permutas de divisas y primas a plazo**

Supongamos que el precio de contado del CAD/USD es 1,5870 y que el precio a plazo a un mes (30 días) del CAD/USD es 1,5884. Por lo tanto la tasa de permuta a un mes del CAD/USD es  $1,5884 - 1,5870 = 0,0014$ . Los operadores llamarán a esto una tasa de permuta de 14 puntos.

La prima a plazo a un mes anualizada (o descuento a plazo, si el precio a plazo es menor que el precio de contado) es:<sup>13</sup>

$$\frac{1,5884 - 1,5870}{1,5870} \times \frac{360}{30} = 0,010586 = 1,06\%$$

Partiendo de que la cotización del CAD/USD es el precio de los dólares estadounidenses en términos de los dólares canadienses, decimos que el dólar estadounidense se cotiza con una prima a plazo a un mes de 1,06% respecto al dólar canadiense. A la inversa diríamos que el dólar canadiense se debe cotizar con un descuento a plazo a un mes que será aproximadamente de la misma cantidad y se considera un “aproximado” porque el proceso de invertir cotizaciones de divisas altera el valor exacto de la prima o el descuento. Si se calcula con varios decimales, la diferencia será menor. Si se redondea a tres o a cuatro decimales la diferencia será mayor.

Por ejemplo, si invertimos las cotizaciones de contado y a plazo del CAD/USD que se mostraron anteriormente y las redondeamos a cuatro decimales, el valor de contado que obtendríamos sería de 0,6301 y un valor a plazo de 0,6296. Al aplicar a estos valores la fórmula del punto I.C.4.2, nos daría:

$$\frac{0,6296 - 0,6301}{0,6301} \times \frac{360}{30} = -0,00952 = -0,95\% ;$$

---

<sup>13</sup> Consulte el Capítulo I.C.3 para las convenciones adecuadas de conteo de días para el cálculo de las tasas de interés. Aquí utilizamos 360/30 para el par CAD/USD. [Dicho apartado se encuentra en el documento original (N de la T)].

es decir, un descuento de 0,95%. En este caso la diferencia (1,06% comparado con -0,95%) es muy pronunciada. Sin embargo si hacemos de nuevo el cálculo utilizando ocho decimales, digamos 0,63011972 y 0,62956434, la diferencia sería insignificante:

$$\frac{0,62956434 - 0,63011972}{0,63011972} = \times \frac{360}{30} = -0,010577 = -1,06\%$$

#### *I.C.4.5.2.2 Paridad de la tasa de interés*

¿Qué determina el tipo de cambio a plazo y, por tanto, la tasa de permuta y el descuento o la prima a plazo? Al igual que sucede con otros contratos a plazo, el precio a plazo también se deriva del precio de contado, con base en el modelo del costo de mantenimiento, aunque de no ser así, el arbitraje puede originar utilidades libres de riesgo. Las transacciones de arbitraje que mantienen el tipo de cambio a plazo en función del tipo de cambio de contado se conocen como arbitraje de interés cubierto. En la negociación de divisas al efecto del arbitraje de interés cubierto se le llama paridad de la tasa de interés.

La paridad de la tasa de interés significa que la divisa con una menor tasa de interés se debería cotizar con una prima a plazo respecto a la divisa de un país con mayor tasa de interés. La paridad de la tasa de interés elimina de manera satisfactoria el diferencial en las tasas de interés entre países, después de que el riesgo cambiario haya sido eliminado con un contrato a plazo.

Si la paridad de la tasa de interés se mantiene, el diferencial en el interés cubierto (es decir la diferencia entre las tasas de interés de dos países, fusionadas con un contrato a plazo) es cero. En otras palabras, el diferencial en la tasa de interés debería equivaler

aproximadamente al descuento o a la prima a plazo. Si esto no sucede, el arbitraje de interés cubierto por parte de los operadores interbancarios e instituciones, pronto eliminará el diferencial en las tasas de interés. Estos operadores se centran en la tasas de interés de las Eurodivisas, ya que ellos puede prestar y pedir prestado grandes cantidades de dinero en este mercado.

### **Ejemplo I.C.4.3: Arbitraje de interés cubierto**

Partamos de que el tipo de cambio de contado del CAD/USD es 1,5870 y que las tasas de interés a tres meses (91 días) en el mercado de Eurodivisas son de 3,5% para el dólar canadiense y 3% para el dólar estadounidense. Supongamos también que el tipo de cambio a plazo del CAD/USD es 1,5870, igual que el precio de contado. Como las tasas de las Eurodivisas para los dólares estadounidenses son menores que las tasas para los dólares canadienses, el USD se debería cotizar con una prima a plazo respecto al CAD. Como no sucede así, el arbitraje de interés cubierto producirá una utilidad libre de riesgo. Los cuatro pasos en el arbitraje de interés cubierto son:

1. Pedir prestado dólares estadounidenses. Si se obtiene un préstamo de US\$1 millón en el mercado de Eurodólares al 3%, la cantidad que se debe rembolsar a los tres meses será:

$$\$1 \text{ millón} + \left( \$1 \text{ millón} \times 0,03 \times \frac{91}{361} \right) = \$1.007.583$$

2. Vender dólares estadounidenses y comprar dólares canadienses al precio de contado. Convertir el millón de dólares estadounidenses en dólares canadienses al tipo de cambio de contado 1,5870 para obtener C\$1.587.000.

3. Invertir los dólares canadienses. Realizar la inversión de los dólares canadienses en el mercado de Eurodivisas por tres meses para ganar 3,5%. Después de los tres meses, la inversión dará como resultado:

$$C\$1.587.000 + \left( C\$1.587.000 \times 0,035 \times \frac{91}{361} \right) = \$1.601.040$$

4. Vender dólares canadienses y comprar dólares estadounidenses a plazo. Vender C\$1.601.040 a plazo, a un tipo de cambio a plazo a un mes del CAD/USD de 1,5870 para obtener en un plazo de tres meses:  $1.601.040/1,5870=US\$1.00.847$ .

En tres meses, las ganancias provenientes de la inversión en dólares canadienses se pueden utilizar para cumplir con las obligaciones del contrato a plazo y a cambio producirá US\$1.008.847, de los cuales US\$1.007.583 se deben utilizar para rembolsar el préstamo de dólares estadounidenses. Una vez que todas las transacciones se hayan liquidado, quedará una utilidad libre de riesgo de US\$1264.

Siguiendo con el ejemplo anterior, cuando otros operadores interbancarios e institucionales se enteren de que el arbitraje de interés cubierto ofrece una utilidad libre de riesgo, ellos también realizarán ese tipo de transacciones. Esto lleva a lo siguiente: las tasas de interés del dólar estadounidense en el mercado de Eurodivisas se elevan a medida que los operadores piden prestado USD, el tipo de contado del CAD/USD baja conforme los operadores venden dólares estadounidenses al precio de contado, las tasas de interés del dólar canadiense disminuyen a medida que los operadores invierten dólares canadienses, el tipo a plazo del CAD/USD se eleva conforme los operadores compran USD a plazo. A fin de cuentas, los cuatro precios y las tasas convergirán en valores que reducirán la

oportunidad de obtener una utilidad libre de riesgo al llevar a cabo el arbitraje de interés cubierto.

La siguiente ecuación se puede utilizar para determinar el valor justo del tipo de cambio a plazo que elimina la utilidad libre de riesgo proveniente del arbitraje de interés cubierto, asumiendo que la tasa pasiva y la activa son equivalentes y que no hay márgenes de precios de compra y de venta:

$$F_{X/Y} = S_{X/Y} \frac{1 + r_X n / 360}{1 + r_Y n / 360}, \quad (\text{I.C.4.3})$$

donde  $F_{x/y}$  es el tipo de cambio a plazo a  $n$  días para la divisa Y respecto a la divisa X,  $S_{x/y}$  es el tipo de cambio de contado para la divisa Y respecto a la divisa X,  $r_x$  y  $r_y$  son las tasas de interés de las divisas X y Y respectivamente, expresadas como rendimientos del mercado de dinero en notación decimal, y  $n$  es el número de días que abarcan tanto ambas inversiones como el contrato a plazo.

#### **Ejemplo I.C.4.4: El valor justo de los tipos de cambio**

Con base en un tipo de cambio de contado del CAD/USD de 1,5870 y en las tasas de las Eurodivisas a 91 días de 3% para dólares estadounidenses y 3,5% para dólares canadienses, el tipo de cambio a plazo de tres meses debería ser:

$$1,5870 = S_{x/y} \frac{1 + 0,035 \times 91 / 360}{1 + 0,03 \times 91 / 360} = 1,5870 \frac{1,008847222}{1,007583333} = 1,5890$$

Retomando el ejemplo anterior del arbitraje de interés cubierto, si el tipo de cambio a plazo hubiera sido 1,5890 en lugar de 1,5870, las ganancias provenientes del contrato a

plazo en el paso 4 hubieran sido  $1.601.040/1,5890 = \text{US}\$1.007.577$ . Esta suma en realidad está US\$6 abajo de lo que se necesita para rembolsar el préstamo de USD, lo que, en primer lugar, hubiera eliminado el incentivo para realizar estas transacciones.

Hay que recordar que cuando la paridad se mantiene, el descuento a plazo anualizado o la prima a plazo anualizada deberían aproximadamente equivaler al diferencial de la tasa de interés. Con base en un precio a plazo de 1,5890, la prima a plazo anualizada del dólar estadounidense equivaldría:

$$\frac{1,5890 - 1,5870}{1,5870} \times \frac{360}{91} = 0,004986 = 0,499\%.$$

Este resultado es casi igual que el diferencial de 0,5% entre las tasas de interés del dólar estadounidense y del dólar canadiense. En otras palabras, la prima que se paga para asegurar una compra a plazo de dólares estadounidenses eliminará satisfactoriamente aquellas tasas de interés mayores que se ganan al invertir en dólares canadienses.

#### **Ejemplo I.C.4.5: Cobertura en los mercados a plazo**

Una firma canadiense importa de Estados Unidos de América componentes para su proceso de manufactura. La compañía espera un envío grande dentro de tres meses a partir de este momento. Transcurridos los tres meses tendrá que pagar US\$3.000.000. El director financiero de la empresa preocupado por una posible apreciación del USD, decide cubrir esta posición corta en USD.

Utilizando los tipos de cambio de los ejemplos dados, el director financiero tiene la opción de comprar dólares estadounidenses a 1,5890 para entrega dentro de tres meses.

Una vez que el contrato a plazo rige, el director sabe con certeza que el envío de los componentes costará C\$4.767.000 (3.000.000 x 1,5890), independientemente de la fluctuación de los tipos de cambio en los próximos meses.

#### I.C.4.6 Estructura de una operación cambiaria

Los centros de negociación tienen similitudes entre sí. A pesar de que es probable que el número de empleados y el espacio varíe, una operación cambiaria de gran magnitud ya sea en Londres, Tokio, o en Nueva York comparte características similares con otras. La mayoría de las operaciones del mercado de divisas funcionan de la siguiente manera. Se cuenta con una mesa de negociaciones de contado (*spot desk*) conformada por empleados que negocian varias divisas al precio de contado en el mercado interbancario. La moneda local suele ser el centro de toda la operación y un operador jefe o de alto rango es responsable de generar cierta utilidad para la operación de negociación. Este tipo de administración de posición propia utiliza el capital del banco y se espera cierto rendimiento sobre ese capital. Dependiendo del perfil de riesgo, existe la posibilidad de que a ciertos operadores se les asigne trabajar con otras divisas que representan los intereses del banco o por medio de las cuales el banco cuenta con economías de escala. Por ejemplo, muchos bancos negocian con euros, yenes, libras esterlinas o francos suizos debido a la profundidad y a la liquidez de estos mercados. Algunos bancos emplean operadores para que negocien con divisas de segundo o tercer orden (*second or third tier currencies*). A estas divisas “exóticas” se les asocia con las transacciones de los clientes, aunque representan negociaciones pequeñas pueden ser rentables.

La mesa de negociaciones de contado se complementa con la mesa de negociaciones a plazo (*forward desk*), que está conformada por empleados que negocian y gestionan las posiciones en divisas que tenga el banco a plazo. La mesa de negociaciones a plazo también tiene la opción de involucrarse en otras operaciones bancarias, como el mercado monetario y la mesa de financiamiento, dependiendo de su alcance de operación. Un banco podría intentar el pago de sus obligaciones de préstamos negociando con monedas distintas a la local; es aquí donde la mesa de negociaciones a plazo desempeña una función clave. Esta mesa también gestiona las posiciones a plazo acumulativas del banco, las cuales se derivan de actividades que el banco tiene con sus clientes corporativos.

Un operador jefe generalmente está a cargo de ambas mesas que son las responsables de las negociaciones, a diferencia de los servicios de asesoría a clientes. La remuneración que reciben estos profesionales que negocian con divisas generalmente está asociada con las ganancias que generan sus transacciones. Una operación de divisas con una magnitud mediana o mayor probablemente implicaría una mesa de negociación de derivados de divisas. Esta mesa será la responsable de negociar futuros de divisas, opciones negociables en una bolsa u opciones extrabursátiles. La mayoría de los bancos cuentan con una sección dentro del departamento de negociaciones de divisas que se llama *servicios de asesoría en divisas*, algunas veces conocido como departamento de ventas. La función de los ejecutivos de cuenta del departamento de asesoría es atraer nuevos clientes para el mercado de divisas o clientes al banco, proveer servicio profesional a los actuales, y dar información sobre precios. Los ejecutivos de ventas trabajan en conjunto con otros funcionarios del banco, especialmente con el personal de crédito, para garantizar que los negocios con los clientes se mantengan dentro de los límites de crédito señalados. Es

probable que el departamento de ventas se divida en otras tres subcategorías: cobertura institucional a cuentas más sofisticadas o más grandes, como las de los gobiernos o las de los administradores de capital, cuentas comerciales o corporativas, y el negocio minorista de la red de sucursales.

Todos estos departamentos juntos conforman la oficina de atención al público (*front office*). Existe un conflicto normal entre el departamento de negociación y el de ventas a raíz de sus diferentes objetivos asociados a la valoración de los productos del mercado de divisas. Los ejecutivos de ventas procuran tasas competitivas ya sea para sus clientes actuales o para buscar oportunidades, y por otro lado los operadores necesitan aumentar sus ganancias.

Todas las operaciones de negociación en la oficina de atención al cliente son respaldadas por la oficina de tramitación (*back office*). La oficina de tramitación procesa las transacciones, incluyendo el mantenimiento de registros, aplicación de cheques y saldos, contabilidad en libros y libros auxiliares, conciliaciones, confirmación y liquidación de transacciones. En operaciones de menor magnitud la oficina de atención al cliente también supervisará los límites de negociación de los operadores de divisas para garantizar que haya conformidad.

