

Externe prin consulii săi, Ministerul de instrucție prin școalele normale și prin biuroul Central, Ministerul de lucrări publice prin serviciul podurilor și șoselelor, Ministerul de agricultură prin garzii forestieri și școalele de Agricultură, Ministerul de resbel prin școalele regimentare și serviciul geniu-lui, mai ales în Algeria, Ministerul de marină prin căpitanii de corăbii, Ministerul de Interne prin prefecti pentru comisiunile departamentale); la toate eforturile particulare se face apel în numele său.

Organizația sa întinsă dar fără cohesiune, pro-

duce observațiuni abondente și uniforme; rezultatele utile sunt apreciate.

Ca știință Meteorologia este o întreprindere încă tânără; are însă concepte largi și generoase, are metode simple și variate. De activitatea sa domnul Hervé Mangon zicea: „Si le champ de ses études est sans bornes, ses esperances... scientifiques le sont aussi“.

Starea sa actuală atât aci cât și aiurea se poate coprinde în vorba: „Le Météorologiste est un homme qui travaille, plutôt qu'un homme qui sait“.

D. Bungetzianu

Martie 1894, Berlin.

## DRUMURILE DE FER AMERICANE

(URMARE)

### Regimul financiar. Capitalul-acțiuni

În ori-ce întreprindere care cere imobilizarea de fonduri însemnate, cestiunea raportului capitalului social la capitalul împrumutat, se impune. Bunul simț cere ca capitalul-acțiuni să fie destul de mare pentru a garanta obligatarilor siguranța titlurilor lor și în același timp onestitatea gestiunii. În Europa cea mai mare parte din țări au regulat prin legi cestiunea proporțiunii între capitalul-acțiuni și capitalul-obligațiuni. Legislațiunea Statelor-Unite nu vorbește aproape nimic în această privință.

În Europa derogățiuni de la regulile stabilite se explică prin controlul Statului asupra companiilor și prin garantarea dobânșilor. În America, din contra, amestecul Statului e sistematic înlăturat, chiar în statele în care legislațiunile autorizează aceasta (Massachusetts, Ohio, Kausas, Missouri).

Aceasta a făcut că pe când în Englitera capitalul-obligațiuni nu întrece cu mai mult de 38% capitalul-acțiuni, în Statele-Unite raportul e cu totul schimbat. În 1892 capitalul social al tuturor companiilor era 4.553.801.852 dolari și el este mai mic cu 492.603.847 dolari de cât capitalul-obligațiuni.

Micile companii, întreprinderile locale, n'au recurs la împrumuturi sau le-au făcut în proporții înțelepte. Odată cu anexarea lor la marele compauii, acțiunile lor dispar din comerț și sunt înlocuite cu obligații emise de companiile cumpărătoare.

Marile companii, în privința împrumuturilor, se pot împărți în grupuri. În noua Engliteră ele n'au avut recurs de cât la împrumuturi neînsemnate.

Așa în 1892 *New-York New-Hauen and Hartford* n'avea de cât 5.000.000 dolari datorie contra 23 milioane capital social.

*Boston and Albany* 5 milioane contra 25 capital social.

Aceeași situație se găsește și pentru grupul drumurilor de fer pentru cărbuni, afară de *Philadelphia and Reading* și *Jersey central*.

*Trunk lines* au toate atară de una, capitalul-acțiuni egal sau puțin superior capitalului-obligațiuni și tendința e de a mări pe cel d'întei.

*Baltimore and Ohio* a admis un alt sistem, se pare însă că n'a reușit. Lucrurile se petrec cu totul alt-fel în Vest și Sud. Acolo predominarea capitalului-obligațiuni asupra capitalului-acțiuni e regula.

Așa *Illinois central* are 63 milioane datorie și 45 capital-acțiuni; *Chicago Burlington and Quinty* 117 milioane contra 7, etc.

Există o deosebire mare între liniile de est și cele din vest. Cele d'întei au fost construite în condițiuni economice analoage celor din Europa. Din contra, liniile din vest și mai cu seamă cele din sud, construite în regiuni nouă, pe care le deschidea colonizării, au fost și sunt încă întreprinderi de speculațiune.

Ar fi fost foarte greu acestor companii să și procure sume mari prin emisiune de acțiuni, pe când ele plăteau dobânși de 5 — 8% pentru obligațiuni pe care nu le puteau negocia de cât sub valoarea lor. Pe de altă parte aceste acțiuni sunt a-

desea în mânele a câtor-va financiari; când întinderi, cumpărături sau îmbunătățiri reclamă noi resurse, aceștia, pentru a-și păstra puterea, nu mai emit alte acțiuni și recurg la împrumuturi.

Acest sistem are de rezultat agravarea antagonismului între acționarii stăpânii întreprinderii și obligatarii cari au contribuit cu cea mai mare parte din capital. Antagonismul este iusă agravat prin *Watering* sau emiterea de capitaluri fictive.

