

**AÑO XIV, SERIE II**

---

REVISTA  
DE  
**CIENCIAS ECONOMICAS**

PUBLICACION DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS  
CENTRO DE ESTUDIANTES Y COLEGIO  
DE GRADUADOS

DIRECTORES

**Ing. F. Pedro Marotta**  
Por la Facultad

**Enrique Julio Ferrarazzo**  
Por el Centro de Estudiantes

**Adelino Galeotti**  
Por el Centro de Estudiantes

REDACTORES

**Dr. Guillermo Garbarini Islas**  
**Dr. Alfredo S. Gialdini**  
Por la Facultad

**Jacinto González**  
Por el Centro de Estudiantes

**Salvador Russo**  
Por el Centro de Estudiantes

ADMINISTRADOR

**Juan C. Chamorro**



DIRECCION Y ADMINISTRACION  
CALLE CHARCAS, 1825  
BUENOS AIRES

# Capital de los ferrocarriles

POR

CELESTINO E. CORTI

(Conclusión)

El citado Robaglia deduce que el criterio que permite determinar si un trabajo tiene el carácter de una obra de primer establecimiento debería ser el siguiente, que subscribimos muy de acuerdo: "Un trabajo de primer establecimiento se hace para las necesidades futuras de la empresa, mientras que un trabajo de conservación se hace para las necesidades presentes".

Nunca se recomendará bastante la atención especial que debe tenerse en separar de una manera exacta el concepto de "mejoras", en el sentido de distinguir los trabajos que corresponda cargar a la cuenta del capital o a la de explotación. Deben analizarse con cuidado los antecedentes y comprobar si efectivamente reportará la explotación los beneficios que se indican como fundamento para hacer el cargo a capital y aceptar recién entonces el procedimiento.

Luis Paul Dubois, que en 1893 llevó a efecto una encuesta sobre los ferrocarriles norteamericanos, escribió algunas páginas interesantes acerca del asunto de las "mejoras" — *betterments* — de las cuales creemos útil extraer aquí los párrafos siguientes: "*Betterments. L'une des questions les plus delicates a etudier dans la gestion des compagnies americaines, c'est la question des 'betterments' ou 'improvements' (1), c'est-a-dire des ameliorations et addition sa apporter au premier etablissement en cours d'exploitation. Nous avons vu qu'en raison de la methode speciale de construction provisoire et de perfectionnement progressif suivie en Amerique, ces 'betterments' constituent pour les compagnies une obligation absolue, periodique, normale: il est donc essentiel de pourvoir d'avance aux voies et moyens necessaires...*

C'est chose parfois delicate et un peu confuse que la distinction entre les depenses d'exploitation et les depenses de premier etablissement, surtout quand les "*betterments*" sont rendus cons-

---

(1) Voir le recent ouvrage de M. Vans Oss, *American railroads and british investors*, dont un important chapitre est consacre a la question des *betterments* et des actions de dividende.

DIRECCION GENERAL DE FERROCARRILES

Anexo G.

