

CAPÍTULO IV

La administración de la deuda pública

1. Contracción de deuda

§ 232. A. *La emisión.* — La emisión de un empréstito puede efectuarse por un *procedimiento directo o indirecto.*

(1) Después del tránsito por el *Rentenbank* creado por decreto de 15 de octubre de 1923, se ha regulado nuevamente la circulación monetaria y fiduciaria alemana por leyes de 30 de agosto de 1924. — (N. DEL T.)

1.º La emisión por el *procedimiento directo* consiste en que el Estado apele directamente a los capitalistas al contraer la deuda, bien vendiendo las obligaciones o títulos en su nombre y por su cuenta, valiéndose de *agentes* que perciben una provisión (empréstitos de comisión), o bien emitiéndolos por el procedimiento de la suscripción pública.

La *suscripción* consiste en que la administración financiera, indicando la suma de deuda que trata de contraer, el número y cuantía de los títulos y los tipos del curso y el interés, apela al público en demanda de participación en el empréstito. La administración financiera acepta todas las suscripciones que no sean inferiores a un cierto mínimo y las reduce, proporcionalmente, o dando la preferencia a los pequeños suscriptores, cuando la suscripción exceda de la cantidad demandada. Pero a veces se acude también a la suscripción sin limitar previamente la cantidad demandada por el Estado. Así ocurre cuando, como en el caso de una gran guerra, no se puede precisar la cuantía de los medios que necesita el Estado. La suscripción pública adquiere una modalidad especial cuando ésta, o la compra de renta por inscripción en el *gran libro de la Deuda de la nación*, puede efectuarse continuamente, sin limitación de tiempo, en una oficina pública, o en varias, que disponen en todo momento de existencias en títulos de renta.

2.º La emisión por el *procedimiento indirecto* se efectúa por la *mediación de grandes casas de banca y consorcios bancarios*, por la llamada *negociación*. Estos consorcios toman el total de las obligaciones colocándolas después en el mercado en las condiciones que estimen oportunas. Por su trabajo y por el riesgo que corren, perciben, o bien una provisión determinada, o bien adquieren las obligaciones a tal precio que puedan revenderlas a mayor precio lucrándose con la diferencia. A veces también el consorcio bancario emisor no adquiere en firme el empréstito, sino que solamente garantiza una colocación mínima determinada.

En la emisión de los empréstitos por las casas de banca, la administración puede ponerse de acuerdo directamente con una o varias casas de banca que le merezcan confianza sobre los preparativos necesarios, o bien puede emitir el empréstito por el procedimiento del concurso concediéndoselo a aquellas casas de banca que hagan la oferta más ventajosa supuesta una igual garantía y seguridad. Se justifica este procedimiento por los beneficios de la competencia y de la publicidad y se evita con ello en parte la sospecha de que se trate de beneficiar a determinadas

casas de banca y el soborno de los agentes a quienes se confíe la emisión del empréstito. Pero la competencia se hace fácilmente ilusoria por la posición de monopolio de un Banco, o por el compromiso acordado entre varios Bancos; y además, este procedimiento no siempre da buenos resultados, especialmente en los países pobres, en situaciones críticas y en épocas de apremio. Naturalmente, no se puede evitar la apelación a las casas de emisión cuando se trata de contraer empréstitos en el extranjero.

§ 233. De los distintos procedimientos de emisión que acabamos de indicar, al menos cuando se trata de grandes empréstitos, la elección sólo puede oscilar entre la suscripción pública y la emisión por mediación de casas bancarias. Pues la emisión directa por medio de agentes sólo es aplicable, por lo general, cuando se trata de pequeñas sumas y de una colocación de los títulos lenta e ininterrumpida, ya que la rápida venta de los títulos deprimiría su curso. Además, con este procedimiento el deudor y sus agentes, aun sin querer, pueden ser impulsados a la especulación y fácilmente conduciría a emisiones ilegales.

De los otros dos procedimientos de emisión, la suscripción merece la preferencia. Ciertamente que en este caso no se da en beneficio del Estado la competencia de los acreedores, puesto que las condiciones de suscripción son fijas, pero en cambio se ahorra el Estado las sumas, frecuentemente elevadas, que tiene que satisfacer a los intermediarios.

Pero la suscripción solamente dará buenos resultados cuando en el interior del país, ya que en primer término se piensa en la participación de los nacionales, se disponga en el momento de la emisión de capitales fluídos; cuando el fin del empréstito se reconoce y justifica por la generalidad y el plazo de suscripción no es demasiado corto y, en fin, cuando las condiciones de suscripción se armonizan con la situación política, las relaciones del mercado monetario, etc. Por el contrario, cuando en el interior no se dispone de momento de los capitales necesarios de que quizá se privaría a otras colocaciones, cuando las perspectivas políticas no son favorables y cuando el empréstito tenga que llevarse a cabo rápidamente, entonces no podrá prescindir el Estado de la mediación de las casas bancarias.

Cuando el Estado apela directamente al mercado de capitales hay que resolver también la cuestión de si la cantidad suscrita ha de satisfacerse íntegra e inmediatamente o si el Estado se ha de contentar con un pago parcial a cuenta. La práctica se resuelve con razón por el sistema de pagos parciales. Por lo gene-

ral se trata de obtener tan grandes sumas que se provocarían los mayores trastornos si éstas se retirasen repentinamente de la circulación. Además, el pago íntegro frecuentemente no tiene finalidad alguna, puesto que el Estado no necesita disponer de una vez del total importe del empréstito sino en los casos más excepcionales.

