

El comodatario es obligado a emplear el mayor cuidado en la conservación de la cosa. Responde hasta de la culpa levisima porque es la parte que reporta beneficio. Si el comodato fuere en pro de ambas partes, no se extenderá la responsabilidad del comodatario sino hasta la culpa leve, porque en ese caso hay en el contrato beneficio recíproco. Si fuere en pro de sólo la parte comodante, responde de la culpa grave porque el contrato solamente es útil al acreedor (arts. 1604, 2203 y 2204).

La gradación de la culpa (levisima, leve, grave) a compás del beneficio que se deriva del contrato, no hace que éste llegue a ser oneroso. Continúa siendo gratuito.

De la gratuidad se deducen para el comodatario ciertas obligaciones, entre las cuales enumeramos: la de responder de caso fortuito cuando en la alternativa de salvar de un accidente la cosa prestada o la suya, ha preferido deliberadamente la suya (art. 2203); la de restituir la cosa aun antes del tiempo estipulado, si sobreviene al comodante una necesidad imprevista y urgente de ella (art. 2205); y la de ser deudor solidario si la cosa ha sido prestada a muchos (art. 2214). Aquí gratuidad y gratitud se dan la mano.

LA FINANCIACION POR MEDIO DE BONOS

Dr. Enrique Trujillo Palacio

PROLEGOMENOS — Nadie discute que Colombia, para poder llevar a cabo la tarea de desarrollo económico que se ha impuesto, con el fin de levantar el nivel de vida de su población, necesita grandes recursos de capital.

Estos recursos de capital pueden tener dos fuentes: 1) fuentes domésticas, es decir por medio del ahorro nacional y 2) fuentes extranjeras, o sea importación de capital, que puede venir al país de distintas maneras.

También existe un acuerdo general en que el mayor esfuerzo tiene que venir de parte de los ahorradores nacionales. En el pasado ha sido el capital interno proveniente del ahorro privado y público que ha contribuido en mayor escala al desenvolvimiento económico del país. En los años comprendidos entre 1945 y 1953 el ahorro bruto nacional contribuyó con 99.1% en el financiamiento global de la formación de capitales durante ese período, mientras que la financiación a través de fuentes extranjeras (entrada líquida de capitales y créditos externos) fué de solo 0.9% (1).

Es indudable que aun cuando las fuentes extranjeras de capital tiendan a aumentar, el ahorro nacional seguirá siendo la fuente primordial en la financiación de las necesidades de capital en el país. En el pasado el ahorro nacional ha aumentado su proporción en el ingreso nacional bruto, en efecto mientras que en 1948 el ahorro nacional privado alcanzó a 10.4% del producto nacional bruto, en 1955 subió a 17.8%. (2). Es decir que se ha operado en el país un cambio de mentalidad en cuanto a la necesidad del ahorro para poder realizar el desarrollo económico del país, a la vez que el mismo crecimiento económico ha permitido un aumento en el ahorro nacional. Seguramente esta tendencia al ahorro ha continuado en los años recientes, especialmente por las medidas de orden fiscal tomadas por el gobierno nacional. Últimamente en la llamada Plataforma Económica del actual gobierno se ha considerado que debe conseguirse un mayor porcentaje de ahorro nacional para alcanzar una ra-

ta de crecimiento adecuada a las necesidades del país a fin de mejorar su standard de vida.

DIVERSAS FUENTES DE FINANCIACION — Reconocida la imperiosa necesidad de capital para el desarrollo económico del país y la importancia que el ahorro interno tiene para suplir al menos en gran parte tal necesidad, conviene estudiar y éste es el principal objeto de este trabajo, la manera como tales ahorros pueden llenar tal función.

Aparte del ahorro público hecho por el Estado y del cual no nos ocupamos y destinado en general a inversiones llamadas de capital social, el ahorro privado tiene diferentes medios de alcanzar a los distintos renglones de la economía. En la generalidad de los casos las empresas emplean gran parte de sus ganancias para promover su crecimiento. En Colombia las ganancias retenidas por las empresas, para destinarlas a ensanches de sus actividades, han tomado especial importancia en los últimos años. De los datos de que disponemos se deduce que estas ganancias retenidas han aumentado considerablemente. Medidas en pesos de 1952 ellas aumentaron de 34.5 millones en 1948 a 255.8 millones en 1955, un aumento de 641%. (3). Es importante también notar el aumento del porcentaje de ganancias retenidas con respecto a las utilidades de las empresas, éste fué de 18% de las utilidades de las sociedades anónimas (promedio) en 1948, ya en 1955 había aumentado este porcentaje a 44%, que está muy ajustado a los estándares americanos. El renglón de depreciación ha sido otra fuente de financiación para las empresas. Este aumento ha sido de 194% entre 1948 y 1955 pues en pesos de 1952, las reservas de depreciación alcanzaron en 1948 a 191.6 millones y en 1955 fueron de 564.8 millones. (4).