E cunoscut în general că în Statele-Unite o mare parte din acțiunile de drum de fier actualmente în circulație, chiar din cele mai bine cotate, n'au fost nici odată vârsate. Faptul e primit de toți, mai ales că nu se poate face alt-fel.

În zadar legile au declarat nule și anulabile acțiunile fictive, răul se pare că a încetat astăzi, consecințele lui se va simți multă vreme.

Creșterea capitalului-acțiuni provine din două isvoare: remiterea gratuită de acțiuni, fie primilor obligatari, fie întreprinzătorilor, și distribuirea acțiunilor de dividende.

Acest de al doilea mod de a crește capitalul-acțiuni, e cu totul special Statelor-Unite. El e în legătură cu diverse cauze de ordin tehnic și de ordin financiar care obligă pe companii a recurge mereu la noi capitaluri. În loc de a emite noi acțiuni sau obligațiuni, adese ori companiile rețin pe mai multe exerciții totalitatea beneficiilor ce trebuia să distribuie; ele indemnizează pe acționari dându-le echivalentul dividendelor în acțiuni sau părți de acțiuni.

În aceste limite operațiunea este în fond legitimă, nefiind de cât un împrumut forțat la acționari.

Acest metod nefiind controlat poate da naștere la abuzuri.

Administratorii companiilor au întrebuințat abusiv acest metod pentru a distribuie dividende enorme de cele mai multe ori fictive.

Așa *Atchison* în 1883 a distribuit 50% *Vanderbilt* în 1868 și 1869 plăti pentru *New-York central and Hudson river* dividende-acțiuni de peste 100%.

Fiind dat că liniile se construiesc cu produsul obligațiunilor, acțiunile nu constituiesc venituri, ci numai drepturi la direcțiune și la beneficiurile întreprinderii.

S'a încercat a legitima *wateringul* zicând că el este un mijloc de a ascunde beneficii câte odată considerabile, pentru a descuraja concurența.

*Wateringul* ar avea și avantajii de a permite companiilor de a reclama comisiunilor locale de control tarife maxime mai ridicate.

Argumentele acestea par însă mai puțin serioase.

E foarte greu a aprecia astăzi proporția capitalului fictiv în capitalul social al companiilor americane. De vre-o zece ani *wateringul* a devenit rar, primejdiile sale au fost puse în evidență prin numeroase dezastre, așa încât toți sunt preveniți în potriua lui. Cea ce rămâne astăzi ca acțiune nevârsată în capitalul social al companiilor americane se poate estima la o proporție cuprinsă între jumătate și trei sferturi din acest capital.

Acest capital fictiv, care la început nu era de cât hârtie, astăzi reprezintă o valoare, de multe ori însemnată. Două cauze au contribuit la aceasta. Mai întâi purtarea companiilor serioase, care luau în fie-care an sume importante din beneficiile lor în scop de a-și îmbunătăți liniile, de a cumpăra material rulant, etc. Pe de altă parte valoarea unor linii a crescut în mod firesc precum și forța lor de producțiune prin îmbogățirea regiunilor străbătute.

Pentru multe companii capitalul fictiv de odinioară a devenit real. Din contra, excesul *wateringului* este încă o sarcină grea pentru alte întreprinderi.

*Capital-obligațiuni.* — Companiile americane urmează, pentru a-și constitui capitalul-obligațiuni, un mers cu totul deosebit de acel al companiilor europene. În America, în loc de un singur tip de împrumut există o serie întreagă și companiile au ast-fel datorii lor fracționată într'un număr oarecare de fonduri separate și independente. În al doilea loc fie-care împrumut este asigurat pe amanete particulare: creditul nu este personal dar real.

Iată seria diferitelor tipuri de împrumuturi:

1. *Împrumuturi ipotecare.* — Împrumutul ipotecar este baza capitalului-obligațiunii în companiile americane: el reprezintă 85% din datoria totală a drumurilor de fer. El cuprinde însuși mai multe feluri de împrumuturi.

Modul de aplicațiune a acestui împrumut e foarte simplu.

Compania care emite împrumutul transmite unei bănci speciale (trust) proprietățile pe care ea le afectează ca garanție pentru creditori. Banca va certifica atunci în dosul fie-cărei obligațiuni, ca titlul se bucură în realitate de drepturile de ipotecă, conform actului de ipotecă, ea va veghea apoi la conservarea proprietăților ipotecate și în caz de neplată va urmări să se lua ori-ce altă măsură legală dictată de obligatari.

Reprezentantul băncii sau *trustul* este ales de către companie, el poate fi o singură persoană sau un grup.

Tipul primitiv al împrumutului ipotecar este

acel garantat de o linie dată sau o secțiune de linie, fără a afecta toată rețeaua companiei.

Adese-ori linia ipotecată nu e construită încă, în acest caz *trustul* are drept de control asupra construcțiunii, câte o dată ipoteka se exercită asupra unui pod, asupra unei găuri sau asupra unor imobile aparținând companiei. În acest chip toată rețeaua americană a fost ipotecată porțiuni cu porțiuni, necesare lucrărilor de primă instalare; procentele variaă între 5 și 8%, și durata împrumutului între 20 și 50 ani.