En *Francia* el sistema de la suscripción es corriente desde hace largo tiempo. Por la constante venta de rentas hecha por los *Receveurs*, que disponen de existencias en títulos de la renta pública, y por el hecho de que los títulos de la deuda son de muy pequeña cuantía y se tienen en cuenta las pequeñas suscripciones, se ha democratizado la renta. No ha sido raro que la suscripción pública excediese con mucho la cantidad demandada (en 1868, 49 veces; en 1881, 17 veces). En *Austria* la venta de los títulos de la deuda pública por las cajas de ahorro postal ha contribuído mucho a extender estos títulos entre todos los círculos de la población. En *Alemania* la suscripción sólo ha tenido éxito apreciable en los tiempos recientes. Antes, los empréstitos del imperio, como los de Prusia y otros Estados, se emitían apelando principalmente a la mediación de casas bancarias. En los empréstitos de pequeña cuantía Prusia vendía en bolsa sus obligaciones valiéndose de agentes o por la mediación de su instituto bancario (*Seehandlung*). (Sobre el gran éxito de los empréstitos emitidos durante la guerra europea por el sistema de la suscripción, véase § 212.) En los empréstitos de guerra las suscripciones se efectuaban en el Banco del Imperio y los demás trabajos de mediación se llevaron a cabo por todos los Bancos alemanes, cajas de ahorro, cooperativas de crédito, sociedades de seguros de vida, oficinas de correos, etcétera. De un modo análogo procedieron también los demás países.

El plazo de suscripción y el de pago fué en el primer empréstito de guerra alemán, corto: diez días y poco más de tres meses, respectivamente; en el segundo empréstito de guerra el plazo de suscripción se elevó a tres semanas, y el de pago a cinco meses; en los empréstitos siguientes el plazo de suscripción fué, por lo general, de tres a cuatro semanas y el de pago de tres a cuatro meses. El plazo de suscripción para el primer empréstito de guerra inglés fué de ocho días y el plazo de pago de cinco meses; en los empréstitos siguientes el plazo de suscripción se elevó a veinte y cuarenta días; en cambio, se redujo el plazo de pago a tres meses y tres meses y medio. En los empréstitos de guerra franceses el plazo de pago fué a veces mayor, por ejemplo, de seis meses en el segundo empréstito.

§ 234. B. *La relación de interés y capital.*— En general, la cuantía del interés que otorga el Estado se rige por el grado de confianza de que goza el Estado en el momento de la emisión de empréstito y por la situación del mercado monetario y de las re-

laciones políticas. Pero también influyen en la cuantía del interés las condiciones de la emisión, los plazos de amortización, la comodidad en la percepción del interés y otras circunstancias.

De especial importancia en la emisión de un empréstito es la elección del *tipo nominal del interés*.

El Estado puede emitir el empréstito a un tipo nominal de interés que en esencia se equipare al tipo medio del interés en cuyo caso recibirá realmente el Estado por sus títulos de la deuda el capital nominal indicado en los mismos. Si el tipo del interés corriente en el país es, por ejemplo, el 4 por 100, y el tipo del interés normal del empréstito es asimismo del 4 por 100, el Estado recibirá en efectivo 100 marcos por cada título de un valor nominal de 100 marcos. Esta emisión se llama *emisión al pari* o a la par. Naturalmente pueden darse también en este caso pequeñas oscilaciones en alta o en baja según sea la situación del mercado monetario en el momento de la emisión. Pero el Estado puede fijar también un tipo nominal del interés, mayor o menor que el interés medio en el mercado, por ejemplo, el 5 ó el 3 por 100 en cuyo caso el Estado recibirá no los 100 marcos de capital que reza el nominal de los títulos, sino 125 ó 75 marcos, respectivamente, supuesto que no haya otras circunstancias que influyan en la cuantía del curso. En realidad, actúan empero otras circunstancias, pues cuando se trata de un tipo de interés nominal menor que el corriente en el mercado, al menos en aquellos empréstitos que se han de amortizar a la par según un plan fijo de amortización, el acreedor tiene la seguridad de que más pronto o más tarde obtendrá un capital mayor que el que entrega y esto influye en el sentido de elevar el curso. Lo mismo ocurrirá cuando el Estado se obligue a no denunciar el empréstito en largo tiempo o a no reducir el interés. Cuando no existen tales seguridades y el tipo nominal del interés es superior al del mercado la posibilidad de que el tenedor del título reciba en caso de amortización solamente el capital nominal hará que el curso no se eleve hasta la cuantía que correspondería al tipo normal del interés. Por consiguiente el curso de emisión, tanto en uno como en otro caso, no está por lo general en relación exacta con el tipo del interés sino que se aproxima más o menos al curso de la paridad. Análogas oscilaciones de curso se dan cuando se prevé una pronta baja del tipo del interés y consiguientemente la conversión para la reducción del interés. Por el contrario cuando el tipo nominal del interés es menor que el corriente en el mercado y el empréstito se emite por bajo de la par, se elimina el peligro de la reducción del

interés y el curso de los títulos se eleva. Este es el motivo por el cual el Estado puede emitir empréstitos de pequeño tipo de interés cuando se prevé la baja del tipo del interés a un curso más favorable que el de los empréstitos cuyo tipo nominal de interés es más elevado que el corriente.

Pero los empréstitos a un tipo nominal de interés menor que el del mercado tienen el inconveniente de que el Estado en caso de amortización tiene que restituir mayor capital que el que ha recibido. Por consiguiente estos empréstitos sólo se recomiendan cuando se estima que el ahorro por el pago de intereses ha de ser mayor que la diferencia entre el curso de emisión y el valor nominal del empréstito, o cuando el Estado no está obligado a ningún plazo de amortización y puede efectuar ésta poco a poco comprando en la Bolsa al curso del día los títulos de la deuda. En épocas en que el tipo del interés decrece, cuando la situación es de momento desfavorable pero se prevé que se ha de mejorar pronto, se recomienda más bien que el Estado contrate a un tipo de interés nominal superior al corriente en el mercado, pues en esos casos la posibilidad de reducir el interés proporcionará al Estado una ganancia de capital. En la emisión de empréstitos para fines de guerra, principalmente cuando se trata de guerras de larga duración, el tipo del interés será por lo general más elevado y raramente el curso alcanzará la paridad. Pero en este caso existe fundadamente la presunción de que a la corta o a la larga la carga de intereses se podrá reducir denunciando el empréstito y reduciendo el tipo del interés.

Por último hay que tener en cuenta que el curso de un título puede subir o bajar aunque no se modifiquen las relaciones del Estado, según que otras posibilidades de colocación de capitales ofrezcan condiciones más desfavorables o más favorables.