No pueden las empresas contentarse con estas fuentes de financiación pues no son suficientes para llevar a cabo sus programas de ensanche y por otra parte las nuevas compañías que se creen necesitan ir directamente a las fuentes externas para sus necesidades de capital.

Es así como las empresas deben recurrir al mercado de capitales para satisfacer sus necesidades de dinero al efecto de iniciar operaciones o ensanchar las existentes. Cuando se trata de capital fijo su financiación debe estar acorde con la índole de éste y por lo tanto debe hacerse a través de fuentes de capital que lo faciliten a plazos más amplios para que dicha financiación no sea demasiado onerosa para la empresa.

En cuanto a este capital a largo plazo puede conseguirse por medio de dos instrumentos de diversa índole financiera y que se ocurren en

circunstancias diversas, especialmente cuando se trata de la iniciación de la respectiva empresa. En primer lugar se encuentran los instrumentos negociables llamados acciones, que representan títulos de propiedad y en segundo lugar se presentan los bonos, que representan títulos de deuda. Ambos instrumentos por su naturaleza misma ofrecen características diversas.

ACCIONES Y BONOS — El empleo de acciones en la financiación envuelve por la misma naturaleza de esta clase de instrumentos no sólo el derecho a la administración, sino el riesgo que conlleva todo derecho de propiedad y es el de correr el riesgo de la empresa, que en el caso de acciones como se trata de una sociedad anónima dicho riesgo sólo va hasta el valor de su acción o sea su correspondiente participación en la sociedad.

El uso de bonos en la financiación de una empresa, por tratarse de un instrumento de deuda, sólo da derecho contra la sociedad de cobrar el valor del respectivo bono y los intereses y como el tenedor del bono no corre riesgo alguno en el negocio de la sociedad, siempre y cuando se le paguen cumplidamente sus intereses y la amortización correspondiente, si se pactó, no tiene tampoco ninguna responsabilidad por la administración de la sociedad.

De lo anterior se desprende que una empresa en sus primeras etapas de su vida no puede financiarse de otra manera que a través de acciones porque son éstas las que dan el derecho de propiedad sobre la empresa con el riesgo que conlleva la iniciación de la respectiva aventura, si es que así puede llamarse en principio lo que solo ofrece incertidumbre en el futuro. Es lógico que con el capital aportado en acciones se ofrece a los potenciales inversionistas en bonos un respaldo para el caso de que la empresa desee emitir bonos y sea económicamente factible hacerlo.

A parte de la iniciación de actividades de una nueva empresa, la utilización de una u otra forma de financiación depende de las características propias de cada empresa, de sus condiciones actuales y del estado actual del mercado de valores que a la vez está influenciado por multitud de factores tanto económicos como políticos, nacionales o internacionales.

Una enumeración de las características que se ha dicho diferencian los bonos de las acciones es conveniente:

1) Los derechos de los tenedores de bonos, junto con aquellos de otros acreedores de la empresa, constituyen derechos preferentes, a los

cuales debe atenderse antes de que cualquiera cosa pueda destinarse para los accionistas.

2) El interés de los tenedores de bonos es un derecho permanente, al cual debe atenderse regularmente so pena de caer la empresa en insolvencia, sin tener en cuenta las utilidades realizadas o las condiciones financieras. Los dividendos a los accionistas se reparten sólo cuando haya utilidades suficientes, y aún si las hay, sólo cuando son decretadas por la Junta Directiva. Por razón de esta diferencia se dice que los intereses son obligaciones fijas de la empresa, mientras que los dividendos que se pagan sobre acciones preferenciales se llaman cargos contingentes, por la circunstancia de necesitar el ser decretados por la Junta Directiva, aun cuando se trata de un porcentaje determinado a semejanza de los bonos. En el caso de bonos de ingreso (income bonds), que son una excepción a los bonos ordinarios, por cuanto el pago de intereses depende de que se realicen utilidades en el año respectivo, son como en el caso de las acciones preferenciales llamados cargos contingentes, pero se diferencian de los dividendos de acciones preferentes en cuanto no necesitan ser decretados por la Junta Directiva, basta que se hayan realizado utilidades para que se causen en el respectivo año.

3) Como ya se dió a entender el interés en los bonos es una suma o porcentaje fijo; los dividendos pueden serlo o no.

4) Los bonos tienen una fecha de expiración para el pago de bono respectivo, las acciones no.