La elevada sofisticación de los productos financieros y algunos grandes fiascos financieros han provocado la incorporación de un departamento llamado oficina de administración (*middle office*). Este grupo básicamente es un equipo de gestión de riesgos encargado de garantizar que exista condescendencia dentro del departamento de

negociación. Los gestores de riesgos identifican, cuantifican, supervisan, y analizan el perfil de riesgo-retribución de una negociación en términos del mercado, liquidez, crédito y operaciones.

La oficina de atención al cliente (es decir de negociación y ventas) y la oficina de tramitación son distintas. La primera está motivada por las utilidades y la segunda se centra en cheques y balances. El personal de ambas por lo general envía informes a diferentes jefes de departamento del banco con el fin de evitar que se de algún conflicto de intereses.

Las operaciones del mercado de divisas varían entre firmas, difieren en la magnitud de las diferencias y no en el tipo de ellas. Por ejemplo, en una empresa más pequeña, donde se negocie con divisas, posiblemente existiría una combinación de responsabilidades a través de la cual un operador de contado también negocia derivados cambiarios (*forex derivatives*) o un operador de divisas secundarias también está a cargo del libro de órdenes a plazo. Algunas organizaciones emplean un “operador corporativo” que se encarga tanto de las funciones de asesoría como de las de negociación.

Conviene distinguir entre las funciones de un operador de divisas y las de un ejecutivo de cuenta. Al operador se le paga por tomar posiciones en el mercado, pero al ejecutivo de cuenta no. A pesar de que esta diferencia varía de firma a firma, el personal de asesoría no suele tomar posiciones ya sea directamente del mercado o de sus clientes. Aunque no existen requisitos académicos específicos para el puesto de ejecutivo de cuenta, la mayoría de los ejecutivos posee algún tipo de formación superior. Sin embargo, la gerencia los insta a matricularse en cursos relacionados con la industria bancaria con el fin

de que adquieran una mayor perspicacia y conocimiento de los mercados de divisas y otros aspectos del negocio. Los bancos tienden a ser generosos en el apoyo financiero que les dan a sus empleados. La compensación de los ejecutivos de cuentas extranjeras y de los operadores por lo general tiene un componente fijo y una remuneración variable, dependiendo de que tan bien se desempeñe el departamento respecto al presupuesto anual. Los profesionales bancarios en divisas no trabajan por comisiones.

### I.C.4.7 Resumen / Conclusión

El tipo de cambio se refiere al precio de una moneda en términos de otra. El mercado interbancario se le conoce como un sistema descentralizado, continuo, de licitación abierta y de doble subasta debido a que funciona a través de teléfonos y sistemas de computadoras que vinculan a los bancos y a otros negociadores de divisas en todo el mundo. Las cotizaciones de precios, en el mercado interbancario, cambian constantemente durante el día de negociación. Cuando un operador pregunta por una cotización no tiene que especificar la cantidad que quiere intercambiar ni siquiera es necesario que diga si quiere vender o comprar la divisa. Los bancos que reciben llamadas de quienes necesitan saber cotizaciones, a la vez llaman a otros bancos para averiguar el precio de mercado de los mismos. Una cotización directa es el número de unidades de moneda local que se pueden comprar con una unidad de moneda extranjera mientras que una cotización indirecta es el número de unidades de moneda extranjera que se pueden comprar con una unidad de moneda local. La negociación directa se refiere a la actividad por medio de la cual un operador en un banco llama a otro operador en un banco diferente con el fin de obtener una cotización de cierta divisa. Un corredor de divisas actúa como intermediario que une dos bancos que han mostrado interés en comprar o vender una divisa a un precio

específico. En el corretaje electrónico las órdenes se introducen en un sistema informático en lugar de que una persona física tome la orden. El sistema enlaza automáticamente órdenes de compra y venta conforme el precio de una divisa fluctúa y conforme se ingresan órdenes de mercado.

En la mayoría de las negociaciones que se dan en el mercado interbancario hay dólares estadounidenses involucrados en una u otra parte de la transacción. Si nos ubicamos en la perspectiva estadounidense, la mayoría de las divisas incluido el dólar canadiense se cotizan indirectamente contra el dólar estadounidense.

Un tipo cruzado es una cotización de una moneda extranjera contra otra moneda extranjera, sin hacer referencia al dólar estadounidense. Es importante utilizar la cotización correcta respecto al dólar estadounidense cuando se determina el precio de compra y de venta de una moneda extranjera frente a otra moneda extranjera. Si quien pregunta por la cotización quiere comprar la divisa A a cambio de la divisa B, quien provea la cotización debe utilizar un precio de venta para la divisa A y un precio de compra para la divisa B. La cotización real se puede dar ya sea en términos de A o de B.

Es posible que los bajos niveles de liquidez exageren los movimientos a corto plazo de la divisa hacia una u otra dirección. El mercado de futuros de divisas puede influir el mercado de efectivo durante periodos breves. Existe la posibilidad de que los operadores intenten manipular los precios. Los acontecimientos políticos o las crisis mundiales afectan el valor de las divisas. Un banco central influye en el valor de su divisa mediante persuasión moral o al comprar y vender directamente la divisa en el mercado.

Las transacciones de divisas implican dos pagos: uno por cada una de las dos divisas involucradas en la negociación. Los bancos de un país liquidan sus transacciones de divisas extranjeras a través de bancos corresponsales en el extranjero. Las transacciones de divisas que involucran la moneda local del banco se liquidarán a través del sistema de pagos local de ese país. Las transacciones del mercado de contado se liquidan un día hábil o dos días hábiles después de la fecha de la transacción. Sin embargo, las liquidaciones en el mercado a plazo tienen la opción de realizarse entre un rango de una semana hasta 10 años después de la fecha de la transacción. Esta liquidación retardada por lo general desemboca en precios a plazo que son distintos a los precios de contado.

La prima a plazo o el descuento a plazo entre dos divisas es la diferencia anualizada entre el tipo de cambio de contado y el tipo de cambio a plazo. La paridad de la tasa de interés elimina satisfactoriamente el diferencial en tasas de interés entre países después de que se elimine el riesgo cambiario con un contrato a plazo. El arbitraje de interés cubierto obliga al descuento a plazo o prima a plazo a equivaler aproximadamente al diferencial en tasas de interés entre dos países.

# **Informe de investigación**

# I. Introducción

## A. Presentación general

El libro que se escogió traducir para el presente estudio se titula, en su versión original, *The Professional Risk Managers' Handbook: A Comprehensive Guide to Current Theory and Best Practices*<sup>1</sup>. Fue editado por Carol Alexander y Elizabeth Sheedy quienes pertenecen a la Asociación Internacional de profesionales en Gestión de Riesgos (Professional Risk Managers' International Association, PRMIA). Este manual constituye una compilación de artículos, escritos por diferentes autores de diversos países, que exponen temas referidos a la gestión de riesgos económicos y financieros. Consta de tres secciones subdivididas, a su vez, con un total de cuarenta y seis capítulos. El libro es un manual para los gestores profesionales de riesgo, es decir, tiene como fin preparar a todos aquellos profesionales que tengan interés en convertirse en gestores de riesgo. Es de carácter académico; cada una de las secciones presenta el material didáctico necesario para la aprobación de un examen preparado por PRMIA. Una vez leída y estudiada cada sección, el lector estará en condiciones de presentar la prueba respectiva. Al final del libro, cuando se haya leído toda la materia y se hayan aprobado todos los exámenes, PRMIA otorga el certificado de gestor profesional de riesgos, el cual es reconocido mundialmente.

Para efectos de este trabajo de graduación se tradujeron cincuenta páginas del original, correspondientes a la introducción escrita por el director ejecutivo de PRMIA David R. Koenig, el prefacio a la sección I elaborado por el copresidente del Comité de Educación y Normas de PRMIA Zvi Weiner y finalmente dos capítulos: “Principios de la

---

<sup>1</sup> Carol, Alexander y Elizabeth Sheedy. *The Professional Risk Managers' Handbook: A Comprehensive Guide to Current Theory and Best Practices*. Wilmington: PRMIA Publications, 2005.

estructura de capital” de Steven Bishop y el “El mercado internacional de divisas” del Instituto canadiense de valores.

En cuanto a su contenido, la introducción del libro presenta, en forma general, de lo que trata el manual y su objetivo primordial. El prefacio a la sección I plantea una descripción exhaustiva sobre la diversidad de temas que se desarrollan a lo largo de dicha sección. El capítulo de Steven Bishop expone los aspectos que se deben tener en cuenta al elegir la estructura de capital de una empresa, los riesgos que se asumen al escoger las características de dicha estructura, las asimetrías de información, las características de la deuda, así como de los instrumentos de deuda. Además, da varios ejemplos y fórmulas matemáticas que ilustran las consecuencias de las decisiones tomadas. El capítulo del Instituto canadiense de valores explica el funcionamiento general de dicho mercado, describe la labor de los bancos centrales y la forma en que intervienen en el mercado internacional de divisas, muestra ejemplos de cotizaciones y de tipos de cambio cruzados, presenta la diferencia entre los mercados a plazo y los de contado, entre otros temas.

El texto fuente contiene una terminología muy específica, gráficos y fórmulas matemáticas, así como cálculos. Desde las primeras páginas del libro se aclara que está dirigido hacia lectores con conocimientos previos; es decir, no explica conceptos básicos sino que asume la pericia y preparación del lector en el área de economía y finanzas. En términos generales, el nivel de complejidad que manifiestan los contenidos de la sección traducida es más alto que el de un programa de maestría en administración de negocios.

## **B. Justificación y antecedentes**

La idea de elegir este tipo de texto surgió inicialmente como un encargo de un funcionario de un banco público. El ejemplar estaba a disposición del personal para todos

aquellos que quisieran ampliar sus conocimientos y aplicarlos a su profesión. Sin embargo, al ser en inglés y, aparte de ello, con terminología extranjera técnica, pocos ejecutivos podían utilizarlo.

Así nació la idea de comenzar a traducir el manual poco a poco, iniciando con los capítulos más importantes, además de incluir la introducción y el prefacio a la sección cuyos capítulos se iban a traducir, con el fin de darle información preliminar al lector. Lo que se pretendía era hacer accesible el libro a una audiencia más amplia para así aprovechar mejor sus contenidos.

Después de presentarse esta oportunidad, se consideró la posibilidad de incursionar en la traducción técnica, especialmente en el área de economía, debido a que aparentemente esta clase de textos en español son muy escasos en nuestro país. Aunque hay libros de preparación didáctica en español, disponibles en las universidades debido a la facilidad que tienen estas instituciones para traerlos de países como España, una vez que el profesional se gradúa y comienza a ejercer, su actualización es independiente, y los libros sobre temas tan especializados como los que aborda este manual provienen de países desarrollados de habla inglesa. El objetivo original del libro es didáctico y al hacer accesible este material a la audiencia hispanohablante de un banco público que carece de recursos en español, se les da la oportunidad de prepararse académicamente en su lengua materna.

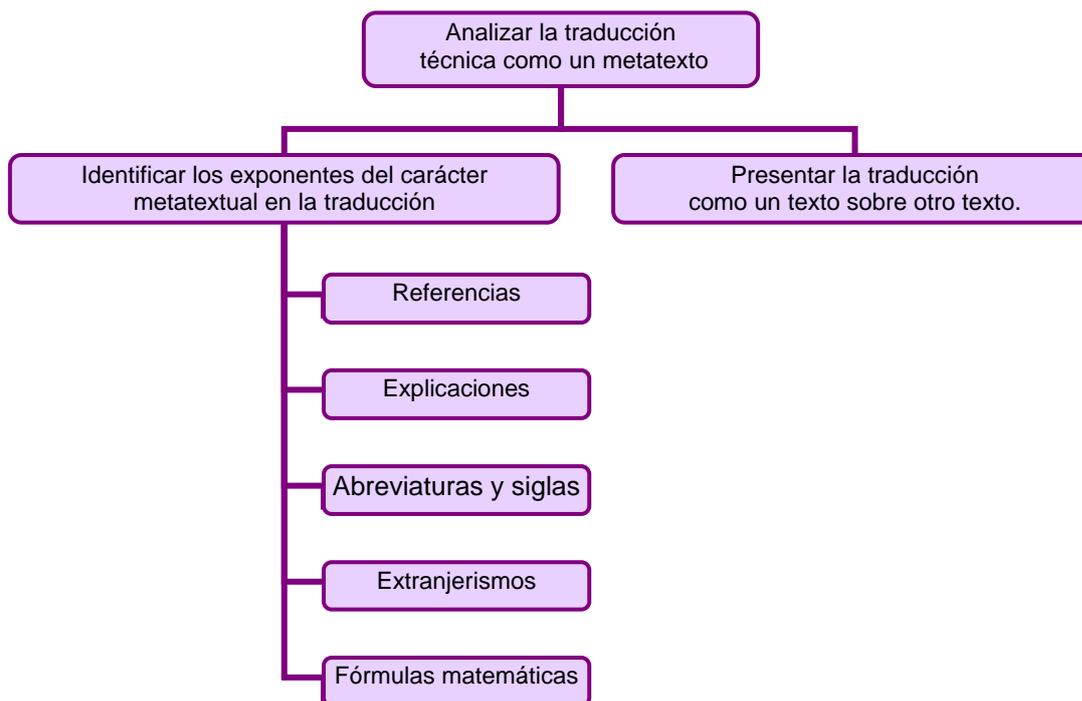
Desde el punto de vista traductológico, este texto tiene mucho que aportar. La traducción técnica ha sido objeto de mucha investigación y se han escrito mucho material sobre ella. Se realizó una indagación previa al estudio con el fin de descubrir si otros investigadores habían analizado la traducción de textos técnicos bajo la teoría de metatextualidad Holmes y no se encontraron resultados. Existen investigaciones como la

de Fernando Julio Chueca Moncayo *La terminología como elemento de cohesión en los textos de especialidad del discurso económico-financiero* o la de Isabel Pizarro Sánchez *El registro económico de la lengua inglesa : análisis del género "memorias anuales" y de sus traducciones al inglés*, que abarcan otros temas del área de la traductología y el análisis de textos técnicos; sin embargo; no indagan sobre la metatextualidad en los textos especializados. Por otro lado, existen estudios de metatextualidad como la obra de Iván Carrasco Muñoz *Pluralidad y ambivalencia en la metatextualidad literaria chilena*; no obstante, orientan este tema hacia los textos literarios y no hacia los técnicos.

El manual que se tradujo para este trabajo de graduación contiene elementos que se pueden aprovechar para analizar desde otra perspectiva de la traducción técnica. La traducción que ha nacido a partir de este manual presenta ciertos elementos que evocan su carácter metatextual.