El que por los motivos indicados se prefiera muchas veces la emisión a un tipo nominal de interés menor que el corriente en el mercado lo prueba entre otros el ejemplo de Francia, donde en 1855 sólo se colocaron en el mercado 98 millones de francos en títulos al 4,5 por 100 y curso de 88³/₄ por 100, y en cambio se colocaron 689 millones en títulos al 3 por 100 y curso de 61,8 por 100. De los empréstitos del imperio alemán se emitieron, por ejemplo, el del 4 por 100 del año 1877 al curso del 94,8 por 100; el del año 1884 al 104,8 por 100 y el del 3,5 por 100 de interés del año 1885 al 98,7 por 100; el del año 1868 al 102,6 y el del año 1889 al 97,9 por 100 y los empréstitos al 3 por 100 de los años 1890 y 1892 se emitieron al curso de 84,6 por 100.

El Estado tiene un gran interés en que el curso de los títulos de su

deuda no baje del curso de emisión. Cuanto mejor sea el curso tanto mayor será la confianza del dador de crédito y tanto mejor y más fácilmente se podrán contraer nuevos empréstitos. Una amortización ordenada contribuirá a fortalecer el curso. En el mismo sentido influye la existencia de un fondo con el cual la administración de la deuda pueda comprar en Bolsa los títulos en tiempo de depresión del curso. Tal demanda de títulos en tiempo oportuno puede impedir la baja del curso. Inglaterra y Francia crearon fondos de esta especie durante la guerra. De los tres empréstitos ingleses contraídos durante la guerra había que separar todos los meses una suma de un octavo por ciento para influir en el mercado cuando el curso de estos títulos bajaba del curso de emisión. Este fondo debía ascender a 10 millones de libras esterlinas y cuando por la compra de títulos se disminuía habría que reforzarlo hasta alcanzar esa cifra. Igualmente Francia constituyó, al emitir su tercer empréstito de guerra, un fondo de protección que se dotaría de 300 millones de francos.

(Sobre el curso e interés de los empréstitos de guerra, véase el § 228.)

§ 235. C. *Otras condiciones.* — Se refieren estas condiciones a la *forma de los títulos*, a la *valuta*, al *tiempo*, *lugar* y *modo del pago de intereses*.

Por lo que respecta a la forma de los títulos se distinguen los *títulos al portador* de los *nominativos*. Los primeros, por permitir su transmisión sin formalidad alguna, son mucho más cómodos para el tráfico y para la percepción del interés y mucho más móviles que los últimos en los cuales toda transmisión de propiedad requiere una transcripción especial. Pero los títulos al portador tienen el inconveniente de que en caso de pérdida originan expedientes costosos. La vinculación de los títulos al portador, esto es, su transformación en títulos nominativos mediante la inscripción en una oficina pública del título a nombre de su tenedor o en un libro llevado asimismo por una oficina pública, eleva ciertamente la seguridad para el acreedor, pero no le da una protección suficiente. Ordinariamente los títulos al portador, por su mayor capacidad de circulación, constituyen la masa principal de las obligaciones del Estado; pero a su lado es conveniente que existan títulos nominativos porque hay casos (por ejemplo, depósitos de garantía) en los cuales no interesa tanto la movilidad del título como la mayor seguridad del mismo.

Otro procedimiento de acreditar la deuda pública, de que se hace uso en muchos Estados, consiste en dar a la deuda la forma de una deuda inscrita, anotando cada título de la deuda en el *libro de la deuda del Estado*. En este caso el Estado sólo reconoce

derechos al título a la persona a cuyo nombre se halle inscrito en el libro de la deuda. Por la inscripción se da una garantía plena al acreedor contra el riesgo del robo, incendio o extravío y se le reducen los esfuerzos y gastos de resguardo y administración de los títulos; pero en cambio se dificulta la transmisión de los títulos y la utilización de los mismos como base en las operaciones pasivas de crédito. Principalmente hacen uso de la inscripción las fundaciones, corporaciones, administradores de patrimonio y en general aquellas personas que no quieren que sus títulos se administren por un Banco. No es raro que a los títulos de la deuda que se inscriba en el libro de la deuda del Estado se les conceda, al tiempo de la suscripción, un pequeño beneficio porque el Estado gana con ello la ventaja que resulta de dificultar la oferta depresora del precio de tendencia especuladora.

Si se quiere democratizar la deuda, esto es, hacer asequible a todas las clases de la población la adquisición de títulos seguros, deben emitirse éstos en diversas series y algunas de mínima cuantía.

Por lo que respecta a la *valuta* en que se contraen los empréstitos es natural que en los empréstitos nacionales se elija la valuta del país; pero cuando la valuta no descansa en el metal (oro) sino en el papel, el Estado sólo tendrá éxito al contraer el empréstito cuando éste se base en la valuta metálica. En general, los países de valuta de papel o de cualquier otra valuta depreciada, al contraer los empréstitos en el extranjero contraen expresamente la obligación de pagar los intereses en metal (oro). También en los empréstitos nacionales ocurre a veces que éstos se contraen en otra valuta distinta de la dominante. Para procurarse en tal caso el metal necesario para el pago de los intereses se establece frecuentemente en los países de papel moneda que el pago de los derechos aduaneros y de determinados impuestos se ha de efectuar en metálico.

El *término, lugar y forma* del pago del interés deben ser cómodos para el acreedor en cuanto sea compatible con los intereses de la administración financiera. Por lo general la percepción del interés se efectúa por medio de cupones que pueden separarse del título, que vencen cada semestre y que expresan en números correlativos la fecha del vencimiento y la suma del interés. Cuando se han cortado al título todos los cupones se entrega al acreedor un nuevo título siempre que presente la obligación misma, el título, o un papel de legitimación, el talón (resguardo de renovación). Cuando se trata de deuda inscrita en el libro de la deuda

sólo está autorizado para percibir los intereses y rentas la persona que figura como acreedora.