5) Como también se dió a entender antes, los tenedores de bonos no tienen derecho al voto, ni voz en el manejo de los negocios de la empresa siempre y cuando ésta cumpla sus obligaciones. Los accionistas, salvo cuando cierta clase de ellos específicamente no tiene derecho al voto, tienen el poder de control de la compañía a través de la elección de Junta Directiva y otras medidas que pueden tomar. (5).

EMPLEO DE BONOS COMO MEDIO DE FINANCIACION—Estas características como ya se había dicho son las que determinan el empleo de bonos o acciones según las circunstancias. Se han dado varias razones para el empleo de bonos en vez de acciones en la financiación de las necesidades de la empresa. En primer lugar una empresa está interesada en emitir bonos por cuanto así sus actuales accionistas se evitan la disminución del control de la compañía si se emitieran acciones que conlleven derecho al voto. Claro que en sociedades anónimas en donde ya ese con-

tro está ampliamente diluido en multitud de accionistas no tiene importancia el emitir bonos por esta sola razón.

Una segunda razón para que las empresas acudan a la financiación por medio de bonos es el de aumentar las posibles fuentes de recursos. Sabemos que existen determinadas instituciones financieras que no pueden adquirir otra clase de valores para sus inversiones. Por lo tanto, si las empresas sólo emitieran acciones para su financiación se verían privadas de esta fuente de fondos que son aquellas instituciones, tales como las compañías de seguros, los bancos comerciales y cajas de ahorros. En Colombia a estas instituciones sólo se les permite la inversión en bonos y hay que tener en cuenta que estas tres clases de instituciones son las únicas de importancia en el país en el campo financiero. Existen circunstancias especiales en las cuales determinadas compañías sólo pueden recurrir a la emisión de bonos para su financiación porque puede ocurrir que dada la índole del mercado de valores la financiación por medio de acciones resultaría demasiado onerosa, por lo tanto el único recurso sería recurrir a la emisión de bonos. Estos casos pueden presentarse en una etapa del ciclo de los negocios en donde el mercado de acciones está excesivamente quieto y por lo tanto el precio de las acciones está tremendamente bajo, en cambio una emisión de bonos con las respectivas márgenes de seguridad, como cuando la emisión es pequeña con respecto a los haberes de la empresa, puede salir adelante en términos más favorables. También hay compañías pequeñas cuyas acciones no son bien conocidas, si se emitieran nuevas acciones con el fin de levantar fondos para financiación sus precios serían tan bajos que harían la emisión muy costosa. Recurriendo al mercado de bonos, se podrían conseguir los fondos a precios más favorables, por cuanto la característica especial del bono, de ser título de deuda permite dar garantías especiales de seguridad lo que lo haría halagüeño para los inversionistas y por lo tanto se podría vender a precios muy favorables, recibiendo la compañía por ellos sumas adecuadas, y por lo tanto intereses bajos.

La emisión de bonos por último permite conseguir fondos a más bajos precios. A parte de los inversionistas institucionales (compañías de seguros, cajas de ahorros) hay inversionistas particulares que desean seguridad antes que especulación en sus inversiones. Los bonos por los márgenes de seguridad que ofrecen los hacen más atractivos y los inversionistas estarían dispuestos a recibir un rédito más bajo a cambio de dicha seguridad y por eso es por lo que la rata de interés es más baja que el rédito pagado a los accionistas con los dividendos.

Las ventajas que ofrecen los bonos desde el punto de vista tributario, contribuyen a rebajar los costos de financiación por este medio,

en efecto el valor de los bonos es deducible del patrimonio para fines impositivos, lo mismo que los intereses son deducibles de la renta bruta para el pago del impuesto sobre la renta. El auge de la utilización de los bonos por parte de las distintas empresas en Colombia en los últimos años ha empezado a despertar recelo por parte de las autoridades fiscales porque ven en ellos una manera de eludir el pago de impuestos, que de otra manera tendrían que pagar. Sin embargo estos temores son infundados, porque si en verdad éste puede ser un móvil en la financiación por medio de bonos, no es el único y tampoco podría ser el mero determinante en su utilización. Los bonos, como deuda que son, conllevan un gran riesgo para la empresa por su característica misma, es decir, de ser un cargo fijo y permanente para la empresa, que puede inclusive llevarla a la insolvencia si no cumple con sus obligaciones. De aquí que las empresas deben utilizarlos con cierta cautela para no verse envueltas en mayores dificultades, especialmente en tiempos de malos negocios. Tampoco pueden ser las empresas demasiado conservadoras al no tomar ventaja de las condiciones especiales que ofrecen los bonos como son su bajo costo comparado con el de las acciones y que en la etapa de prosperidad de una empresa le permitiría hacer un buen margen de utilidad después de pagar los intereses sobre aquellos. Esto se entiende en épocas de prosperidad para la empresa, porque en épocas de depresión sus efectos contrarios serían tan funestos, como provechosos los de la época de bonanza. Una compañía con una fuerte deuda se dice que tiene un alto "leverage", es decir, que su capital está ayudado por el capital obtenido de sus acreedores que obra a manera de "palanca" para el negocio, dándole un mayor impulso.