### **C. Traducción como metatexto: hipótesis.**

Partiendo del concepto de la traducción como metatexto, postulado por James Holmes (1988), surge la siguiente interrogante: ¿existen elementos que marcan el carácter metatextual de la traducción de un texto técnico-científico?; y si existen, ¿cuáles y de qué tipo son esos elementos? Nuestra hipótesis es que sí se pueden identificar ciertos elementos que muestran el carácter metatextual de la traducción. Lo que se busca, entonces, es identificar y clasificar estos exponentes del carácter metatextual en un texto técnico-científico, específicamente del tipo económico-financiero. Hipotetizamos, además, que dichos exponentes incluyen, al menos, referencias, explicaciones, extranjerismos, fórmulas matemáticas, abreviaturas y siglas. De acuerdo con lo anterior, nuestros objetivos pueden esquematizarse de la siguiente manera.



A grandes rasgos se analiza la traducción como metatexto, se presenta como un texto sobre otro texto, se clasifican los exponentes del carácter metatextual en el *Manual del Gestor Profesional de Riesgo*, de forma no exhaustiva, en extranjerismos, abreviaturas y siglas, fórmulas matemáticas, referencias y explicaciones; algunos de los anteriores se catalogan como patentes (manifiestos, claros) y otros como latentes (disimulados, escondidos)<sup>2</sup>.

Como temas corolarios, se estudiarán la relación entre intertextualidad y metatextualidad, así como la relación entre los metatextos y el metalenguaje. La estructuración de este informe, además de esta Introducción, contiene un marco teórico, un capítulo central titulado “Exponentes patentes y latentes del carácter metatextual en el Manual del Gestor Profesional de Riesgo”, que se divide en cinco secciones dedicadas a cada tipo de exponentes y, finalmente, las conclusiones.

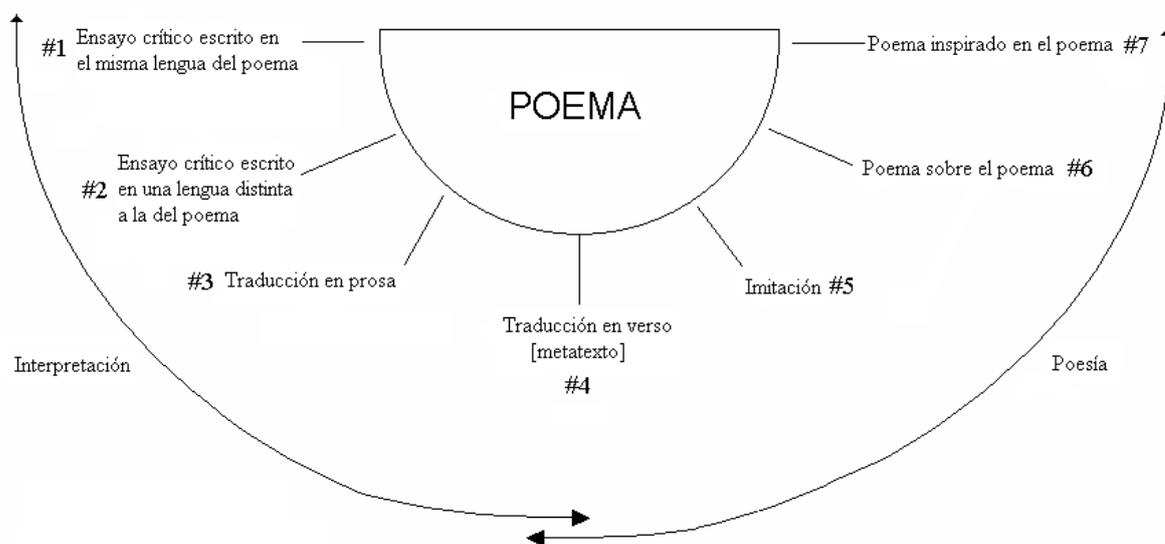
<sup>2</sup> Ambas definiciones se explicarán al inicio del capítulo III.

## II. Marco teórico

A lo largo de la historia, muchos teóricos han reflexionado sobre el fenómeno de la traducción; sin embargo, para nuestra investigación, uno de los más inspiradores ha sido James Holmes, con su propuesta de la traducción como metatexto; esta idea, junto con conceptos de Basil Hatim, Ian Mason y Roman Jakobson forman la base teórica de este trabajo.

Hace veinte años el teórico James Holmes (1988), en su obra *Forms of Verse Translation and the Translation of Verse Form*, expuso dos tipos de literatura, previamente identificados por Roland Barthes (1964). El primer tipo está compuesto por aquellas obras en cuyas páginas se desarrollan temas sobre objetos y fenómenos reales o ficticios como novelas, cuentos y leyendas. Por otro lado, los textos que tratan sobre formulaciones lingüísticas hechas por otras personas, es decir, textos que comentan lo que otro autor expuso, corresponden al segundo tipo, que Holmes llama “metaliteratura” (23). A partir de esta distinción, surge el concepto de *metatexto* que se define como un texto que habla sobre otro. Holmes sostiene que de cualquier texto pueden derivarse una variedad de metatextos. Como se puede apreciar en el diagrama #1, en la siguiente página, de un poema pueden emerger principalmente siete tipos de texto que tratan sobre el poema inicial.

## Diagrama #1



Fuente: J. S, Holmes. *Translated! Papers on Literary Translation and Translation Studies*. Amsterdam: Rodopi, 1988, p.24; traducción propia.

De la obra poética del diagrama anterior, se desprende un abanico de siete tipos de metatextos que son diferentes entre sí, y que comparten, a la vez, ciertas características. Como explicaremos mas adelante, para fines de nuestra investigación, aplicamos esta teoría a un texto técnico-científico. Veamos, ahora, cada uno de los metatextos del diagrama #1 dejando el cuarto de último.

El primero es un ensayo crítico escrito en el idioma del poema, en cuyo caso Holmes afirma que el autor debe lidiar con grandes retos interpretativos; no obstante, tiene la ventaja de presentar los resultados de su crítica sin recurrir a un sistema lingüístico diferente al del poema (23).

El segundo metatexto es un ensayo crítico redactado en otro idioma. Al igual que el primer metatexto, por ser un ensayo, su longitud y contenido es indeterminado. Por otro

lado, es parecido al cuarto metatexto ya que al ser escrito en otro idioma, el autor debe en cierta forma “traducir” el poema a otro sistema lingüístico mientras lo critica (23).

El tercer metatexto es una traducción en prosa del poema. Este tipo de traducción abarca varios subtipos: desde la traducción literal (palabra por palabra) hasta la traducción más libre. La forma de este metatexto (prosa) es igual a la del primero y el segundo. Por otro lado, al igual que el tercer y cuarto metatexto su longitud y contenido no son indefinidos, sino están determinados por el poema inicial (23).

Los metatextos quinto, sexto y séptimo constituyen una imitación, un poema sobre el poema inicial y un nuevo poema inspirado en el poema inicial, respectivamente. Son similares en forma al cuarto metatexto ya que están escritos en verso. A diferencia del tercer y cuarto metatexto, su longitud y contenido son indeterminados; asimismo difieren de los cuatro primeros metatextos en que no tienen como principal objetivo la interpretación del poema inicial. Esto significa que, en ellos, el proceso de creación poética es dominante frente a la interpretación (23-24).

El cuarto metatexto es el de mayor importancia para efectos de esta investigación. Este metatexto es una traducción en verso del poema y al igual que todos los anteriores, es interpretativo. Además, su contenido y longitud están determinadas por el poema inicial como en el caso del tercer metatexto. Su forma (verso) difiere de la de los tres primeros metatextos y se asemeja a la de los tres últimos. Por estar escrito en verso, se considera que uno de sus propósitos es constituir un poema por sí mismo dentro de la cultura receptora, a partir del cual podrán eventualmente surgir nuevos metatextos. Al ser éste un metatexto y a la vez servir como un texto literario dentro de la cultura meta, se entiende que tiene doble finalidad (funciona como literatura primaria y metaliteratura a la vez), y se le denomina “metapoema” (24). Con el fin de ilustrar la relación entre el metapoema y el poema

original, Holmes recurre a una analogía de proporcionalidad. Ilustra la relación de la siguiente forma:  $MP : P :: P : R$ , donde “MP” representa el metapoema, “P” el poema y “R” la realidad y se lee de la siguiente manera: el metapoema es al poema como el poema es a la realidad (10). Recordemos que una analogía, según el diccionario de *la Real Academia Española* es la relación de semejanza entre dos cosas diferentes (“analogía”). De acuerdo con el diccionario de filosofía latinoamericana una analogía de proporcionalidad es una analogía cercana a la univocidad en la que hay una proporción compuesta entre una cosa y otra. Al decir cercana a la univocidad a lo que se refiere es que la analogía relaciona cosas diferentes pero de igual valor o naturaleza. Finalmente según Lucía Herrerías Guerra (1996) es una igualdad de relaciones que requiere por los menos cuatro términos (34). Básicamente lo que Holmes hace es establecer una relación de semejanza. Para él, el metapoema y el poema original comparten una relación similar a la que hay entre la realidad y el poema original. Esta analogía es muy amplia tiene varias interpretaciones, una de ellas podría ser que así como la realidad sirvió de inspiración para el poema original, el poema original sirve de punto de partida para el metapoema. Es decir así como el poema original habla de la realidad, plasma la realidad en él así también el metapoema habla del poema original y este se ve contemplado en metapoema.

Cada uno de los siete textos explicados anteriormente, cuyo origen es el poema inicial, se consideran metatextos, hablan del poema inicial como textos independientes. Como vimos, entre los metatextos del esquema están contempladas dos tipos de traducción: la traducción en verso y la traducción en prosa. Esto significa a grandes rasgos que, según la teoría de Holmes, la traducción es un metatexto, porque habla sobre el texto fuente.

Cabe destacar que, aunque James Holmes (1988) ejemplificó la metatextualidad valiéndose de un poema como texto inicial, esta teoría no está limitada solo a textos literarios: toda traducción literaria o no literaria se puede considerar y analizar como un metatexto. Precisamente, por esto aplicamos la teoría de Holmes al análisis de un texto técnico-científico. Recordemos que la construcción de una teoría integral de traducción a partir del estudio de todo tipo de textos fue la propuesta de la corriente llamada *Estudios de Traducción*. Así lo afirma el teórico Virgilio Moya (2004) en su obra *La selva de la traducción*: “En realidad lo que los estudios de traducción intentan es pasar por alto la dicotomía entre traducción literaria y traducción no literaria” (128). Uno de los fundadores de esta corriente fue James Holmes (1988) quien en su ensayo *The Name and Nature of Translation Studies* hace hincapié en la idea de crear una teoría integradora. Holmes comenta en su obra acerca de lo que ha leído sobre la naturaleza de los estudios de traducción y menciona que una de las obras más llamativas para él fue la de Werner Koller, *Übersetzen, Übersetzung und Übersetzer* (1971), en la cual se afirma que los estudios de traducción se deben considerar como una designación colectiva e integral para todos los actos investigativos que tomen los fenómenos del traducir y de las traducciones como base de su análisis (71).

Holmes (1988) postula que la corriente Estudios de Traducción tiene dos objetivos. El primero es describir los fenómenos del traducir y de las traducciones tal y como se manifiestan en el campo de nuestra experiencia. El segundo objetivo es establecer principios generales por medio de los cuales se puedan explicar y predecir estos fenómenos. Todo esto evidencia que se buscaba integrar la traducción y abordarla como un todo desde la perspectiva teórica. A lo largo de toda su obra Holmes exhorta a los teóricos a desarrollar teorías generales y afirma que la meta final de todo teórico en el campo de la

traducción debe ser la de implementar teorías integrales y completas que contengan postulados capaces de explicar y prever todos los fenómenos que se pueden dar en el ámbito de la traducción. Señala la pertinencia de formalizar una teoría general de traducción (72).

Partiendo de esta perspectiva integradora, si retomamos lo que Holmes (1988) afirmó refiriéndose al metapoema, a saber, que la relación que existe entre el metapoema y el poema es similar a la relación que existe entre un análisis o explicación del poema y el poema (10). Podemos postular de manera más generalizada que la relación entre una traducción y el original se asemeja a la relación que hay entre la explicación del original y el original. En otras palabras, la traducción es similar a una explicación del texto fuente. Esto fue precisamente lo que Holmes (1988) afirmó al plantear que un traductor, mientras traduce cualquier texto fuente, realmente está haciendo un comentario<sup>3</sup> sobre el texto original. El nuevo texto que construye es sobre un texto escrito en otra lengua, y mientras traduce, está tratando de aclarar lo que otro texto y otro autor dijeron. Conforme el traductor va interpretando el texto fuente para transmitirlo a otra cultura por medio de un sistema lingüístico diferente, inevitablemente parafrasea, produciendo variaciones de significado y énfasis (10-11).

La metatextualidad expuesta por Holmes muchas veces se mezcla con el concepto de intertextualidad, en nuestra investigación ambos conceptos se relacionan. Hatim y Mason (1995), en *Teoría de la Traducción. Una aproximación al discurso* señalan que “es mejor considerar la intertextualidad como un número de sistemas semióticos de significación” (162). Según estos autores, la intertextualidad evoca el conocimiento que los lectores poseen de textos previos, es decir, la intertextualidad activa conocimientos que van

---

<sup>3</sup> Según la Real Academia: explicación de un texto para su mejor intelección.

más allá del texto en cuestión. Sería incorrecto, explican, considerar que un texto es un conjunto de pedazos de otros textos o que la intertextualidad es solo una simple referencia a otro texto. En realidad cuando se utiliza, por ejemplo, una cita textual, que es el caso más común de intertextualidad, hay una intención detrás de eso. Se introduce en un texto con el fin de insertar un nuevo conjunto de relaciones intersemióticas. Es decir, no se inserta solamente para asociarla con una idea del texto, sino que la cita textual viaja desde el texto del cual provino originalmente hasta el nuevo texto y sufre un cambio semiótico para ajustarse a su nuevo contexto. Para que el lector pueda entender esa transferencia se necesita cierto conocimiento social o cultural (167-168). Por esa razón se dice que la intertextualidad evoca los conocimientos del lector que van más allá del texto. Como ejemplo, se podría citar el slogan publicitario de un restaurante de comida rápida (Taco Bell), que dice: *No sólo de pan vive el hombre*. La frase anterior es una cita textual que proviene de la Biblia, de un contexto religioso totalmente ajeno al contexto de un restaurante de comida rápida. Jesús fue tentado por el diablo mientras estaba en ayuno desde hacía cuarenta días. Para tentarlo, el diablo le dijo: *Si eres el hijo de Dios di que estas piedras se conviertan en pan*. El diablo buscaba retar a Jesús y que rompiera su ayuno. A tal reto Jesús le respondió: *No solo de pan vive el hombre sino de toda palabra que sale de la boca de Dios*. El contexto de la Biblia y el del anuncio de Taco Bell son muy distintos y evidentemente sucede lo que indican Hatim y Mason. Esta cita textual salió de un texto, viajó desde la Biblia hasta el texto de un anuncio publicitario de un restaurante de comida rápida y sufrió una transformación semiótica. Se ajustó al nuevo contexto para tener otra significación. En el contexto original, Jesús dijo esas palabras para expresar que el hombre no solo vive de los deseos de la carne (en este caso, comer), no solo vive por ellos, sino recibe otro tipo de alimento que es el espiritual, y por ello habla de

las palabras que salen de la boca de Dios. Sin embargo, en el nuevo entorno, la cita adquiere un valor semiótico distinto: al decirle al comprador que no solo de pan vive el hombre, lo que en realidad se está haciendo es propaganda a todos los diferentes tipos de aperitivos que se pueden consumir en Taco Bell, con base en el maíz, y no solo en el trigo. Se incita al consumidor a comprar en Taco Bell. Se le dice que hay otras clases de comidas, que no solo el pan existe, que también hay tacos, papas fritas y toda la gama de productos alimenticios que se ofrecen en dicho restaurante. Para que el anuncio publicitario tenga su gracia, se requiere del conocimiento previo o extratextual del lector. Es decir, se evoca el conocimiento que el lector tenga del intertexto (la cita bíblica). El conocimiento que se requiere para entender el anuncio no se saca del texto publicitario sino va más allá del texto, se necesita conocimiento previo de otros textos (en este caso, la Biblia).