No es raro que se conceda al suscriptor de un empréstito la *exención de todos o de ciertos impuestos* principalmente en los tiempos en que se quiere asegurar el mayor éxito posible del empréstito incitando a los capitalistas a una calurosa colaboración. Tal ocurrió en gran medida con los empréstitos de la época de la guerra.

En Alemania hasta en los tiempos recientes los títulos de la deuda eran, por lo general, al portador. En Prusia se estableció por ley de 20 de julio de 1883 el libro de la deuda pública. La inscripción en el libro de la deuda suple al título; el acreedor recibe un certificado de su inscripción, y no un título. Como el libro se lleva por duplicado y se conserva en dos oficinas distintas, la seguridad para el acreedor es absoluta. En 31 de marzo de 1895 figuraban inscritos en el libro de la deuda créditos por valor de 52 millones de marcos; en 1895, 915 millones; en 1905, 1.781, en 1.º de abril de 1912, 3.022 millones; a fines de septiembre de 1919, 3.620 millones de marcos a nombre de 84.596 titulares; a fin de septiembre de 1920, 3.510,5 millones de marcos a nombre de 83.620 acreedores, esto es, que la deuda inscrita era en esta época una tercera parte de la deuda total.

Por ley de 31 de mayo de 1891 se constituyó también el libro de la deuda del imperio. El pago de intereses se efectúa por las cajas del imperio o de los Estados, por el Banco Imperial o por las oficinas de Correos a los propietarios acreditados según la inscripción en el libro. En 31 de marzo de 1893 figuraban inscritos en el libro de la deuda 84 millones; en 1.º de abril de 1912, 1.158; a fines de diciembre de 1919, 19.070 millones de marcos, a cuenta de 1.329.844 acreedores, es decir, el 20 por 100 aproximadamente de la deuda total. A fines de septiembre de 1920 se había disminuído la deuda inscrita a 18.121,9 millones de marcos, en poder de 1.287.787 acreedores. Los suscriptores de los empréstitos de guerra que inscribiesen sus títulos en el libro de la deuda gozaban de un pequeño privilegio; así, por ejemplo, en el primer empréstito de guerra en lugar de pagar el 97,5 por 100 del nominal, que fué el curso de emisión, pagarían sólo 97,3 por 100.

En Sajonia existe el libro de la deuda desde 1886; en Wurtemberg, desde 1911; en Baviera, desde 1912.

En Francia existe también el gran libro de la deuda pública desde la ley de 24 de agosto de 1793. En Inglaterra el importe nominal de la deuda nominativa inscrita en el gran libro (*Great-Ledger*) figura en el Banco de Inglaterra que cuida de la administración de la deuda del Estado. Para enajenar estas inscripciones (*Stocks*) se precisa la intervención de un agente de Bolsa.

También existe el libro de la deuda en otros países, como Italia y Rusia.

Inglaterra y Francia concedieron *exenciones tributarias* a los títulos de sus empréstitos de guerra. En los Estados Unidos se han regulado muy detalladamente. Así, a los suscriptores del primer empréstito de la Libertad se les aseguró la exención del impuesto sobre la renta y el *Sur-taxes*; a los del segundo se les prometió la exención de todos los impuestos presentes y futuros de la Unión, de los Estados y de las corporaciones locales, con excepción del impuesto de sucesiones, del *Sur-tax*, de los impuestos sobre las ganancias de guerra y de los impuestos sobre las ganancias extraordinarias, pero los intereses correspondientes a un capital de 5.000 dólares se eximen también de los *Sur-taxes*.

Para *España*, véanse los §§ 212 y 228.

2. Conversión, reducción de interés y consolidación de la deuda pública

§ 236. Por *conversión* se entiende, en general, todo procedimiento de transformación y modificación en lo que respecta a los títulos de la deuda existentes en un momento dado. Puede referirse tanto a la cuantía de los intereses como a las obligaciones relativas a la amortización, a la modificación de la valuta, etc.

Pero en sentido estricto se entiende por conversión la transformación de una forma de deuda en otra distinta; de una deuda flotante en consolidada; de la amortizable en perpetua, así como también la transformación de los títulos al portador en nominativos. Las conversiones tienden por lo general a colocar al deudor en situación más favorable que la existente. En primer término sirven para sustituir la incómoda deuda flotante por consolidada o cuando hay que emitir nueva deuda a un mayor tipo de interés para proteger el curso de los títulos antiguos de nuevas depresiones. La posibilidad del cambio, que por lo general se concede también en interés del dador de crédito, se utiliza a veces por el Estado para obtener, a más del canje de títulos, nuevas sumas a préstamo. La transformación de deuda a corto plazo, o el cambio de los títulos antiguos de menor tipo de interés, se supedita en este caso a la condición de tener que suscribir en metálico una determinada suma. Este procedimiento se conoce con el nombre de *Arrosierung* del crédito (*conversión con soulte*). Las modificaciones pueden referirse en ese sistema tanto al capital como al interés.

Por *consolidación* se entiende también la transformación de la deuda flotante en consolidada, pero especialmente la fusión de diversos títulos de deudas emitidas en distintas condiciones, prin-

principalmente a distinto interés, en títulos uniformes de una sola clase, que suelen llamarse consolidados (*Konsols*). El fin a que se tiende consiste, o bien solamente en simplificar la contabilidad y la administración, o bien en modificar la amortización. Por lo general va aneja a la consolidación la conversión de interés, por lo que se emplea también a veces el nombre de conversión con distinto sentido.

Las conversiones más importantes, con mucho, son aquellas que tienden a disminuir la carga por interés de la deuda, permaneciendo constante su capital, es decir, a la *reducción del interés*. El caso típico consiste en que la deuda antigua se transforma en una nueva de menor tipo de interés. Si la conversión se efectúa al pari, esto es, calculando a la par los títulos antiguos y los nuevos, entonces los títulos de renta o de deuda en poder de los antiguos tenedores se estampillan simplemente o se cambian por títulos nuevos.