Formarea marilor companii și dezvoltarea traficului au dat naștere la alte feluri de împrumuturi ipotecare.

Toate aceste împrumuturi au de scop unificarea datoriei cu un procent mai mic, 4% în general. Unificarea datoriei nu se realizează mai nici o dată însă, din cauza întinderii neîncetate a rețelei prin cumpărări sau construcțiuni.

Actul împrumutului de unificare dispune, că îndată după emisiune cantitatea titlurilor necesară rescumpărării împrumuturilor anterioare va fi rezervată pentru aceasta și emise la epocile determinate, întrebuițarea prisosului este prevăzută și ea. În fine împrumutul de unificare nu e nici o dată perpetuu, durata sa mijlocie este de 40 sau 60 ani, câta o dată 60 sau 75 ani. Câte-va companii au contractat împrumuturi pe câte 100 ani, cazul nu se prezintă însă des.

În ceea-ce privește ordinul de prioritate a obligațiunilor se întâlnesc pe lângă o prima, o a doua și o a treia ipotecă. Un caz unic îl prezintă *New-York Lake Erie and Western* care are cinci ipoteci pentru împrumuturile sale anterioare.

Între aceste diferite ipoteci ordinul de preferință este absolut.

2. *Land grant bonds*. — Acest fel de împrumuturi sunt tot ipoteci cari ating pământurile cedate companiilor, totuși numai până la vinderea lor colonilor, produsul succesiv al acestor vinderi fiind afectat la rescumpărarea obligațiunilor, fie al pari fie cu o primă de 5%. De cele mai multe ori această garanție specială este anexată unui împrumut ipotecar obicinuit.

3. *Collateral trust bonds*. — Se numește ast-fel un împrumut pentru care o companie dă ca amanet titluri de valoare mobilă posedată, obligațiuni ipotecare în general, câte o dată acțiuni ordinare sau de prioritate. Aceste titluri sunt depuse la bancă pentru a garanta plățile. Se pot distinge două principale aplicațiuni ale acestui mod de împrumut. Mai întâiu, aceste împrumuturi pot fi cu termen lung

30 sau 60 ani, atunci ele sunt contractate pentru cumpărători de titluri de linii subsidiare pe care o mare companie vrea să-și le anexeze.

Restul capitalurilor reunite ast-fel servesc la repararea și perfecționarea liniei noi.

Într'un alt caz împrumutul poate fi cu termen scurt, atunci el e garantat cu valori diverse. De când *Union Pacific* și *Northern Pacific* au pus la încercare un împrumut cu termen foarte scurt 3—6 ani, dar se pare că încercarea n'a avut succes.

4. *Equipment notes, equipment bonds*. — Aceste valori cari n'au curs la bursele americane, sunt garantate de materialul rulant al companiei, ele sunt amortizate în general în scurt timp. Drumurile de fer, nu-și construiesc adesea materialul lor rulant, pentru a-l avea, ori se adresează direct fabricantului pe care îl plătesc cu *equipment notes* sau *bonds* amortisabile în zece ani de obicei, sau întrebuițează un intermediar, o societate formată în acest scop.

5. *Debentures*, sunt obligațiuni fără nici o garanție emise, pentru o perioadă de timp scurtă, 10, 20 sau 30 ani, de către companii puternice și bucurându-se de un credit foarte solid, sau din contră de către companii a căror rețele sunt ipotecate pentru maximum de valoare.

Ca rang de preferință *debentures* vin în urma datoriiilor garantate. Acest tip de împrumut e foarte rar și nu se recurge la dânsul de cât excepțional și stipulând aproape tot-d'auna că împrumutul va trebui să beneficieze de orice ipotecă nouă construită în viitor pe rețeaua liniei.

6. *Income bonds*. — Sunt create în general ca o transacțiune între companii și obligarii săi neplătiți. Aceste obligațiuni se bucură, asupra venitului net al companiei, cheltuelile fixe fiind plătite, de un privilegiu pentru dobânzile lor, dar numai până la concurența beneficiilor anuale.

Aceste obligațiuni nu diferă de acțiunile privilegiate de cât fiind-că nu au drept la nici un vot.

7. *Receivers certificates*. — Când o companie ajunge falită și o trece în mâna unui administrator judiciar, e regula în Statele-Unite că exploatarea să nu înceteze. Ast-fel tribunalele autoriză pe *receiver* de a emite *certificates* care privesc beneficiul priorității asupra tuturor datoriiilor companiei. Aceste emisiuni cari trebuiesc aprobate de tribunale, nu pot să fie făcute de cât pentru cheltuelile necesare întreținerii și exploatărei și produsul lor nu poate fi afectat la alte lucrări sub pedeapsa pierderii privilegiului. Ordinul judecătorului trebuie să conțină dispozițiunile formale pentru ramburs la scadență. Aceste *certificates*, nu sunt bilete de ordine, dar adevărate titluri de împrumut, constituint o datorie a administratorului iar nu a companiei.

(Va urma)