La definición de intertextualidad que acabamos de abarcar, expuesta por Hatim y Mason, es bastante extensa; sin embargo, existen muchos otros teóricos que han definido el concepto de forma más concisa como por ejemplo Gerard Genette (1997) cuya definición de intertextualidad utilizaremos para efectos de este trabajo. Genette expone “for my part I define it, no doubt in a more restrictive sense, as a relationship of copresence between two texts: that is two say, eidetically and typically as the actual presence of one text within another” (1-2). Plantea, entonces, que hay intertextualidad cuando un texto aparece concretamente en otro texto, además explica que la manera más explícita en que eso ocurre es a través de una cita textual y que también hay formas menos explícitas como alusiones o el plagios.

Hemos visto varias definiciones de intertextualidad y un ejemplo común, veamos ahora el caso más frecuente de metatextualidad que sería una crítica, por ejemplo, una

reseña al libro *Ética para Amador* de Fernando Savater (1991). Cualquier crítico literario que se dedique a escribir un texto con el fin de hacer una reseña crítica a la obra de Savater estaría escribiendo un metatexto. Su crítica, su texto, es sobre otro texto que alguien más escribió. Ese “otro” es el objeto temático del nuevo texto.

Con respecto a la traducción, vimos que se considera en sí misma un metatexto. Una manifestación típica de metatextualidad en una traducción es una nota al pie de página. Lo que hizo Tomás Segovia (2002), por ejemplo, al traducir *Hamlet* al español. Específicamente en la escena II del acto III, él incluyó la siguiente nota al pie: “El juego es diferente en inglés, por supuesto. Hamlet cita un refrán que, en su lengua dice ‘Mientras crece la hierba el caballo muere’, pero en lugar de esto último, dice ‘el refrán se enmohece un poco’” (152).

En la nota anterior, Segovia le indica al lector sobre una situación del texto fuente, un juego de palabras que dijo un personaje en el texto de partida. Aunque no menciona el texto original directamente, él dice: “El juego es diferente en inglés” (152), lo que señala que el comentario es sobre el texto de partida, escrito en inglés. Precisamente por comentar o aclarar aspectos del texto fuente, las notas explicativas al pie de página se consideran manifestaciones típicas de metatextualidad.

Ambos conceptos, metatextualidad e intertextualidad, planteados previamente se pueden ver relacionados en una traducción. En nuestra investigación veremos que, muchas veces, la intertextualidad sirve para ejemplificar el carácter metatextual del texto traducido. Cuando en una traducción hay intertextos del original, consideramos que son indicios de metatextualidad porque constituyen elementos de otro texto presentes en la traducción. Son señales para el lector de que la traducción habla sobre un texto diferente, sobre el texto del cual provinieron los intertextos presentes. Por consiguiente, en la investigación

presentaremos varios ejemplos de intertextualidad (extranjerismos, abreviaturas, siglas, y fórmulas matemáticas.) como marcadores del carácter metatextual y analizaremos, además la función metalingüística que varios de ellos desempeñan, según lo expuesto por Roman Jakobson (1985). Este teórico explica que una de las funciones de la lengua es la función metalingüística, la cual tiene lugar cuando se utiliza la lengua para indicar aspectos de la (misma u otra) lengua. Además, señala que cuando se interpreta un signo lingüístico por medio de otro, se realiza una operación metalingüística (120). Las estrategias para ello según Jakobson pueden ser la sinonimia o las circunlocuciones (117). Por ejemplo, en la siguiente conversación se presenta un caso sencillo de circunlocución<sup>4</sup>:

**A:** Hola, ¿cómo está?

**B:** No muy bien. Te cuento que mi hija padece de nerviosismo. Se come las uñas, no puede dejar de hacerlo. Creo que es un poco abúlica.

**A:** ¿Abúlica? ¿Qué quieres decir con eso?

**B:** Es una persona como que le falta disposición para algo, es decir como que no tiene, no le nace, es alguien de alguna forma carece de fuerza de voluntad,

En este ejemplo, “B” utiliza el adjetivo “abúlica” para describir a su hija, pero “A” no entiende lo que significa ese vocablo, y por lo tanto, pide una explicación para comprender la idea. “B” entonces, explica un signo lingüístico a través de otros signos, y se vale de toda una circunlocución “es una persona como que le falta disposición para algo, es decir como que no tiene, no le nace, es alguien de alguna forma carece de fuerza de voluntad,” para explicar el signo “abúlica”. De esta manera “B” puede interpretar el significado de vocablo.

---

<sup>4</sup> Según la Real Academia: “Figura que consiste en expresar por medio de un rodeo de palabras algo que hubiera podido decirse con menos o con una sola, pero no tan bella, enérgica o hábilmente”.

Según Jakobson (1985) la función metalingüística está presente a diario en nuestro lenguaje y muchas veces ni siquiera somos concientes de ello. El lo llama “traducción intralingüística” y sugiere que la traducción *per se* desempeña funciones metalingüísticas, lo cual será otro de los temas investigados a continuación.

### **III. Exponentes patentes y latentes del carácter metatextual en el *Manual del Gestor Profesional de Riesgos***

#### **A. Introducción**

En este capítulo se presentan los diversos exponentes que marcan el carácter metatextual del *Manual del Gestor Profesional de Riesgos*. Partimos de la hipótesis de que los metatextos tienen componentes que ponen en manifiesto su naturaleza. Como vimos en el capítulo anterior, puede resultar muy sencillo darse cuenta de que una reseña crítica es un metatexto; sin embargo, al estar frente a una traducción, los marcadores de metatextualidad pueden no ser tan visibles. Algunos están patentes, mientras que otros están latentes en el texto y por lo tanto, es necesario hacer un análisis para poder identificarlos y llegar a definir sus categorías. Para efectos de este informe, entiéndase como marcador *patente* aquel cuya presencia en el texto traducido es perceptible, manifiesta, visible y clara; es percibido como extraño dentro del universo textual de la cultura meta y no necesita de un análisis para su respectiva identificación. En cambio, un marcador *latente* es aquel cuya presencia en el texto traducido es disimulada, escondida u oculta; es percibido como producido dentro del universo textual de la cultura meta y requiere de un análisis para su detección<sup>5</sup>.

Consideramos importante señalar que la categorización brindada pretende exponer los posibles elementos evocadores del carácter metatextual de un texto técnico-científico, específicamente del manual que se aborda. A pesar de que es muy probable que otros tipos de textos también presenten algunos de los elementos analizados (o todos), la sistematización propuesta no se debe acoger como universal, sino más bien como un

---

<sup>5</sup> Ambas definiciones han sido planteadas a partir de lo expuesto por el diccionario de la *Real Academia* en lo concerniente a los adjetivos “patente” y “latente”, además de lo expuesto por Renate Lachmann (1997) sobre universo textual.

intento de formular los posibles componentes de un metatexto que han surgido a partir de un determinado texto técnico.

Dentro del *Manual del Gestor Profesional de Riesgos*, los aspectos que consideramos importantes para este estudio abarcan específicamente: explicaciones, fórmulas matemáticas, distintos tipos de referencias, extranjerismos, abreviaturas y siglas extranjeras. Todos ellos a nuestro parecer, de una u otra forma, dan indicios al lector de que el manual en español es un metatexto aunque en ocasiones no se mencione directamente la “otredad” como tal. Cabe destacar que estamos conscientes de que un lector puede pasar por alto tales marcadores ya que unos son menos evidentes que otros. No obstante, el que algunos sean difíciles de ubicar, en ciertas ocasiones, al prescindir de un análisis previo del metatexto, no niega, ni mucho menos descarta, su existencia. Al abordar cada marcador consideramos la reacción del lector ante ellos; no obstante, el reconocimiento de estos componentes por parte del lector no conforma un aspecto determinante en su consideración como marcadores o evocadores del carácter metatextual. Los planteamos como marcadores por las explicaciones expuestas, no por la posibilidad de su identificación.

Posteriormente, en este informe se presenta una serie de apartados independientes destinados a la explicación de las distintas unidades detectadas en el manual, en los cuales se dan ejemplos de cada una para ilustrar el análisis, y asegurar la comprensión de los lectores. Sin embargo, antes de abordar dichas unidades, explicaremos los niveles de metatextualidad presentes en el documento original.

## **B. Niveles de metatextualidad en el manual original**

El texto fuente, *The Professional Risk Managers' Handbook*, ya originalmente también presenta características metatextuales. El prefacio a la sección I del manual, por ejemplo, se podría considerar un metatexto ya que en todas sus páginas se habla sobre otros textos. Recordemos que el manual original es una compilación de artículos, publicados por diferentes autores, que llegan a completar un conjunto textual de mucho más de 500 páginas. El manual se encuentra dividido en tres secciones y para cada una de ellas hay un prefacio. El prefacio a la sección I es un apartado que se destinó para hablar sobre todos los capítulos que constituyen la sección I. En él se habla sobre esos textos, se describen los contenidos de los mismos, los fundamentos teóricos que se abordan en ellos y los problemas que se tratan de solucionar en esos capítulos.

Por lo tanto, al hablar sobre otro u otros textos, el prefacio es un metatexto. A la hora de traducirlo ocurre un fenómeno interesante: su nivel de metatextualidad incrementa, se convierte en un meta-metatexto. Metatexto originalmente, porque es un texto escrito a partir de otros textos y doblemente metatexto (meta-meta), porque al traducirse, la traducción del prefacio no solo habla sobre esos otros textos (capítulos del manual) de los que hablaba originalmente, sino también trata sobre el prefacio fuente en inglés, se convierte en un texto en español que habla de un texto en inglés (prefacio original).

Asimismo hay características metatextuales en algunos capítulos donde se hacen comentarios sobre otros apartados comprendidos en el mismo manual. Por ejemplo, en el capítulo I.A.5 donde se comenta sobre los contenidos de otro capítulo que también se encuentra dentro del manual, se le recomienda al lector que lo consulte, y se explica brevemente el contenido. Es decir, a grandes rasgos se habla de ese otro texto.

Finalmente hay partes del manual donde se hace no solo referencia a otros textos totalmente diferentes, sino se comenta sobre ellos, por ejemplo el apartado I.A.5.5.2 en el capítulo I.A.5.

Cuando se habla sobre otras obras y el capítulo se torna un texto sobre otro, igualmente se considera metatexto. En síntesis, el fenómeno de meta-metatextualidad se puede explicar así: si un texto determinado es un metatexto originalmente (pasa cualquiera de los casos antes mencionados), y luego se traduce, la traducción de ese texto ya no es un metatexto sino un meta-metatexto, porque además de los otros textos lleva la presencia del texto fuente particular del cual surgió. La importancia de este aclarar este fenómeno radica en que posteriormente en nuestra investigación analizaremos algunos casos donde el texto ya presentaba características metatextuales aun antes de ser traducido, tal es el caso del ejemplo #8. Habiendo explicado este fenómeno, analizaremos ahora cada uno de los marcadores de metatextualidad en el manual en español.

## **C. Marcadores**

### **C.1 Referencias**

A lo largo del manual se hacen distintos tipos de referencias; por ejemplo, se le recomienda al lector visitar el sitio electrónico de la organización a la cual pertenece el manual. Al inicio de cada capítulo se hace una referencia al autor del mismo y al pie de página se describen sus credenciales. Además, en varias partes del manual cuando se explican algunos contenidos, se presentan gráficos y cuadros y se hace referencia a sus autores y fuentes.

Como se puede notar, dentro de esta categoría se englobaron distintas variedades que, a pesar de ser diferentes, comparten la misma naturaleza, hacen referencia a algo. La

primera se presenta en la tercera página de la introducción del manual, y está ubicada entre paréntesis.

***Ejemplo 1.** “La materia para este examen está disponible sin costo alguno en nuestra página web (visite <[http://www.prmia.org/pdf/Web\\_based\\_Resources.htm](http://www.prmia.org/pdf/Web_based_Resources.htm)>) por lo tanto no se encuentra en este Manual” (TO: XXV; TT: 4)*

Esta indicación que se le hace al lector constituye una pista del origen del texto que tiene frente a él porque la segunda parte de la dirección electrónica está en inglés, y porque antes de referirse a la página, en el manual se indica que se trata de *nuestra página*. Si el lector visita la dirección que se le recomienda se dará cuenta de que es el sitio de una organización norteamericana y que, además, promociona el *Professional Risk Managers' Handbook*, que es el *Manual del Gestor Profesional de Riesgos* en su idioma original.

Este elemento evocador del carácter metatextual del manual parece muy simple; sin embargo, no se debe subestimar ya que el lector con solo leer las primeras páginas del texto y encontrarse con que se le sugiere que visite una página cuya dirección electrónica está en inglés, experimenta una sensación de extrañeza ante tal situación ya que se podría preguntar por qué el texto ofrecido no está en español. Supondrá que si está leyendo un libro en español, que lo prepara para ciertos exámenes cuyo nombre y descripción se encuentran explicados en español en la introducción del manual, lo más lógico es que el material académico de referencia esté en ese idioma también. Este elemento, por lo tanto, le da una pista al lector de que lo que tiene en sus manos es una traducción. Y con solo pensar en una traducción, ya el concepto abarca dos cosas, un texto original y uno que surge a partir de él. Al pensar en una traducción, la presencia del texto fuente se maneja

desde el nivel mental y cognitivo del lector ya que la misma palabra “traducción” implica la otredad.

Entonces, al pertenecer parte de los signos de la dirección electrónica a un sistema lingüístico diferente, al visitar la página y darse cuenta de que es el sitio de una organización extranjera dueña del manual, al ver todo el material de apoyo en otro idioma, e incluso al ver el mismo manual original, el lector percibe la presencia de otro texto en el texto que está leyendo.