Cuando las operaciones corrientes en la conversión de interés se descomponen en sus diversos elementos se ve que lo que se hace es pagar los antiguos títulos de la deuda contrayendo al mismo tiempo una nueva deuda en condiciones más favorables para el Estado. Pero estas operaciones se simplifican por el Estado en forma que para la nueva deuda no busca nuevos acreedores, sino que más bien coloca a los acreedores existentes en situación de que elijan entre el pago a metálico del capital de la deuda antigua o canjear estos títulos por otros nuevos. De aquí resulta que no se disminuye el tipo del interés de los antiguos títulos de la deuda, como parecía inferirse del nombre de reducción de interés, sino que lo que se disminuye es la carga por intereses que pesa sobre el Estado, puesto que la deuda antigua deja de existir, ya que, a elección del acreedor o se paga a metálico o se le da simplemente la facultad de canjear el antiguo título por un nuevo documento de la deuda pública.

La conversión puede efectuarse no solamente cuando se trata de títulos de renta o de deuda consolidada, sino también en la deuda amortizable aunque sea más frecuente la conversión de los primeros títulos.

§ 237. La cuestión de si es o no admisible la conversión desde el punto de vista jurídico, fué muy discutida anteriormente. En contra de su validez jurídica se decía principalmente que la oferta del Estado de restitución del capital no podía equipararse a una oferta jurídicoprivada, puesto que podía hacerse ilusoria fácilmente por la denuncia en masa de la antigua deuda. Pero este

fundamento no resiste a la crítica. Si el Estado hasta ese momento sólo por excepción muestra la seriedad de su oferta, ello se debe simplemente al hecho de que los tiempos elegidos para las conversiones fueron tan favorables que los acreedores entonces existentes prefirieron la adquisición de los nuevos títulos a la devolución del capital. En general se obliga el Estado, cuando las condiciones son favorables, a reducir el interés, puesto que cuando el tipo del interés está en baja si se conservase el antiguo tipo del interés más elevado se concedería a los acreedores un privilegio a costa de los contribuyentes. Y debe considerarse como un deber del Estado el procurar esa reducción del interés que posibilita la oscilación del mercado monetario y que en último término beneficia al contribuyente. Desde el punto de vista del derecho sólo se excluye la posibilidad de la conversión cuando el Estado en el contrato de empréstito ha renunciado expresamente al derecho de denuncia.

No puede, empero, desconocerse qué circunstancias especiales impiden o aplazan una conversión que en sí sería posible. Estas circunstancias pueden ser de carácter financiero y también económico o políticosocial. Entre ellas pueden enumerarse el hecho de que muchos títulos de la deuda se hallen en poder de pequeños rentistas o de gentes poco acomodadas; de que tengan que colocarse muchos capitales en títulos de la deuda pública, así como el temor de que por una conversión el capital emigre de una colocación sólida y busque una colocación insegura, principalmente en el extranjero. A veces también se dificulta la reducción de interés por tratar de eludir el pago de los impuestos sobre la renta en general y sobre los intereses del capital en particular.

El momento adecuado para la reducción de interés es aquel en que el curso de los respectivos títulos se ha elevado sobre la par, pues esto es un síntoma de que el tipo de interés concedido por el Estado es más elevado que el tipo medio del interés en el mercado. El supuesto para la reducción del interés consiste en que la baja del tipo medio del interés no sea pasajera, sino que se considere permanente. Antes de acudir a la conversión hay que considerar cuidadosamente todos los factores que pueden influir en el éxito de la operación. Y el éxito sólo puede lograrse cuando la mayor parte de los acreedores tienen el convencimiento de que para la colocación permanente de sus capitales no hay posibilidad más segura ni más lucrativa y, consiguientemente, prefieren la reducción del interés a la devolución del capital. El éxito de la conversión se facilita por la falta de otras posibilidades más fa-

vorables de colocación del capital, por las conversiones efectuadas al mismo tiempo en otros países, por la reducción del tipo de descuento y otras circunstancias. En condiciones favorables, en sustitución del pequeño número de acreedores que de hecho prefieren la devolución de su capital encuentra el Estado otros nuevos acreedores.

En los distintos Estados europeos se efectuaron numerosas conversiones, incluso simultaneadas con consolidaciones, principalmente en el período de 1820 a 1850 y desde 1870; y en los Estados alemanes principalmente en los tiempos modernos. Sirva *Prusia* de ejemplo. En 1869 existían 115 títulos distintos de deuda pública. Primeramente se convirtieron la mayor parte de los empréstitos al 4,5 por 100 y 4 por 100 en un gran empréstito consolidado al 4,5 por 100, cuyos títulos se llamaron *Konsols* (consolidado) por una cuantía total de 223,5 millones de táleros (el tálero equivalía a 3 marcos). El canje de los títulos del 4 por 100 se hizo en forma que por un nominal de 900 táleros se dió un nuevo título del empréstito consolidado por un nominal de 800 táleros. Esta consolidación, que terminó de efectuarse a fines de 1880, provocó en 1885 una nueva conversión del empréstito al 4,5 por 100 en otro al 4 por 100. Pero además se efectuaron otras conversiones, tales como las de obligaciones ferroviarias de prioridad. En los años 1889 y 1890 se preparó una nueva conversión por la cual el importe que excedía de los 1.000 millones de marcos en los títulos de los empréstitos mencionados, se convirtió en consolidados al 3,5 por 100. En total, por estas medidas, ganó Prusia un ahorro de interés de 18 millones de marcos anuales. En toda Alemania en los años 1896-97 se convirtieron 5,680 millones de marcos en títulos de la deuda del Estado y del imperio al 4 por 100, en otros al 3,5 por 100, con lo que el ahorro anual por carga de intereses se cifraba en 28,4 millones de marcos.

En *Inglaterra* el ministro de Hacienda Goschen hizo el ensayo de una conversión automática por medio de un empréstito escalonado, es decir, que ya al tiempo de emitir el empréstito se preveía una reducción del tipo de interés en términos fijados de antemano del 3 al 2,75 y 2,5 por 100. Este ejemplo lo imitó Prusia con el empréstito escalonado del año 1908, cuyo tipo de interés del 4 por 100 se reduciría a partir de un momento previamente determinado en el 3,75 y en el 3,5 por 100 (véase *Finanzarchiv*, año II y VIII y el artículo sobre *Konversionen* en el Diccionario de Ciencias del Estado, 3.^a edición).