VENTAJAS SOCIALES EN LA FINANCIACION POR BONOS.-

A parte de los beneficios para la empresa, la financiación por medio de bonos trae para la comunidad en general ventajas de suma importancia, al otorgarle a ésta la oportunidad de un nuevo medio representativo de riqueza que puede adquirir, a la vez que le proporciona gran liquidez en su patrimonio. En efecto los valores bursátiles por su gran atracción como inversión gozan de mercado muy amplio, especialmente si se trata de compañías bien administradas, financieramente potentes y con grandes márgenes de seguridad. Esta liquidez de los bonos y acciones, o sea la capacidad de disponer de ellos sin mayor sacrificio de su valor de costo, implica una gran ventaja para el inversionista, que puede estar ganando un rédito en uno de estos valores y cuando la necesidad, bien sea de índole personal o por causa de sus negocios, lo obliga a disponer de él, puede estar seguro que obtiene al menos el valor que dio por

él, por supuesto salvo casos excepcionales. Quiere decir esto que una persona que tiene dinero disponible por el momento, pero ha de necesitarlo dentro de seis meses, puede invertirlo en acciones o bonos, obtener un rédito durante esos 6 meses y al cabo de ellos recuperar su valor por medio de la venta en el mercado de valores. En cuanto al hecho de invertir en acciones o bonos depende del temperamento del inversionista, porque es necesario tener en cuenta que las acciones conllevan en grado mayor un aleas si se comparan con los bonos, que como vimos tiene prelación sobre cualquiera otra obligación de la sociedad para con sus accionistas.

LOS BONOS Y EL FISCO - Que el uso de los bonos implique pérdida para el fisco puede ser cierto en el inmediato futuro. Pero como la utilización de

los dineros que se perciban por concepto de bonos han de destinarse a mayores ensanches en las empresas o a contribuir a crear otras nuevas, este aumento de empresas no es otra cosa que un aumento de contribuyentes, y con rendimientos mayores para el fisco porque las nuevas empresas quizá van a aprovechar capitales que de otra manera estarían improductivos o destinados a negocios de escaso rendimiento. Debe considerarse que el fin del Estado es el de promover la felicidad de sus ciudadanos, y esta felicidad puede promoverla de muy distintas maneras. Una de ellas es la de fomentar empresas privadas que habrán de contribuir a un aumento de la riqueza de la comunidad, contribuyendo de esta manera a aumentar el nivel de vida del pueblo. Esto es más cierto en un país como Colombia, en donde se considera que el Estado sólo debe intervenir en la vida de los individuos para promover su bienestar, sin interferir a dichos ciudadanos si para el logro de ese bienestar consideran necesario el desarrollo de la industria por sus propios medios.

LOS BONOS Y EL AHORRO NACIONAL - La emisión de bonos trae también beneficios para la comunidad por cuanto da a los individuos una oportunidad de ahorrar fomentando el ahorro nacional, que como vimos es indispensable para un mayor desarrollo económico. Ya mencionamos que la sola existencia de acciones como instrumento de inversión recortaría la oportunidad a inversionistas potenciales, que solo quieren tener una renta sin mayores perspectivas de especulación. Claro que se corre el riesgo de los peligros de la inflación que en verdad afecta considerablemente a los tenedores de bonos. Quizá el hecho de que exista una gran cantidad de la riqueza de los individuos

representados en bonos, contribuya a asumir políticas de estabilidad económica que en verdad son de gran beneficio para todos.

Fuentes:

- (1) Naciones Unidas. El Desarrollo Económico de Colombia. México, 1957, cuadro 96, p. 124.
- (2) Calculado de la publicación del Banco de la República sobre Producto e Ingreso Nacional, preparada por el Departamento de Investigaciones Económicas. Años 1945 a 1955, (mimeografiado) pp. 29-36.
- (3) Op. cit.
- (4) Op. cit.
- (5) Guthmann Harry, Dougall E. Herbert, Corporate Financial Policy, Segunda Edición, pp. 95 y 96.

SECCION SEGUNDA

FILOSOFIA Y POLITICA

- I. — La teoría del hombre de Francisco Romero, B. Mantilla Pineda.
- II. — El ideal bolivariano en materia de política, Gustavo Espinosa Jaramillo.

El Sr. Espinosa Jaramillo es un alumno sobresaliente de tercer año de la Facultad. El ensayo presente fue elaborado en el Primer Seminario de Filosofía Política en 1959.