De igual manera, al final de la introducción, en la página siguiente a la referencia comentada anteriormente, se encuentra el nombre de la persona que escribió la introducción, con una breve explicación de su cargo. Dice así en la última línea, al despedirse del lector:

**Ejemplo 2.** “*¡Le deseamos mucho éxito en sus estudios y en los exámenes!*

*David R. Koenig, Director ejecutivo de PRMIA” (TO: XXV; TT: 5)*

El lector, si es curioso, se preguntará por el apellido Koenig, que a simple vista no parece ser de una persona hispanohablante. Le causará, aun más, inquietud o curiosidad ver que es el director de una organización extranjera. De nuevo hay pistas sobre el origen del texto. Si ha visitado la página que se le recomendó antes, se puede dar cuenta de que el autor de la introducción es norteamericano, pertenece a otra cultura con un sistema lingüístico diferente y el interesado podrá indagar más sobre sus antecedentes. En este último caso, el hecho de que el apellido sea extranjero no significa que la persona no pueda redactar en español; sin embargo, estamos considerando la posible reacción del lector ante tal circunstancia, ante todas estas pistas del origen del manual. Estos aspectos podrían parecer insignificantes, pero la realidad es que los lectores están más atentos del texto que

leen de lo que imaginamos. Muchas veces, por ejemplo, muchos de nosotros hemos estado frente a un texto y al leerlo hay algo que nos da una pista del texto, hay un detonante que nos enciende la curiosidad y nos hace decir: “creo que esto es una traducción”. De igual manera sucede en estos casos donde estos componentes pertenecen a un código diferente al del lector hispanohablante y le indican la posibilidad de que en realidad hay algo más detrás de este texto, el fuente, al cual el metatexto está superpuesto y se esté hablando sobre ese otro.

Cabe destacar que esta clase de referencias cuyos signos pertenecen a un sistema lingüístico diferente del español no aparecen esporádicamente en el texto, sino de manera muy frecuente. Por esto creemos que el lector en algún momento de la lectura debe presentar algún tipo de reacción, de “extrañeza” y estar consciente del matiz extranjero que tiene el texto. Ambos casos de referencias hasta el momento abordados son marcadores latentes en el texto.

Otro tipo de referencias, el cual consideramos patente, se presenta en el capítulo sobre el mercado internacional de divisas cuyo autor es el Instituto Canadiense de Valores. Al inicio del capítulo, después del título, aparece lo siguiente:

***Ejemplo 3. “I.C.4 Mercado internacional de divisas***

*Instituto Canadiense de Valores” (TO: 1; TT: 59)*

Se encuentra justo en el lugar donde siempre se indica, en cada apartado, el nombre del autor, que en este caso, es una organización. El nombre le da un indicio al lector de la presencia de otro texto en el texto que está leyendo, ya que lo usual sería que el Instituto Canadiense de Valores publicara en francés o en inglés, pero no en español. Como se trata de un instituto financiero de renombre en Canadá cuyos informes y materiales son

relevantes principalmente para la población del país, quienes se comunican en los dos idiomas mencionados anteriormente, sería muy extraño o inusual que tal institución divulgará un escrito en español.

A pesar de que el nombre de la organización está en español, es decir fue traducido, al pie de página se encuentra una nota propia del texto fuente donde se le señala al lector lo siguiente:

***Ejemplo 4.*** “*Canadian Securities Institute, Toronto*” (TO: 1; TT: 59)

Esta indicación le brinda al lector cierta información, en caso de que tal vez haya pensado que, aunque el autor fuera una organización foránea, podía tener una sede en algún país de habla hispana que haya publicado el texto, y no se tratara necesariamente de una traducción, un metatexto. La nota reafirma que se trata de una institución extranjera y que es probable que el texto no sea el original.

Por último, en el texto se hace referencia a otros dos autores Graham y Harvey, y a un gráfico extraído de un estudio realizado por ellos:

***Ejemplo 5.*** “*En un estudio reciente, llevado a cabo por Graham y Harvey (2001) se les pidió a los directores financieros estadounidenses que describieran los factores que influyen en la elección de la estructura de capital. Como se puede apreciar en el gráfico IA.5.4 extraído de dicho estudio [...]*” (TO: 22; TT: 53)

En el momento que se hace la referencia a estos autores, en el manual en español se está explicando el tema de las decisiones sobre la estructura de capital. Se está hablando sobre lo que los directores financieros consideran importante al elegir la estructura de

capital. Y para dar un ejemplo, el manual menciona lo que Graham y Harvey investigaron. Si partimos de que los libros didácticos, en su mayoría, buscan exponer ejemplos relevantes para el lector, con el fin de que se asocien los contenidos con el ejemplo provisto, y que, por lo general, se pretende que esos ejemplos pertenezcan a la misma cultura en la que se desenvuelve el lector y el texto, resulta comprensible suponer que la sospecha del lector hispanohablante de que se encuentra ante una traducción, se incrementa. Podría pensar que si el texto hubiese sido escrito originalmente en español, las referencias y los ejemplos serían conocidos o relevantes para la cultura hispana.

La extrañeza que el lector pueda experimentar, así como sus conjeturas al estar frente a esta referencia no emergen solo porque el nombre de los autores referidos sugiere que son extranjeros, o solo porque se le está hablando de opiniones de directores financieros de los Estados Unidos, sino también podrían surgir al observar que el gráfico que se comenta en el ejemplo, a pesar de habersele indicado que fue extraído de un estudio que se podría pensar que estaría escrito en inglés por haber sido conducido a partir de las opiniones de directores financieros estadounidenses, en realidad está en español en el manual. El gráfico en español conduce al lector a pensar que si el estudio era en inglés y el gráfico se sacó de dicho estudio, pero en el manual que tiene en sus manos, curiosamente, lo está leyendo en español, entonces es muy probable que lo que se le está presentando en el manual no sea el gráfico original sino una interpretación o traducción del gráfico fuente. Estos aspectos que el lector puede ir observando, sin duda, dejan al descubierto la otredad de forma patente. Le provocan al lector percibir el matiz extranjero que mencionábamos en el texto una vez más, apenas para que surjan preguntas e intuiciones mentales que al final, al unirse, todas van a descubrir la metatextualidad que yace en el manual.

## C.2 Explicaciones

Aparte de las referencias, a lo largo del manual se pueden encontrar explicaciones que tienen como objetivo aclararle al lector algún concepto, situación o palabra que se encontraba en el texto fuente. Para efectos ilustrativos, escogimos únicamente algunas de ellas. Las explicaciones toman diferentes formas. Algunas son patentes, con forma de nota al pie de página etiquetada como propia de la traductora y, otras son marcadores latentes.

### *Explicaciones patentes*

El primer ejemplo es una explicación patente y se encuentra en la segunda página del manual, en la sección de la introducción:

**Ejemplo 6.** “PRM Certification es un estándar global para los mejores profesionales en gestión de riesgos financieros aprobado por reconocidos programas de postgrados y destacadas compañías. Además, está respaldado por el Manual del Gestor Profesional de Riesgos: guía integral de las teorías y mejores prácticas del momento. (N de la T)” (TT: 3)

Como se puede observar, la explicación hace referencia al concepto *PRM Certification* que se encuentra en el texto unos párrafos antes de terminar la página. En la introducción se le está diciendo al lector que después de haber leído cierta sección del manual, será capaz de aprobar un examen que pertenece a dicho programa.

Esta explicación al pie mediante la abreviatura (N de la T), directamente señala que es creación de un traductor. Por ende es evidente que el cuerpo textual que el lector tiene en frente no es original, y esto, como hemos venido explicando, le deja ver que existe otro texto ahí, alimenta todas las suposiciones que tiene el lector respecto a que se encuentra frente a un metatexto. El aspecto más importante de este elemento es que se está haciendo

directamente un comentario sobre otro texto, el fuente. Es la voz del traductor hablando, explicando, haciendo referencia directa a la otredad.

El ejemplo #6 es uno de los marcadores del carácter metatextual más evidentes que posee el manual. Este tipo de explicaciones son muy comunes en las traducciones cuando se debe aclarar algo del texto fuente que por alguna razón no se pudo transmitir con un equivalente o con una ampliación.

Por otro lado, una particularidad del ejemplo #6 es la doble función que desempeña el idioma español. Hatim y Mason (1995) definen metalenguaje como “el uso del lenguaje para hablar sobre el lenguaje” (306). Esta función es la que adquiere el idioma español, en este ejemplo del metatexto, al referirse a otra lengua, el inglés. En el ejemplo #6, toda la explicación en español sirve para indicar lo que el término *PRM Certification*, en inglés, significa. En este caso, se utiliza una lengua para hablar sobre otra. El español está funcionando como un metalenguaje y el inglés es el lenguaje objeto, es decir, al que se está haciendo referencia. Vemos, entonces, de esta manera que en los metatextos (traducciones) se utiliza metalenguaje.

En el manual hay otros ejemplos de explicaciones patentes, dos notas más al pie de página.

**Ejemplo 7.** “Para más información sobre este tema consulte el Capítulo Introductorio III.0 de la Sección III del documento original. (N de la T)”  
(TO: 20; TT: 50)

**Ejemplo 8.** “Consulte el Capítulo I.C.3 para las convenciones adecuadas de conteo de días para el cálculo de las tasas de interés. Aquí utilizamos 360/30 para el par CAD/USD. Dicho apartado se encuentra en el documento original (N de la T)” (TO: 13; TT: 81)

Las explicaciones anteriores (ejemplos 7 y 8) estaban presentes originalmente en el manual en inglés, eran parte del cuerpo textual (no eran notas al pie) ya que las secciones de las que se habla sí están presentes en el documento que tiene el lector. En el caso de la traducción por no haberse traducido ni el Capítulo Introductorio III ni el Capítulo I.C.3 fue necesario variar la explicación; sin embargo, originalmente presenta características metatextuales como comentamos al inicio del capítulo.

Ambos ejemplos constituyen explicaciones patentes que marcan el carácter metatextual, constituyen comentarios sobre otros contenidos del libro y además el traductor indica que esos contenidos forman parte exclusivamente del documento original. El comentario sobre el otro texto, en estos ejemplos es más amplio, le deja ver al lector varias cosas; por ejemplo, que el cuerpo textual que tiene en frente proviene, originalmente, de una colección de textos más grande. De esto se dará cuenta si procede a buscar las secciones que se indican en la notas al pie, ya que no las encontrará en el manual en español. Estas notas también comentan acerca del tipo de información que se puede encontrar en ese otro texto.

### ***Explicaciones latentes***

Hasta el momento hemos visto ejemplos de explicaciones patentes; sin embargo, existe otro tipo de explicaciones que se hacen a lo largo del metatexto que son de carácter latente y difieren de las anteriormente comentadas en la manera en que se presentan en el metatexto. Una de ellas se encuentra en el capítulo titulado *Los principios de la estructura de capital*:

***Ejemplo 9.*** “*Se dan debido a que el agente puede tomar decisiones que no necesariamente maximizan el valor para el principal (accionista)*” (TO: 5; TT: 23)

La aclaración del ejemplo 9 que se hace entre paréntesis es una ampliación insertada por el traductor. El documento original no contiene tal información: “*They arise because the agent may make decisions that are not value-maximising for the principal, that is, they are relatively suboptimal*”.

En inglés se suele llamar “*principal*” al accionista y la traducción a la lengua castellana puede ser literal. Por ejemplo, en España es común utilizar el término “principal” en español para referirse al accionista. En Costa Rica se pueden utilizar ambas alternativas. Sin embargo, a pesar de que se puede utilizar cualquiera, en esa parte del manual (se puede ver en el ejemplo) donde dice que se pueden tomar decisiones que no necesariamente incrementan el valor para el principal, se puede pensar que ese principal se refiere a otra cosa, como por ejemplo el capital principal. Podría surgir esa confusión si no se explica que ese principal se refiere al accionista. Sabemos que se refiere al accionista porque así se infiere del texto original unos párrafos después, donde dice: “*professional managers acting as agents for shareholders (the principals)*.”

Este tipo de explicaciones dentro del texto son diferentes de una nota al pie de página: no se menciona explícitamente que es el traductor quien está haciendo la observación con respecto al término. Sin embargo, la explicación entre paréntesis es como si se hubiera puesto una nota al pie diciendo: *De ahora en adelante, término para referirse al accionista (N de la T)*. Es decir, tiene la misma naturaleza explicativa, solo cambia su presentación en el manual.

La explicación entre paréntesis aclara al lector que los términos son sinónimos dentro de este contexto. Consideramos que este tipo de explicaciones le advierten al lector situaciones particulares: es como si el texto dijera “principal (*este es un término formal que se deriva del texto original, con el cual se hace alusión al accionista*)”. Viéndolo de esta

manera, lo que en realidad constituye el ejemplo #9 es un comentario que se hace de manera indirecta. Por lo tanto, se considera un marcador de metatextualidad.

Otro ejemplo de explicación latente lo encontramos en el capítulo sobre el mercado internacional de divisas.

**Ejemplo 10.** *“El mercado internacional de divisas (o mercado forex)”* (TO: 1; TT: 59)

Se puede observar la palabra “mercado” que está entre paréntesis junto con el resto de la información brindada. En inglés, la forma de decir “mercado internacional de divisas” es: “foreign exchange market” y se utiliza la palabra “*forex*” para decir de manera abreviada la frase “*foreign exchange*”. El término es transparente para las personas anglohablantes ya que esa abreviatura comparte similitudes fonéticas y gráficas con la frase en inglés que representa. Al traducirla al español, la abreviatura pierde su transparencia. La abreviatura pasa de un sistema lingüístico donde representaba la abreviatura de dos palabras, a otro donde no cumple la misma función. Por lo tanto, la palabra “mercado” representa una explicación para esa abreviatura que proviene del original. Hay un elemento del texto original, la abreviatura, y la palabra “mercado” junto a ella sirve para decir lo que significa. Equivale a un comentario directo o una nota al pie diciendo: *“en el documento original se utiliza la abreviatura “forex” proveniente del inglés para representar la frase ‘foreign exchange’; en este caso se toma como otro nombre para el mercado internacional de divisas, se refiere al mercado”*.

Este elemento es un marcador del carácter metatextual del manual porque explica algo del texto original. Se hace de forma latente pero basta para constituir un evocador de metatextualidad que además se une con los que hemos venido analizando y los que analizaremos posteriormente.