Cómo a consecuencia de las conversiones puede bajar el rendimiento de los impuestos, lo muestra el ejemplo de *Italia*. Por la conversión de la renta 5 por 100 en otra al 3,75 por 100 se logró un ahorro de intereses de 49,5 millones de liras, pero también se redujo el rendimiento del impuesto sobre la renta en 39,5 millones de liras, en forma que esa operación sólo significó para el Estado un beneficio de 10 millones de liras.

Para la bibliografía véase el párrafo siguiente.

España. — Al reorganizar Bravo Murillo la deuda pública en 1851, el consolidado exterior importaba 155 millones de pesetas y el interior 570 millones. Se regularizó el pago del cupón, pero en 1872 se volvió a suspender su pago, disponiéndose que se abonaran dos terceras partes del interés en dinero y el resto en consolidado al cambio del 50 por 100. Suspendido después nuevamente el pago del cupón, se hizo una nueva conversión en 1876 (ley de 21 de julio) por la que se disminuía el interés del 3 por 100 de la consolidada interior y exterior y el 6 por 100 amortizable de la deuda de carreteras, ferrocarriles y obras públicas al 1 y 2 por 100, respectivamente, hasta el año 1882, en cuya fecha la primera clase de deuda obtendría el aumento de un cuartillo y de un medio la segunda y el Estado negociaría con los tenedores de ambas el aumento de los intereses hasta llegar a sus respectivos tipos primitivos. Este mandato quedó cumplido con el convenio celebrado por Camacho, que sirvió de base a las leyes de conversión de 9 de diciembre de 1881 y 29 de mayo de 1882. Se creó entonces, como hemos dicho en otro lugar (§ 212), la deuda perpetua exterior 4 por 100, que convirtió el antiguo exterior 3 por 100, y la deuda perpetua interior 4 por 100, que convirtió asimismo el antiguo consolidado interior 3 por 100 y el amortizable 6 por 100. El canje se hizo a razón de 43,75 pesetas nominales de la nueva deuda por 100 del antiguo consolidado, y 87,50 por 100 del antiguo amortizable, tipos de conversión que representaban un interés del 1,75 por 100 para el consolidado y de 3,50 por 100 para el amortizable. En el momento de la conversión el consolidado interior emitido importaba 4.102 millones; el exterior 4.178 millones, y las obligaciones de ferrocarriles 583 millones. Consumada la conversión, la nueva deuda perpetua interior importaba 2.200 millones y la exterior 1.930. Desde entonces el cupón se ha pagado religiosamente.

Nuevas conversiones, entre otras, fueron las llevadas a cabo por leyes de 2 de agosto de 1899 y 27 de marzo de 1900.

En 1919 se convirtieron 892 millones de deuda del Tesoro en perpetua al 4 por 100 interior, suscribiéndose además a metálico 483 millones, habiéndose cubierto este empréstito treinta y cuatro veces.

Por R. D. ley de 13 de marzo de 1928 se autorizó al ministro de Hacienda para efectuar la conversión de deuda perpetua al 4 por 100 interior en amortizable al 3 por 100 ó al 4 por 100 en setenta años, exentas de la contribución que grava las utilidades de la riqueza mobiliaria (20 por 100). Los tenedores que opten por la conversión en amortizable al 3 por 100 recibirán por cada 100 pesetas nominales otras 100 nominales. Los que opten por la conversión en amortizable 4 por 100 recibirán por cada 100 pesetas nominales 80 nominales de los nuevos títulos.

El resultado de la operación ha sido el siguiente: convertidas al 3 por 100, 2.034,3 millones; convertido al 4 por 100, 1.372,7 millones. Se reduce, pues, la deuda perpetua interior en 3.407 millones, y el total capital de la deuda pública del Estado en 274,5 millones. La carga anual por intereses disminuye en 4.068.695 pesetas. En cambio, el presupuesto

del Estado queda gravado desde 1929 con la anualidad de amortización que exigirán las nuevas deudas al 3 y 4 por 100, es decir, en 7,7 millones de pesetas más de lo que hoy costaban las deudas convertidas.

3. La amortización de la deuda pública

§ 238. La amortización de la deuda consiste en su cancelación total o parcial por medio de la restitución del capital en la forma previamente establecida al contratar el empréstito o en la forma que acuerde el Estado cuando se ha reservado expresamente este derecho. Del mismo modo que la reducción del interés, la amortización puede ser también ilegal cuando el Estado se desliga por sí mismo de las obligaciones contraídas y sacrifica los derechos de los acreedores en beneficio de los contribuyentes. Este último procedimiento se conoce con el nombre de *bancarrota del Estado*.

Entendemos por *bancarrota del Estado* todo incumplimiento, pasajero o permanente, por parte del Estado de las obligaciones contraídas al emitir un empréstito. Puede tener lugar en distintas formas. El caso más claro es el de la llamada *repudiación*, esto es, la declaración formal de no pagar los intereses de las deudas o una parte de ellos o de no restituir el capital. Pero también puede considerarse como bancarrota del Estado toda paralización efectiva, todo aplazamiento o reducción en el pago de los intereses o de los capitales vencidos y toda conversión o reducción forzosas de interés. No es preciso aportar prueba alguna para demostrar que toda forma de bancarrota del Estado implica una grave lesión jurídica y solamente puede darse en épocas de completo desquiciamiento financiero. Siempre producirá dilatados efectos económicos; destruye o reduce la renta de los poseedores de títulos de la deuda, atenúa las energías productivas y el espíritu de empresa, debilita la capacidad adquisitiva de compra de la población, socava la moral en las operaciones monetarias y de crédito. Frente a todos estos efectos sólo ofrece la ventaja de reducir la carga tributaria de los ciudadanos, lo que por otra parte no siempre ocurre, pero esa ventaja es en buena parte compensada por la pérdida de los intereses de la deuda pública o de la sustancia patrimonial del capital.