Todos los ejemplos de explicaciones que se han expuesto demuestran que en realidad este manual hace alusión directa e indirecta al texto fuente, comenta sobre aspectos terminológicos del mismo y le aclara al lector situaciones que se dan en el contexto del texto original. Todos estos elementos se tornan como una voz disimulada y silenciosa que está página por página recordándole al lector que hay una presencia de otro texto en esas páginas que lee. Esa otredad que se pone en evidencia, es precisamente lo que caracteriza a un metatexto, en que a pesar de ser un texto nuevo, siempre está presente la realidad de que surgió a partir de otro texto. El texto traducido está superpuesto al original. Ambos son como dos transparencias o filminas: primero está una de ellas que es el texto fuente y luego se coloca la otra encima, que es la traducción. Al colocar una filmina sobre otra, hay partes de la transparencia inferior que quedan tapadas por la superior, pero también hay partes de la inferior que quedaron descubiertas y se pueden ver desde arriba. Esos son los elementos que emergen. Así sucede en la traducción del manual: se tradujo al español, pero hay elementos del texto original que aparecen en el nuevo texto. El metatexto en relación con el texto fuente viene a ser, entonces, como un puente que se eleva sobre el suelo (texto fuente) pero, a pesar de su elevación física, no se encuentra flotando, sin contacto con el suelo. Hay pilares que lo sostienen, puntos de contacto que lo amarran al fundamento sobre el cual se eleva, y por medio de ellos se establece un vínculo entre ambos textos. Hay características de ese otro texto en el nuevo, que muchas veces le son notificadas al lector de una u otra forma para mejorar su comprensión y enriquecer su conocimiento. Esas señales que transmiten la otredad están constituidas por muchos elementos a lo largo del manual y un ejemplo de ellas son las explicaciones de la traductora que sirven para asegurar el entendimiento, pero al mismo tiempo hacen más evidente la existencia de ese otro texto.

### C.3 Abreviaturas y siglas extranjeras

Aparte de las referencias y las explicaciones hasta el momento analizadas, a lo largo de todo el manual, especialmente en el capítulo sobre el mercado internacional de divisas, aparece otro tipo de marcadores metatextuales: las abreviaturas y siglas extranjeras. El manual se vale de ellas para referirse a: términos propios del ámbito económico, nombres de instituciones, divisas, mercados, sistemas, bancos, etc. En la traducción, se siguió la recomendación de Peter Newmark (1992) con respecto a la traducción de las siglas; antes de exponer lo que sugiere para traducir siglas, cabe mencionar que este teórico cataloga a las siglas como acrónimos<sup>6</sup>. Según Newmark, “al traducirlos se suele acudir a un término equivalente estándar o, si no existe todavía, a un término descriptivo. Los acrónimos que hacen referencia a instituciones y nombres de empresas se suelen transferir” (203). Muchas de las siglas del manual original representan bancos o instituciones de renombre extranjero por lo tanto, siguiendo la recomendación anterior, se transfirieron en su forma original. Con respecto a las abreviaturas de las divisas, en Costa Rica no hay un criterio establecido a nivel del ámbito bancario para su uso. Cada banco tiene su propia forma de referirse a una divisa. Por esta razón, en la traducción se decidió utilizar las abreviaturas del original, ya que son las establecidas por *ISO 4217 Currency Code List*.

Para efectos de este informe, tomaremos la definición que la *Real Academia Española* establece para los conceptos de sigla y abreviatura. Según este diccionario una sigla es una palabra formada por el conjunto de letras iniciales de una expresión compleja (“sigla”), mientras que una abreviatura es un tipo de abreviación que consiste en la

---

<sup>6</sup> “Yo llamo acrónimo de forma poco convencional una vez más, a las palabras nuevas formadas con las letras iniciales de la serie de palabras a las que sustituyen.” (Newmark 270).

representación gráfica reducida de una palabra mediante la supresión de letras finales o centrales (“abreviatura”).

Veamos los dos siguientes ejemplos, uno con dos siglas y el otro con una abreviatura.

**Ejemplo 11.** “...a través del Sistema de Transferencias de Gran Valor (LVTS, por sus siglas en inglés) manejado por la Asociación Canadiense de Pagos (CPA, por sus siglas en inglés)” (TO: 11; TT: 78)

**Ejemplo 12.** “el dólar australiano (AUD, por su abreviatura en inglés)” (TO: 5; TT: 67)

Si analizamos estos ejemplos, podemos ver que en ambos casos, el término o nombre al que se hace referencia por medio de la sigla o la abreviatura está en español; sin embargo, la sigla y abreviatura están en inglés y, además, se puede observar una indicación entre paréntesis. Ambos elementos, la presencia de la sigla extranjera y la explicación entre paréntesis, son marcadores patentes de metatextualidad.

Las siglas del ejemplo #11 son un elemento del texto original que permanece intacto en el metatexto, es un elemento del nuevo texto que proviene de otro texto y hace referencia al texto fuente. Las siglas son viajeros que vienen de una tierra extranjera (texto fuente) a hospedarse en la nueva tierra (nuevo texto). Se evidencia, entonces, una relación entre el metatexto y el texto fuente, que comparten esas siglas. La presencia de ese componente ajeno en el texto nuevo evoca el carácter metatextual de la traducción, al existir una manifestación del otro texto en el nuevo. Con el ejemplo 12 sucede lo mismo, la única diferencia es que, en ese caso, el elemento del otro texto es una abreviatura.

Recordemos que Holmes (1988) retomó en su teoría lo expuesto por Barthes (1964), que un metatexto “deals not with the world, but with the linguistic formulations made by others” (126). Es decir, un metatexto trata sobre lo que otra persona dijo, sobre las formulaciones o enunciados lingüísticos propios de otra persona. Esto sucede en este metatexto y se evidencia con estos ejemplos. Los comentarios patentes ubicados entre paréntesis, hacen una indicación al lector. Así, en el ejemplo #11, la indicación entre paréntesis es un comentario, señala al lector que en ese momento el autor utilizó una sigla en inglés para referirse al Sistema de Transferencias de Gran Valor. El comentario “(LVTS, por sus siglas en inglés)”; es como si apareciera una nota diciendo: el Sistema de Transferencias de Gran Valor es lo que el autor llama en el texto original LVTS. Debido a que esas indicaciones entre paréntesis son comentarios explícitos de elementos del texto original, por lo tanto hacen referencia a ese otro texto en el nuevo y comentan sobre un aspecto del original, se consideran evocadores del carácter metatextual de la traducción.

Por otro lado, en el caso de las abreviaturas y las siglas, al igual que con el concepto *PRM Certification*, el español desempeña la función de metalenguaje al referirse a la lengua inglesa. Por ejemplo, en el texto entre paréntesis “AUD, abreviatura en inglés” el español sirve para indicarnos que “AUD” constituye una abreviatura en inglés; por lo tanto, el comentario que se hace por medio del español es un comentario sobre otra lengua.

#### **C.4 Extranjerismos**

Otro tipo de marcadores presentes en el manual son los extranjerismos. *El Manual del Gestor Profesional de Riesgos*, como se ha explicado anteriormente, es un documento técnico y especializado, originalmente escrito por expertos y destinado para otros expertos, por lo tanto, el vocabulario en su mayoría está compuesto por términos técnicos. La

presencia de extranjerismos es muy común en textos económicos y financieros escritos en la lengua castellana. En general, la preferencia por términos extranjeros se alude a cuestiones estilísticas propias de los campos del saber. Este fenómeno lo explican Jean Paul Vinay y Jean Darbelnet (1995) de la siguiente manera: “*For instance, in order to introduce the flavour of the source language (SL) culture into a translation, foreign terms may be used [...] The decision to borrow a SL word or expression for introducing an element of local color is a matter of style and consequently of the message*” (85). En la traducción del manual, se tomó en cuenta la marcada predilección por el léxico foráneo en los textos del ámbito económico-financiero: al ser el uso de extranjerismos una particularidad estilística propia de los textos técnicos, se decidió que en el metatexto se iban a incluir los extranjerismos con su equivalente en castellano.

La presencia de extranjerismos en el manual en español, constituye otro marcador patente de metatextualidad. Veamos un ejemplo de ello:

**Ejemplo 13.** “*La unidad I.B.7 trata sobre techos (caps), pisos (floors) y opciones sobre permutas (swaptions)*” (TO: XXX; TT: 12)

En el ejemplo anterior se pueden ver entre paréntesis los términos en inglés al lado de su respectiva traducción, y un señalamiento tipográfico (la letra cursiva). Esto es solo un ejemplo de ellos, en vista de que los extranjerismos aparecen constantemente en el metatexto. Su presencia, al igual que en el caso analizado de las siglas y abreviaturas extranjeras, hace referencia al texto del cual provinieron (original); por lo tanto, su manifestación en el nuevo texto marca el carácter metatextual de la traducción. Los extranjerismos son un marcador característico de este metatexto ya que aparecen muy frecuentemente a lo largo de todo el manual hasta el punto de mostrar una doble

personalidad en el texto: hispana y a la vez anglosajona. Hemos visto que la traducción constituye un nuevo texto que contiene componentes del otro, arrastra aspectos foráneos del texto del cual surgió o *from which it derives*, como diría Holmes. Al ser elementos del texto fuente, de la otredad, insertados de manera visible en el metatexto y, al estar constantemente presentes en la lectura del metatexto, los consideramos indicios para el lector de que existe una presencia de otro texto en el texto que está leyendo.

Analicemos ahora la traducción que se encuentra a la par de cada extranjerismo: cada una indica lo que dice textualmente el autor, o a lo que se refería con el extranjerismo. En otras palabras, al estar ambos elementos juntos, la traducción y el extranjerismo, es como si el texto dijera: “*opciones sobre permutas (swaptions, en palabras del autor o como diría el autor)*” u “*opciones sobre permutas (a esto se refieren con swaptions)*” Visto de esta manera, constantemente hay indicaciones que equivalen a comentarios indirectos sobre lo que el autor se estaba refiriendo, por lo tanto, constituyen marcadores de metatextualidad. Los catalogamos como indicaciones o comentarios indirectos por el hecho de que no dicen explícitamente: “con *swaptions* el autor del texto original quería referirse a las “opciones de permuta” sino que se deduce.

Los extranjerismos también funcionan como metalenguaje. En el ejemplo anterior, cada palabra en inglés está haciendo referencia a una palabra, a un elemento lingüístico de otra lengua que en este caso es el español. Así, el término “*swaptions*” hace referencia al término en español que tiene a la par, “opciones sobre permutas”, y así sucesivamente pasa con el resto de los extranjerismos.

Básicamente, las palabras en el idioma inglés explican algo sobre el idioma español, por ejemplo, que la frase “opciones de permuta” (*is a word that means swaptions*), que “techos” (*is a word that means caps*) y que “pisos” (*is a word that means*

*floors*). De lo analizado hasta el momento con respecto a los extranjerismos, hemos visto que se consideran marcadores del carácter metatextual por dos razones: primero, por su mera presencia como elementos del texto fuente y segundo por la característica de comentario que resulta de la interacción entre cada extranjerismo y su respectiva traducción.

### **C.5 Fórmulas matemáticas**

La última categoría de marcadores la constituyen las fórmulas matemáticas. *El Manual del Gestor Profesional de Riesgos*, por ser un texto económico, presenta variedad de fórmulas matemáticas, y retoma las fórmulas igual como aparecen en el texto fuente. La decisión de no “traducir” las fórmulas al español obedeció principalmente al hecho de que no existe consistencia absoluta entre los signos (o letras) usados para representar las variables de las fórmulas matemáticas de distintos países o culturas. Es decir, para realizar un mismo cálculo existen fórmulas con variables diferentes. Hubo casos donde las fórmulas que aparentemente calculaban lo mismo que la del original, poseían variables que no contenía la fórmula del texto fuente y para otras fórmulas del original no se pudo encontrar un equivalente en castellano debido a que las fórmulas del texto original no poseían ningún tipo de indicación de lo que calculaban: no tenían nombre, no se especificaba a qué cálculo correspondían. Después de constatar estos problemas, y observar que en muchas traducciones se recurría a las fórmulas de los documentos originales, se decidió utilizar ese recurso.

Las fórmulas matemáticas constituyen otra de las maneras visibles en las que aparece el texto fuente dentro del texto traducido, en otras palabras, que evocan el carácter metatextual de la traducción. Veamos un ejemplo:

**Ejemplo 14.**

$$WACC = r_d(1-t)\frac{D}{V} + r_e\frac{E}{V} \quad (\text{TO: 3; TT: 20})$$

La fórmula anterior contiene símbolos que representan las iniciales de palabras en inglés. Así, WACC surge a partir de la frase “weighted average cost of capital”, D a partir de “debt”, E de “equity” y así sucesivamente. Analicemos la posible reacción de un lector ante la fórmula anteriormente citada. Al encontrarse con la fórmula, procederá a leer la explicación que se le presenta de cada uno de los componentes de la fórmula:

**Ejemplo 15.**

...Donde:

- $r_d$  es el costo de deuda (tasa de interés)
- $r_e$  es el costo de capital; se asume que se calcula utilizando el modelo de valoración de activos financieros (ver el capítulo I.A.4)
- $D/V$  es la proporción del financiamiento por medio de deuda y  $E/V$  es la proporción del financiamiento por medio de capital.
- $t$  es la tasa tributaria efectiva. (TO: 3; TT: 20)

El lector podría experimentar extrañeza al leer que, por ejemplo, “ $R_e$  es el costo de capital” y “ $E/V$  es la proporción del financiamiento por medio de capital”. La sensación de extrañeza podría surgir cuando el lector no observe relación alguna entre las letras de la fórmula y los conceptos que esas letras representan, si tomamos en cuenta su posible experiencia previa con fórmulas matemáticas cuyas letras sí coinciden con la palabra que representan en español. Tal es el caso de la fórmula del área del cuadrado,  $l^2$ , donde la letra “l” vendría a representar la palabra “lado”.

Las fórmulas matemáticas, como la del ejemplo # 14, son marcadores patentes; no obstante, hay otras que son latentes. La sensación de extrañeza que puede experimentar el

lector al encontrarse con una fórmula matemática cuyas iniciales no coincidan con las palabras que representan, no sucede en todos los casos. Hay algunas fórmulas en las que el lector podría no encontrar ningún aspecto inusual o extraño, como en el caso siguiente:

**Ejemplo 16.**

$$P_{B/A} = \left( P_{B/A} \right)^{-1} = 1 / P_{A/B} \quad (\text{TO: 3; TT: 62})$$

El hecho de que esta fórmula está tomada de un texto en inglés, pasa desapercibido por el lector, ya que en ella, la letra “P” representa el precio (*price* en inglés) de las divisas y las letras A y B representan aleatoriamente cualquier divisa, por lo tanto, en ambos idiomas se usan con la misma lógica. Este tipo de fórmulas las consideramos marcadores latentes de metatextualidad. Ahora bien, hemos considerado que existe la posibilidad de que un lector experimente extrañeza; sin embargo, no estamos afirmando que esa extrañeza siempre ocurrirá. Tomemos en cuenta que la transparencia lingüística que tienen los símbolos matemáticos de la fórmula del ejemplo #14 no es una característica esencial de todos los símbolos matemáticos. Esa transparencia no siempre ocurre, ya que en las matemáticas en general se ha querido crear una herramienta de abstracción pura, un ejemplo de ello es el álgebra. Por lo tanto, habrá lectores experimentados formados en el área de las matemáticas que no necesariamente experimentarán extrañeza al no encontrar relación entre las iniciales de las fórmulas y lo que ellas representan, ya que muchos no esperan esa correlación entre simbología y lenguaje natural (en particular si no hablan inglés).

## **D. Metalenguaje y metatexto**

Hasta el momento hemos analizado todos los marcadores de metatextualidad. Abordaremos a continuación la relación entre los metatextos y el metalenguaje. Hemos

visto en tres de los ejemplos anteriores el funcionamiento de la lengua como metalenguaje. El primer caso fue el del concepto *PRM Certification*, donde se explica en español lo que el término en inglés significa. El segundo caso fue el de las siglas y abreviaturas, donde parte del comentario entre paréntesis se hacía en idioma español sobre la sigla o abreviatura en inglés. Y el tercer caso fue el de los extranjerismos, donde los términos en inglés entre paréntesis hacían referencia a los términos en español. Este último caso de metalenguaje nos lleva a plantearnos la siguiente pregunta ¿se puede considerar el lenguaje de una traducción como un metalenguaje?

Según Jakobson (1985):

A discrimination clearly anticipated by the Ancient Greek and Indic translation and pushed forward by the medieval treatises *De suppositionibus* has been advocated in modern logic as a need to distinguish between two levels of language, namely the ‘object language’ speaking of items extraneous to language as such, and on the other hand a language in which we speak about the verbal code itself. The latter aspect of language is called metalanguage, a loan translation of the Polish term launched in the 1930’s by Alfred Tarski. On these two different levels of language the same verbal stock may be used; thus we may speak in English (as metalanguage) about English (as object language) and interpret English words and sentences by means of English synonyms and circumlocutions (116-117).

Algo similar sucede cuando traducimos. En la cita, Jakobson, al explicar un caso de metalenguaje, plantea que podemos valernos de palabras en inglés para interpretar otras palabras también en inglés. Eso sería traducción intralingüística, “an interpretation of verbal signs by means of other signs of the same language” (261); también existe la traducción interlingüística, “an interpretation of verbal signs by means of some other language” (261). Esto es lo que sucede en una traducción de un idioma a otro. Según Jakobson (1985): “Metalanguage is the vital factor of any verbal development. The interpretation of one linguistic sign through other, in some respects homogenous, signs of the same language, is a metalingual operation” (120).

De esta manera, al interpretar signos lingüísticos a través de otros signos, sean estos signos del mismo idioma o no, se ejerce una actividad de carácter metalingüístico. Esto nos demuestra que, a la hora de realizar cualquier traducción, siempre lo que se está haciendo es un ejercicio metalingüístico, se usa un metalenguaje. Esa es una de las funciones del lenguaje que Jakobson (1985) expone y que consideramos desempeña la traducción. A partir de esto, consideramos que el manual en español es un metatexto porque trata sobre otro texto y la lengua a la que se tradujo desempeña una función metalingüística. Es decir, una traducción es un metatexto y su lenguaje funciona siempre como un metalenguaje, por lo menos de primer grado.

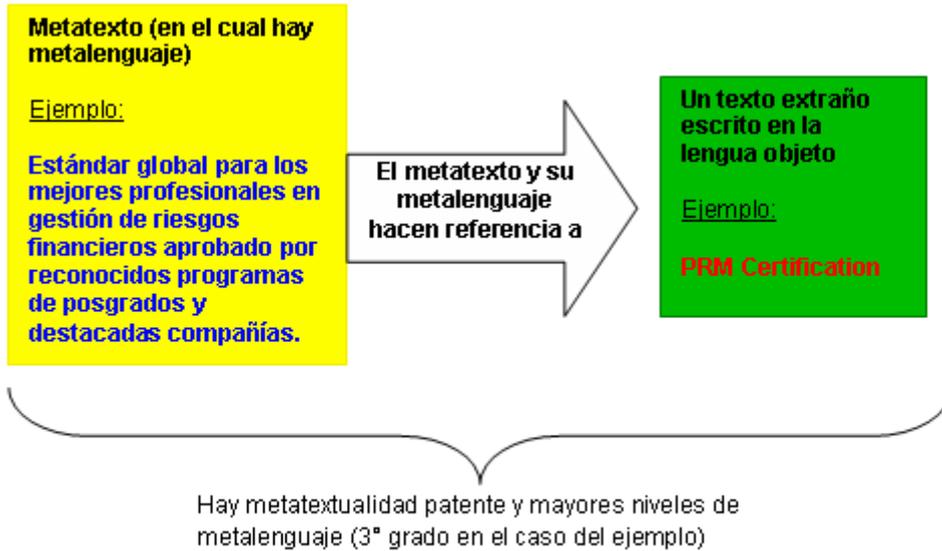
A raíz de los ejemplos de metalenguaje que hemos analizado podemos distinguir varios niveles. Las explicaciones explícitas, como en los casos: “*PRM Certification* es un estándar global para los mejores profesionales en gestión de riesgos financiero...” y “AUD por sus siglas en inglés” vendrían a representar un nivel de metalenguaje de tercer grado. Las interpretaciones explícitas, como en el caso de los extranjerismos: “opciones de permuta (swaptions)”, representarían un nivel de metalenguaje de segundo grado. Finalmente la traducción por sí misma (“per se”) sería el nivel de metalenguaje de primer grado. Estos niveles de metalenguaje se podrían relacionar con el carácter patente de metatextualidad. Por ejemplo, la explicación del concepto *PRM Certification* constituye un caso patente de metatextualidad al igual que los extranjerismos, las abreviaturas y las siglas. En los tres casos, la metatextualidad es de carácter patente y muestran los mayores grados (dos y tres) de metalenguaje.

Podríamos plantear entonces que en aquellos casos donde la metatextualidad es patente, el nivel de metalenguaje es mayor. Analicemos esto partiendo de un ejemplo. La explicación *PRM Certification* es un metatexto y su carácter metatextual es patente. Esto

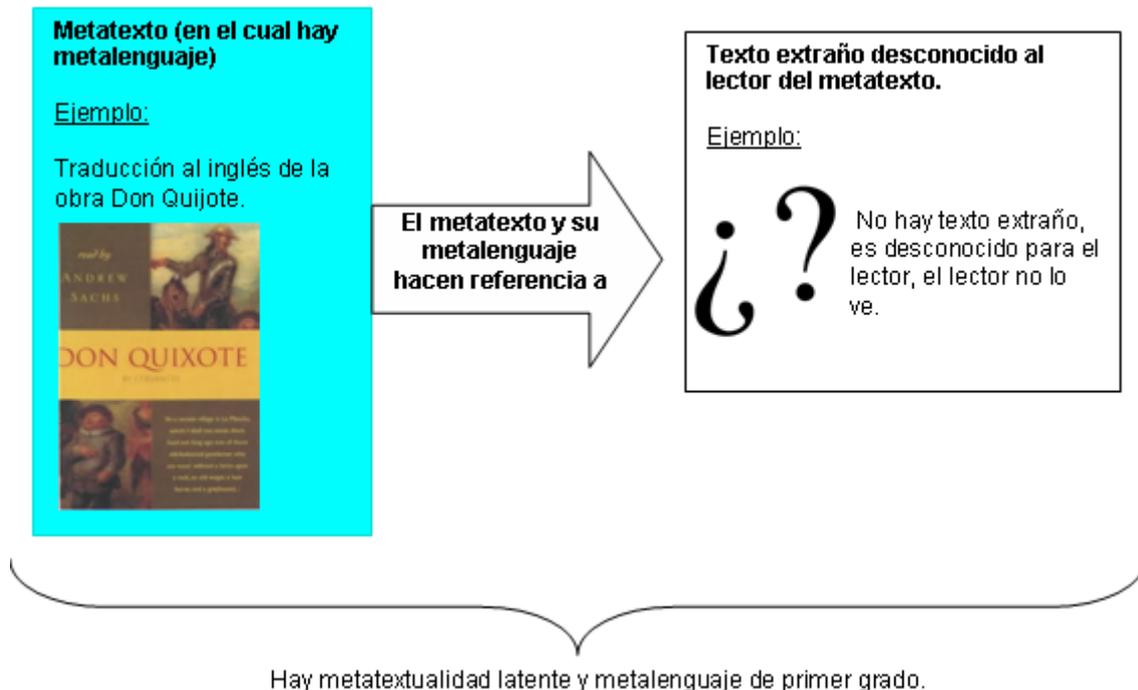
quiere decir, como explicamos al inicio del capítulo, que el lector percibe el texto *PRM Certification* como extraño dentro del universo textual de su cultura y entonces logra identificar la explicación en español como un comentario, como un texto que habla sobre *PRM Certification* (otro texto). A la vez puede ver que hay una lengua hablando sobre otra: se puede percibir que el español está explicando lo que significa un elemento lingüístico de otra lengua que el lector no comprende. Constituye una explicación explícita. No obstante, con una traducción no sucede lo mismo: cuando un lector tiene en sus manos una traducción, por lo general no la obtiene en conjunto con el texto original por lo tanto no sabe a qué otro texto hace referencia esa traducción. Esa traducción constituye una interpretación implícita. Tampoco se observa cuál es la lengua objeto. Por ejemplo, imaginemos que un individuo compra el libro *Don Quixote*, una traducción del libro *Don Quijote* de Cervantes. *Don Quixote* trata sobre el libro original: por medio de las palabras en inglés que contiene la traducción se interpretaron las palabras que contenía el libro original en español (metalenguaje). Sin embargo, el carácter metatextual de *Don Quixote*, en ese momento, es latente porque el lector, al adquirir el libro, no ve ningún texto extraño al cual *Don Quixote* haga referencia, tampoco se presenta explícitamente la lengua objeto. Hay un texto, hay un metalenguaje pero a lo que ambos hacen referencia no está explícito para lector. Esta situación se puede ver esquematizada en el diagrama #2 de la siguiente página.

## Diagrama #2

### Caso 1



### Caso 2



En la primera parte del diagrama anterior se puede observar un metatexto en el cuadro amarillo que hace referencia al texto extraño del cuadro en verde, y el metalenguaje

señalado con el color azul (metalenguaje del metatexto) hace referencia a la lengua señalada con el color rojo (lengua del texto extraño), que vendría a ser la lengua objeto. Al percibir, el lector, el texto extraño al cual hace referencia el metatexto, la metatextualidad se vuelve patente para él, asimismo al lograr identificar la lengua objeto el metalenguaje, que como vimos es de tercer grado (explicación explícita), se vuelve manifiesto para el lector.

Por otro lado en la segunda parte del esquema, tenemos un metatexto en el cuadro celeste; sin embargo, como se puede apreciar en el cuadro blanco con los signos de interrogación, el texto extraño al que esa traducción hace referencia no está visible para el lector. Al no percibir, el lector, ningún texto extraño, la metatextualidad se vuelve latente y, en consecuencia, al no percibir tampoco la lengua objeto, el metalenguaje, que como analizamos es de primer grado (interpretación implícita), no se vuelve manifiesto para el lector, no se reconoce la función metalingüística que desempeña la lengua del metatexto.

En síntesis, los casos del diagrama sugieren que el nivel de metalenguaje está relacionado con el carácter patente y latente de la metatextualidad ya que en el primer caso del diagrama la metatextualidad es patente y el metalenguaje es mayor mientras que en el segundo caso la metatextualidad es latente y el metalenguaje es del menor grado, sobre todo en una lectura superficial.

## IV. Conclusión

Al inicio de esta investigación planteamos la hipótesis de que es posible encontrar elementos marcadores de metatextualidad en una traducción, y que dichos elementos, al menos en un texto técnico-científico, incluyen referencias, explicaciones, abreviaturas, siglas y fórmulas matemáticas. Nuestra investigación giró en torno a dos objetivos: primero, identificar los exponentes del carácter metatextual en el manual en español; y segundo, presentar la traducción como un texto sobre otro texto. A lo largo de todo el análisis logramos nuestros objetivos y vimos como nuestra hipótesis fue adquiriendo validez, ya que pusimos en manifiesto la forma en que cada marcador, patente o latente, refleja la metatextualidad del *Manual del Gestor Profesional de Riesgos*. Finalmente, como tema corolario, estudiamos la relación que existe entre los metatextos y el metalenguaje.

A partir de esta investigación se concluye que los marcadores identificados bajo la teoría de James Holmes tienen la función de vincular el texto original y la traducción mediante una relación particular, además de ser facilitadores de la comprensión. De hecho, existe una relación entre el propósito del traductor de mejorar la comprensión de su texto y el hecho de dejar huellas de metatextualidad. Un traductor comienza a trabajar en un texto con una finalidad comunicativa, para que un texto producido en una lengua sea comprensible para un lector que desconoce dicha lengua. Nuestra investigación permite concluir que para cumplir esta tarea comunicativa, es inevitable que existan huellas metatextuales en el texto meta. Recordemos, el caso de las explicaciones cuyo objetivo como su nombre lo indica es esclarecer determinado aspecto del texto fuente. Algunos de los elementos del documento original que se explicaron en el manual no hubieran sido comprensibles para los lectores de no haber sido por los marcadores. Uno de ellos es el

caso del ejemplo #6 (pág. 120) en el que analizamos la nota al pie de página que explicaba el concepto *PRM certification*. La ausencia de esa huella metatextual hubiera implicado que el texto fuera insuficiente para el lector ya que sin una debida explicación del concepto en el texto traducido, los lectores no podrían entender de que se está hablando, ni de que se trata el programa; por lo tanto, tendrían que recurrir a una explicación ajena al texto traducido para compensar esa laguna cognoscitiva. Es decir para que se de la comprensión del concepto, el lector desconocedor tendría que acudir a recursos extratextuales para ya que no sólo el código lingüístico del término sino lo que representa es ignorado por el lector meta, entonces ¿hasta que punto se hubiera cumplido el objetivo de hacer el texto accesible a otras culturas si no se hubiera dejado esa huella metatextual?

Muchos autores aunque no mencionan la metatextualidad directamente, hacen hincapié en que un texto debe ser comprensible. Uno de ellos es Neubert (1992) quien engloba en el concepto de textualidad una serie de rasgos que los textos deben contener para ser considerados como tales. Neubert plantea que la aceptabilidad es uno de ellos, y explica que la aceptabilidad se rige por el principio de la cooperación, el cual es el esfuerzo consciente que hace el emisor para darse a entender y el receptor para comprender. Aplicando esto a la traducción, para que un texto meta sea acogido como texto y aceptado como tal debe existir primero un compromiso por parte del traductor (un tipo de emisor) de hacer comprensible el texto a sus lectores. Neubert expone: “*texts are invitations to communicate and must be presented to listeners and readers in ways which secure their cooperation and comprehension. Acceptability is a precondition for cooperation, and the presumption of cooperation is a rationale for adhering to acceptability standards*” (75). La presencia de algunos marcadores metatextuales también es inevitable para la aceptabilidad del texto. Recordemos el caso de los extranjerismos, existen muchos términos del inglés,

en su gran mayoría compuestos por dos o más palabras pero a la vez abreviados, que han sido adoptados en el ámbito económico y financiero, de manera muy agresiva, por la cultura hispana. Su uso se ha vuelto tan frecuente y común debido a fenómenos como la globalización y el desarrollo acelerado de ciertas culturas dominantes, que algunas veces su equivalente en castellano ni siquiera se conoce o su uso no es muy popular. En vista de que la norma indica que existe una predilección por los extranjerismos en las áreas especializadas y que si se opta únicamente por términos técnicos en castellano, el texto podría sonar un poco “artificial”, lo que afectaría la aceptabilidad del texto traducido, el traductor muchas veces se ve obligado, al verter un texto al castellano, a incluir los extranjerismos a la par de los términos en español.