Consiguientemente, sólo puede estimarse saludable aquella amortización que se efectúa respetando los derechos de los acreedores. Si la amortización se efectúa paulatinamente siguiendo un plan previamente determinado puede ser de gran valor para el

Estado por aumentar su crédito, mejorar la situación financiera, posibilitar la atenuación de la carga tributaria o la contracción de nuevos gastos y facilitar en caso necesario la emisión de nuevos empréstitos. Es un deber del Estado no perder de vista esta amortización a fin de que las generaciones futuras, que por su parte necesitarán sin duda alguna apelar al crédito, tengan posibilidad de hacerlo sin encontrar serios obstáculos para ello.

Pero la amortización solamente es útil cuando es efectiva y no aparente. La amortización que solamente puede llevarse a cabo por una gravosa elevación de los tributos, o por la emisión de nuevos empréstitos, será por lo general más nociva que la conservación de la antigua deuda. De aquí que se recomienden los empréstitos que no estipulen contractualmente la amortización sino que simplemente la posibiliten. Solamente en el caso de que se obtengan fácilmente los medios necesarios para ello es recomendable la amortización; así, por ejemplo, cuando pueden venderse en buenas condiciones dominios no muy productivos o cuando se salde el presupuesto con superávit, o cuando en fin las cuotas de amortización puedan obtenerse sin recargar excesivamente los tributos. Pero en estos casos hay que proceder con cautela y teniendo en cuenta la situación de la economía nacional. Es probable que las grandes amortizaciones, posibilitadas, por ejemplo, por una cuantiosa indemnización de guerra, saturen a la economía nacional y provoquen una disponibilidad de capitales y una exagerada especulación. La disminución de la carga de intereses por la reducción del tipo del interés puede ser en muchos casos mucho más importante en la práctica que la disminución del capital de la deuda. Ciertamente que en determinadas circunstancias la amortización no sólo es útil, sino necesaria, aun cuando implique un fuerte recargo tributario o la contracción de nuevas deudas, pues al recurrir a la amortización, incluso en circunstancias difíciles, se refuerza la confianza en la probidad y escrupulosidad del Estado, se fortalece su crédito y se facilitan las futuras emisiones de deuda.

§ 239. Para poder llevar a cabo una amortización ordenada se han instituido muchas veces *cajas especiales de amortización de la deuda pública* de administración autónoma y dotadas con *fondos especiales de amortización* de cuantía previamente determinada (*sinking fund, caisse d'amortissement*). La dotación del fondo de amortización se efectúa: o bien reservando un tanto por ciento del empréstito y colocando ese dinero a interés compuesto en forma que con los intereses acumulados de los títulos comprados se acelera la compra de nuevos títulos, o bien destinando anual-

mente una determinada cantidad de los gastos del presupuesto a la amortización, cuya cantidad se obtiene por medio de los ingresos ordinarios, es decir, por lo regular, por impuestos. También los superávits ocasionales del presupuesto pueden destinarse a este efecto.

Las cajas de amortización, cuya importancia se exageró a veces antiguamente, tienen la finalidad de obligar a la amortización que en otro caso fácilmente se suspendería. Cuando la ley no obliga a la amortización, si la situación financiera es favorable, prevalece en el gobierno y en la representación nacional la propensión a la reducción de los tributos sobre la de amortizar deuda. Se dice también en favor del fondo de amortización que con éste dispone el Estado de una apreciable reserva para los casos de necesidad.

No obstante, el sistema del fondo de amortización no se ha afianzado. Este sistema se basaba desde su origen en una confusión de la amortización meramente ficticia y contable con la amortización efectiva. Principalmente ofrece el reparo de que la obligación de amortizar puede obligar fácilmente a amortizar la deuda antigua, emitida en condiciones relativamente favorables, mediante una nueva deuda emitida en condiciones más desfavorables. De hecho, sólo por excepción y en circunstancias especialmente favorables, está un Estado en situación de disminuir esencialmente su deuda apelando durante un largo transcurso de tiempo a esta institución; acontecimientos políticos y económicos alteran de vez en cuando la marcha regular de la amortización y obligan a suspender ésta, provisional o definitivamente. De aquí que en la mayor parte de los países se ha renunciado a la amortización regular que no tiene en cuenta la situación del mercado de capitales ni la Hacienda del Estado y en su lugar se acude al sistema de la *amortización libre* según el cual sólo se destinan a la amortización los superávits accidentales del presupuesto y el plus de ingresos que se puedan obtener sin implicar un gravamen opresor de los contribuyentes. El principio de la amortización libre no se contradice en modo alguno por el hecho de que los supuestos para que se efectúe la amortización y el modo de efectuar ésta hayan de determinarse previamente por la ley; antes por el contrario parecen imprescindibles tales normas legales habida cuenta de la propensión dominante, hoy como siempre, a tener en cuenta los deseos y pretensiones de las generaciones presentes olvidando a las venideras. La amortización es sólo aparente cuando hay que cargar en cuentas nuevos empréstitos

a las sumas destinadas a la amortización. Entonces se amortigua algo el incremento de la deuda, pero no se disminuye su capital.

Cajas de amortización de deuda constituídas según el sistema del fondo de amortización, pero con notables diferencias, existieron en *Baviera* y *Baden*. Pero en Baviera la amortización forzosa se paralizó en esencia desde el año 1880. Hoy, una vez reembolsado el antiguo empréstito de primas de 1866 (desde 1906), se amortiza regularmente la deuda pública garantizada. Para la deuda pública en general se aplica el sistema de la amortización libre. Una característica de la política bávara de la amortización de deuda en los últimos años consiste en su individualización, esto es, en que la cuota de amortización se mide por la duración aproximada de los fines a que se destinó la respectiva deuda. Que la amortización sea o no efectiva dependerá en cada caso de la situación financiera.

En *Prusia* hasta el año 1879, esto es, hasta que se creó el gran empréstito consolidado al 4,5 por 100, existió la amortización forzosa y desde entonces se reservó para algunos pequeños empréstitos imperando en los demás el sistema de la amortización libre. En los años 1871 al 1875 se amortizaron grandes cantidades de deuda debido a los ingresos extraordinarios de aquel tiempo (entre 1,4 y 11,8 por 100, o en total 84 millones de táleros), pero desde 1875 bajó sensiblemente la cuota de amortización. En el año 1882 se recurrió al sistema de la amortización forzosa porcentual, es decir, se estableció que el superávit de los ferrocarriles del Estado se destinaría a amortizar anualmente $\frac{3}{4}$ por 100 del capital de la deuda. Por ley de 8 de marzo de 1897 la amortización porcentual se redujo a los tres quintos por ciento, pero se estableció que en ese cómputo se incluirían también los nuevos empréstitos. El total importe de los superávits del presupuesto se destinaría también a la amortización de la deuda. Se han promulgado distintas leyes relativas a la constitución de un fondo de nivelación para la administración ferroviaria, que jurídicamente no abolieron la norma según la cual los superávits habrían de destinarse a la amortización, pero que de hecho hicieron que ésta fuese excepcional.

(Sobre la amortización de deuda en el *imperio alemán* véase más adelante el apéndice.)

Inglaterra, a incitación de Price, el inventor del *Sinking Fund*, fué el primer Estado que instituyó el fondo de amortización constituido del siguiente modo: en todo empréstito se pedía a préstamo un 1 por 100 más de lo que se necesitaba para los fines del empréstito y este 1 por 100 se colocaba a interés compuesto, acumulándose los intereses de los títulos amortizados. Con este sistema debería cancelarse toda la deuda pública en cincuenta años. En realidad, *Inglaterra* amortizó desde el año 1792 a 1815, 188,5 millones de libras. Pero como se contrajeran nuevas deudas a causa de la guerra y se elevaran cada vez más las cargas

tributarias por el fondo de amortización, se suprimió éste en el año 1829. En 1869 se estableció nuevamente la amortización forzosa transformando las rentas perpetuas en vitalicias o temporales, con lo que se consiguió reducir la deuda pública en cerca de 3,500 millones de marcos en el período que va del año 1848 al 1900. Durante la guerra en el Africa del Sur se suspendió la amortización, pero al firmarse la paz se restableció.

Francia instituyó el fondo de amortización en el año 1816; Austria en el año 1817, pero en ambos países se hicieron pronto profundas modificaciones y las sumas destinadas al fondo de amortización se emplearon también para satisfacer otros gastos. En Austria se suprimió el fondo de amortización en 1859, en Francia se suspendió varias veces y en 1871 de un modo definitivo. Se paralizó toda amortización hasta el año 1878 en que de nuevo se fija un plan de amortización.

Los Estados Unidos muestran cómo con el sistema de la libre amortización se pueden obtener grandes resultados, pues desde el año 1865 al 1896 se redujo la deuda de 3.384 millones de dólares a 1.780. Ciertamente que en este período gozaron los Estados Unidos de un gran florecimiento económico, teniendo que satisfacer pequeñas cargas militares y obteniendo elevados ingresos principalmente de las aduanas. Recientemente han procedido enérgicamente a la amortización de deuda. Mientras que antes de la guerra se amortizaba el 1 por 100 de la deuda, la ley sobre el empréstito de la Victoria establece un nuevo fondo de amortización para todos los empréstitos de guerra; la amortización ascenderá al 2,5 por 100, abstracción hecha de las cantidades restituídas por los Estados extranjeros; al fondo afluirán también los intereses de los títulos amortizados, con lo cual la deuda total de guerra se amortizará en unos veinticinco años.

España. — Por R. D. ley de 1.º de junio de 1926 se ha creado nuevamente en España la *Caja de amortización de la Deuda del Estado* para la amortización extraordinaria de las Deudas del Estado, mediante la adquisición en Bolsa o por subasta pública de los títulos cuya cotización sea inferior a la par. Principalmente se nutre: de una anualidad no inferior a 5 millones que consignarán los presupuestos; del importe de las herencias ab intestato en la parte en que al Estado se le declare heredero; con el 0,10 por 100 de todos los pagos que se hallen sujetos al impuesto de pagos y con el superávit del presupuesto. Los títulos que adquirirá la Caja los retendrá en su poder hasta que las Cortes o el gobierno acuerden su cancelación o quema, percibiendo, por tanto, los intereses vencidos de los títulos en cuestión.

Bibliografía. — Fr. *Nebenius*, «Ueber Herabsetzung der Zinsen der öffentlichen Schulden», Stuttgart, 1837. — G. *Schanz*, «Die Konvertierung preussischer Staatsschulden» (Fin. Arch., 1885). — K. *Körner*, «Die Konversionen öff. Schulden», Viena y Leipzig, 1893. — O. *Schwarz*, «Staatsschuldentilgung in den grösseren europäischen und deutschen Staaten», Berlín, 1906. — H. *Köppe*, «Freie oder Zwangstilgung der

Staatsschulden», Rostock, 1901.—*C. Collas*, «Der Staatbankrott und seine Abwicklung», Stuttgart, 1904.—*K. Zorn*, «Ueber die Tilgung von Staatsschulden», Tubinga, 1905.—*Manes* «Der Staatbankrott», 2.^a ed., Berlín, 1919.—*E. A. Fischer*, «Zur Lehre vom Staatbankrott», Carlsruhe, 1921.—*Price*, «Appeal to the public on the subject of the national debt», 1771.—*J. Laffite*, «Réflexions sur la reduction de la rente», París, 1824.—*L. Bianchini*, «La conversione delle rendite del debito pubblico», Nápoles, 1836.—*H. Laberie*, «Théorie et histoire des conversions de rentes», París, 1878.—*G. Ricca-Salerno*, «Di alcune questioni relative al debito pubblico» (Anuario delle Scienza giuridiche, Milán, 1882).—*L. Luzzatti*, «Convertire et amortizzare» (Nueva Antología, 1885).—*Cuchavel-Clavigny*, «Essai sur l'amortissement et sur les emprunts d'états», París, 1886.—*H. Gaveau*, «De la conversion avec soulte», París, 1912.