Lo anterior sucede varias veces en el manual en español, retomemos el ejemplo #13 (pág. 129) en donde analizamos el extranjerismo “swaptions”; si el traductor únicamente hubiera dejado el término en español “opciones sobre permutas”, muy probablemente, el lector no se sentiría familiarizado con dicho término en español, puesto que es más común utilizar “swaptions”, un término que abarca dos (*options* y *swaps*). Al dejar la huella metatextual, el extranjerismo, el traductor está haciendo lo que recomienda Neubert, está presentando el texto al lector de una manera que asegure el entendimiento. En el campo económico-financiero en especial existe una expectativa muy particular por parte de los lectores, por las razones anteriormente explicadas y por lo que expone Neubert: “textual expectations are a product of the historical development of texts in society” (74). Los lectores esperan que un texto como el manual en español contenga extranjerismos y así es comprensible para ellos porque a eso están habituados, y porque esos términos son lo que utilizan, si no se incluyen en la traducción al castellano se pone en riesgo su aceptabilidad, y la producción del texto se sale de la norma. Al incluir los extranjerismos el traductor está

haciendo un compromiso por darse a entender, se preocupa por plantear el texto de una forma apta para los lectores en términos de comprensión y familiaridad, está honrando el principio de cooperación. De todo esto se desprende la importancia de las huellas metatextuales que comentábamos al inicio. Si bien es cierto Neubert no indica que hay que dejar huellas metatextuales, sí enfatiza que es de suma importancia lograr la comprensión y ésta como vimos se puede lograr a través de los marcadores.

Hasta el momento hemos expuesto cómo la presencia de los marcadores, mejoran el discernimiento del manual en español. Sin embargo, no pensemos únicamente en los marcadores de metatextualidad identificados en el manual, sino partamos del concepto global de metatextualidad, consideremos un proceso metatextual para visualizar cómo la metatextualidad condiciona el entendimiento de un texto. Consideremos el caso de un texto en inglés que no tuviera traducción al español, por ejemplo la obra “Hamlet” de Shakespeare y de una audiencia hispana desconocedora de la lengua inglesa, por ejemplo la población de Costa Rica. Si la audiencia costarricense quisiera saber de que se trata la obra ¿qué opciones tendría para comprender el texto? Evidentemente si algún escritor conocedor de la lengua inglesa escribiera una reseña crítica en español, un lector costarricense se daría una idea de la trama de Hamlet. Comprendería de lo que se trata el libro al leer la reseña en castellano. Otra manera en que un lector de la cultura costarricense podría comprender la obra sería a través de una traducción al castellano. En ambos casos, tanto en la reseña como en la traducción se da un proceso metatextual. Únicamente por medio de un metatexto en la lengua castellana, sea este una explicación, una reseña crítica, una traducción, una imitación, la audiencia costarricense podría entender el texto original de Hamlet, no existe otra forma. Una de las maneras en las que el conocimiento humano se enriquece es a través de textos que hablan sobre otros textos

previamente escritos. Solamente a través de textos que hablan sobre “otros” textos a los que no tenemos acceso llegamos a conocer, o a comprender esos “otros” textos.

Nuestra investigación ha sugerido una visión diferente del texto traducido, no consideramos que la traducción sea un texto de segunda categoría o inferior al original; por el contrario, pensamos que por medio del texto traducido es que el original llega a ser comprensible para otras culturas. Hemos visto como con cada marcador se le trata de explicar o aclarar algo al lector sobre texto original. A grandes rasgos, el manual en español trata de desenmarañar o descifrar el original presenta. Esto nos lleva a retomar lo que Jakobson (1985) planteó: “*the meaning of any linguistic sign is its translation into some further alternative sign*” (261). A partir de esto podemos decir, entonces, que el significado del texto original es su traducción.

A lo largo de toda esta investigación hemos planteado aspectos sobre la metatextualidad en un texto técnico-científico. Es nuestro deseo instar a otros profesionales en el área de letras a investigar más sobre la metatextualidad. El objetivo inicial de identificar marcadores de metatextualidad en el manual analizado está muy relacionado con el deseo de que en un futuro, a raíz de una continua investigación, se establezca una propuesta de tipología de metatextualidad para este tipo y otro tipo de textos. Muchos teóricos han propuesto tipologías de intertextualidad en el ámbito de estudios literarios, Hatim y Mason mencionan a Sebeok (1986), por ejemplo. Sin embargo, no hemos encontrado tipologías de metatextualidad. Precisamente por eso nos vimos motivados a presentar una tipología o clasificación de elementos de metatextualidad en un texto técnico-científico. A partir de una investigación como esta se puede ver que el análisis del metatexto permite identificar que tan visible es el texto fuente. A la luz de esto sería muy enriquecedor investigar un poco más el tema con el fin de realizar otra clase de tipologías

como por ejemplo una basada en el nivel de visibilidad del texto original en el texto traducido. Vemos que un análisis de este tipo arroja ideas interesantes; por ejemplo, las implicaciones del conocimiento de estos marcadores en la traducción. Es decir al traducir un texto técnico-científico y estar conciente de que estos marcadores existen, el traductor cuenta con una base para fundamentar decisiones traductológicas. Demos el caso de las fórmulas matemáticas, expusimos en este trabajo que son intertextos del texto fuente y que por lo general se trasladan de manera intacta, partiendo de esto el traductor puede decidir sobre ellas a la hora de traducir. Otro caso serían las explicaciones, necesarias muchas veces como expusimos, un traductor sabiendo que son marcadores característicos de los textos técnicos sabrá que es recomendable incluirlas abogando por la comprensión. De esta manera podemos ver como el tema de la metatextualidad ofrece aportes interesantes al área de la traductología. Aparentemente en Costa Rica no se ha incursionado mucho en esto; sin embargo, creemos que se pueden plantear descubrimientos interesantes que enriquezcan nuestra propuesta inicial.

## V. Bibliografía

Alonso Bonis, Susana y otros. “La valoración de opciones reales con múltiples fuentes de incertidumbre”. Asociación Científica de Economía y Dirección de la Empresa. 20 de noviembre de 2007. <[http://74.125.45.104/search?q=cache:G1CNk\\_qLjzUJ:www.acede.org/index\\_archivos/CDMurcia/Indice%2520de%2520Autores/documentos/IdP822.pdf+Alonso+Bonis+La+valoraci%C3%B3n+de+opciones+reales+con+m%C3%B3ltiples+fuentes+de+incertidumbre&hl=es&ct=clnk&cd=2&gl=cr](http://74.125.45.104/search?q=cache:G1CNk_qLjzUJ:www.acede.org/index_archivos/CDMurcia/Indice%2520de%2520Autores/documentos/IdP822.pdf+Alonso+Bonis+La+valoraci%C3%B3n+de+opciones+reales+con+m%C3%B3ltiples+fuentes+de+incertidumbre&hl=es&ct=clnk&cd=2&gl=cr)>.

“Abreviatura”. Def. 1. *Diccionario de la Real Academia Española*. 22 ed. 2001.

“Analogía”. Def. 1. *Diccionario de la Real Academia Española*. 22 ed. 2001.

Aviles-Cabo, Maribel y otros. “Análisis de riesgo, portafolios optimos y diversificación en la agricultura”. Agrocienca. 2006. 4 septiembre de 2008. <<http://www.colpos.mx/agrocien/Bimestral/2006/may-jun/art-13.pdf>>.

Ayala, Astrid y Giancarlo Ibárgüen S. “Una propuesta de mercado para la auditoria de los estados financieros de empresas públicas”. Escuela de Negocios. 15 de septiembre de 2007. <[http://www.mba.ufm.edu.gt/journalofmanagement/content/ESP\\_MarketProoosal.pdf](http://www.mba.ufm.edu.gt/journalofmanagement/content/ESP_MarketProoosal.pdf)>.

Barthes, Roland “Criticism as Language”. *The Critical Moment: Essays on the Nature of Literature*. Londres: Faber, 1964.

Blanco Pascual, Luis y otros. “Valoración de empresas por descuento de flujos de caja: proyección de ratios y estimación del valor terminal por múltiplos”. Dialnet. 2007. 20 de noviembre de 2007. <<http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2232566>>.

Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS). “Glosario de términos utilizados en los sistemas de pago y liquidación”. *Instituto para el Depósito de Valores*. Marzo de 2003. 25 de septiembre de 2007. <<http://www.indeval.com.mx/wb3/wb/indeval/glosario>>.

Diccionario de filosofía latinoamericana. CIALC. 30 de octubre de 2008. <<http://www.ccydel.unam.mx/pensamientoycultura/biblioteca%20virtual/diccionario/analogia.htm>>

Gentzler, E. *Contemporary Translation Theories*. Londres y Nueva York: Routledge, 1993.

“Glosario de comercio exterior”. MYX Internacional. 30 octubre de 2007. <<http://www.myxinternacional.com/espanol/glosario.htm>>.

“Glosario de términos bursátiles y financieros”. Secada Consultores. 5 septiembre de 2007. <<http://www.sec-consult.net/articulos/glosario.pdf>>.

Hatim, Basil y Ian Mason. *Teoría de la traducción. Una aproximación al discurso*. Trad. Salvador Peña. Barcelona: Ariel, 1995.

Herrerías Guerra, Lucía. *Espero estar en la verdad. La búsqueda ontológica de Paul Ricoeur*. Roma: Editrice Pontificia università gregoriana, 1996

Holmes, James. *Translated! Papers on Literary Translation and Translation Studies*. Ámsterdam: Rodopi, 1998.

Hurtado, A. *Traducción y Traductología. Introducción a la Traductología*. Madrid: Cátedra, 2001.

“Indicaciones del estado T.6: Derivados financieros y de crédito: Detalle de operaciones realizadas, variaciones de precios y valores razonables”. Banco de España. Diciembre 2005. 5 septiembre de 2007. <[http://www.bde.es/regulacion/informacion/contabilidad/informacion\\_be\\_4\\_2004/informacion2004\\_ficheros/trimestrales/indicaciones/32-T.6.pdf](http://www.bde.es/regulacion/informacion/contabilidad/informacion_be_4_2004/informacion2004_ficheros/trimestrales/indicaciones/32-T.6.pdf)>.

Jakobson, Roman. *Selected Writings VII*. Berlín/Nueva York: Mouton Publishers, 1985.

Jorion, Philippe. *Valor en Riesgo. El nuevo paradigma para el control de riesgos con derivados*. Mexico: LIMUSA Noriega Editores, 2003.

Lachmann, Renate. *Memory and Literature*. Minneapolis/London: University of Minnesota Press, 1997.

Losada López, Ramiro. “Estructuras de titulación: características e implicaciones para el sistema financiero”. Comisión Nacional del Mercado de Valores. Octubre 2006. 4 de septiembre de 2007. <[http://www.cnmv.es/publicaciones/Mon2006\\_14.pdf](http://www.cnmv.es/publicaciones/Mon2006_14.pdf)>.

Moreno Gabaldón, Ignacio. “La teoría de la agencia”. 4 de enero de 2007. <<http://ignaciomoreno.files.wordpress.com/2008/02/la-teoria-de-la-agencia.pdf>>.

Moya, Virgilio. *La Selva de la Traducción. Teorías traductológicas contemporáneas*. Madrid: Cátedra, 2004.

Müller-Plantenberg, Nikolas A. Macroeconomía internacional. 17 enero de 2007. 9 octubre de 2007. <[http://www.mullerpl.net/econ/t/int\\_macro/int\\_macro\\_doc.pdf](http://www.mullerpl.net/econ/t/int_macro/int_macro_doc.pdf)>.

Neubert, A y Shreve, G.M. *Translation as Text*. Kent, Ohio: The Kent State University Press, 1992.

Newmark, Peter. *Manual de traducción*. Trad. de Virgilio Moya. Madrid: Cátedra Lingüística, 1992.

“Principales factores de calificación”. Standard & Poor’s. 7 septiembre de 2006. 10 de octubre de 2007. <<http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/es/la/page.article/2,1,3,0,1118342193775.html>>.

- “Riesgos de la cartera de negociación”. Banco de España. 9 de julio de 2007. 4 de septiembre de 2007. <[http://www.bde.es/regulacion/regulacion/docs/cbe-0700-07\\_%2005\\_06web-final.pdf](http://www.bde.es/regulacion/regulacion/docs/cbe-0700-07_%2005_06web-final.pdf)>.
- Romero, Fernando. “La correcta estimación de costo de capital para la valoración de flujos de caja finitos mediante métodos de descuento de flujos de fondos”. 12 de julio de 2007. 20 de noviembre de 2007. <<http://fernandoromero.wordpress.com/2007/07/12/la-correcta-estimacion-de-costo-de-capital-para-la-valoracion-de-flujos-de-caja-finitos-mediante-metodos-de-descuento-de-flujos-de-fondos/>>.
- Rosenberg, Jerry Martín. *Diccionario de administración y finanzas*. Barcelona: Océano, 1999.
- “Sigla”. Def. 1. *Diccionario de la Real Academia Española*. 22 ed. 2001.
- Shuttleworth, Mark y Cowie, Moira. *Dictionary of Translation Studies*. Manchester: St. Jerome, 1997.
- Thomas, Susan. “Using Derivatives”. Indira Gandhi Institute of Development Research. 6 septiembre de 2007. <[http://www.igidr.ac.in/~susant/TEACHING/FIN/print\\_fin13.pdf](http://www.igidr.ac.in/~susant/TEACHING/FIN/print_fin13.pdf)>.
- Vargas Gómez, Francisco. “Práctica de la crítica: una crítica de la práctica de la teoría de la traducción desde un texto ‘no literario’”. Tes. Maestría en Traducción Inglés-Español. Universidad Nacional de Costa Rica, 2004.
- Venuti, L. *The Translation Studies Reader*. Londres: Routledge, 2000.
- Vinay J.P. y Darbelnet J. “A Methodology for Translation”. Venuti. L. *The Translation Studies Reader*. Londres/Nueva York: Routledge, 2000.
- Williams, J. y A. Chesterman. *The Map: A Beginner’s Guide to Doing Research in Translation Studies*. Manchester: St Jerome Publishing, 2002.
- William Shakespeare. *Hamlet*. Trad. Tomas Segovia. Buenos Aires: Grupo editorial Norma, 2002.

# **Apéndice: Texto original**