CAPITAL DE LOS FERROCARRILES AL 30 DE JUNIO DE 1912  
PARTIDAS OBSERVADAS

Oro sellado

FERROCARRILES	Diferencia en el precio kilométrico de la línea y el cargo por la Empresa	Quebrantos en las emisiones y gastos	INTERESES		CONVERSIONES	Concesiones aportes	Gastos efectuados en el exterior	Déficit de explotación	TOTAL	Expediente N°	OBSERVACIONES
			Durante las construcciones	Atrasados							
Central Argentino	hasta 1908	614.752,55	3.241.120,70	—	1.908.333,00	—	—	—	21.333.077,60	03408 C./914	En este total no figura el capital adicional emitido al efectuarse la fusión de los FF. CC. Rosario y C. Arg. en 1912: \$ 23.974.590,24
	1908 a 1912	302.753,15	1.469.062,85	—	13.797.055,35	—	—	—			
Sud de Bs. Aires	hasta 1908	—	3.063.037,24	—	—	678.156,84	583.249,31	—	5.579.595,89	018528 S./913	Conversión de Acciones Hipotecarias, rechazado por decreto de 20 de Octubre de 1908: \$ 3.349.330,69
	1908 a 1912	—	1.255.152,50	—	—	—	—	—			
Oeste de Buenos Aires	—	270.417,33	—	—	—	—	—	—	270.417,33	013814 O./913	Diferencia de compra del ferrocarril al Gobierno de la Provincia, rechazado por decreto de Junio 4 de 1910: \$ 5.796.001,84
Buenos Aires al Pacífico	2.533.725,01	3.154.364,22	—	—	—	—	—	—	5.688.089,23	012942 P./908	
Gran Oeste Argentino	—	3.372.669,24	—	994.308,84	—	—	—	—	4.366.978,08	04327 P./914	
Bahia Blanca y Noroeste	—	2.280.451,87	—	—	756.000,00	—	—	—	3.036.451,87	014744 P./908	
Trasandino Argentino	—	75.491,76	—	—	697.536,00	—	464.969,06	152.913,10	1.390.909,92		Intereses atrasados incluidos en la operación de conversión de obligaciones, rechazado por decreto de Agosto 31 de 1911: \$ 685.910,40
Provincia de Santa Fé	—	6.021.065,93	—	1.382.551,29	—	—	—	92.214,80	7.495.832,02	020059 P./913	
Cía. Gral. Prov. de Bs. Aires	—	5.277.838,88	4.516.842,10	—	—	400.000,00	543.759,84	—	10.738.440,82	01821 C./911	
Central Córdoba hasta 30/6/911	—	977.907,44	—	3.507.285,60	—	—	—	—	4.485.193,04		El capital definitivo está aún en estudio
Córdoba y Rosario » 30/6/911	—	727.141,11	—	3.131.876,45	267.120,00	—	—	—	4.126.137,56		" " " " " " "
C. Córdoba (extensión) » 31/12/911	—	2.313.870,30	—	—	—	2.854.000,44	256.273,01	—	5.424.143,75	019233 C./912	" " " " " " "
Rosario a Puerto Belgrano	—	3.033.014,29	3.946.080,05	—	—	523.261,46	325.143,33	348.827,67	8.176.326,80	017220 P./910	
Central de Buenos Aires	—	414.897,63	—	—	—	3.826.407,95	—	—	4.241.305,57	013383 C./912	
Tranvía a vapor de Rafaela	—	—	—	—	—	94.871,44	—	—	94.871,44		El capital definitivo está aún en estudio
	2.533.725,01	28.836.635,70	17.491.295,44	9.016.022,18	17.426.044,35	8.376.698,13	2.173.394,55	593.955,57	86.447.770,93		

tamment nécessaires par le développement du trafic. Aussi voit-on qu'en Amérique la séparation entre la compte d'exploitation et le compte d'établissement, ou, comme on dit la-bas, entre le compte du revenu et le compte du capital, est moins tranchée, moins absolue que chez nous; on constate alors de fréquentes interventions d'un compte a l'autre. Dans les compagnies prospères, comme nous l'avons vu, ce sont des dépenses de premier établissement qui sont payées sur le service courant. Mais quand une compagnie est á court d'argent, que ses recettes d'exploitation sont insuffisantes, elle se trouve perpétuellement tentée de reporter au compte d'établissement certaines dépenses d'entretien, qu'elle dissimule sous la rubrique de "betterments"; les bénéfices réalisés grace a cette intervention sont purement fictifs, et ne peuvent être distribués aux actionnaires qu'au prix de l'accroissement des charges des années suivantes. De meme, pour arriver a couvrir les charges fixes ou á distribuer un certain dividende, ou simplement pour réaliser une spéculation de Bourse, la direction d'une compagnie est tentée parfois de négliger pendant plusieurs exercices les dépenses d'entretien; puis quand il sera a toute force nécessaire de remettre en état la voie et le matériel, on contractera une dette flottante. Ou bien eneor on utilisera en bloc toutes les ressources disponibles du service de l'exploitation, et non en sera réduit, lors de l'échéance du coupon, a emprunter de quoi payer les charges fixes. Ainsi c'est souvent dans les "betterments" qu'il faut chercher le noeud d'une situation compromise; c'est souvent la que se dresse la pierre d'achoppement qui determine la ruine d'une compagnie".

#### CAPITAL A RECONOCER

Además de lo dispuesto por los dos citados artículos de la Ley N.º 5315 relativos al capital, el Art. 4.º del Decreto de Abril 30 de 1908, reglamentario de la referida ley establece que: "no se admitirá como parte del capital en acciones y obligaciones, sino las emitidas para obtener un capital efectivo o para la adquisición de bienes, obras o líneas pertenecientes a otras empresas, debiendo ser excluidas las correspondientes a la explotación y las emisiones que no respondan a valores reales".

Armonizando estas prescripciones, podemos decir que, de acuerdo con la Ley N.º 5315 el capital que corresponde considerar como

efectivamente invertido en el interés y utilidad de un ferrocarril, a los efectos de la intervención en las tarifas y de la expropiación que del mismo ferrocarril podría llevarse a la práctica, tendrá que estar representado por las “inversiones reales” que se efectúan para el establecimiento y construcción (de las vías, obras, etc.) y la correspondiente dotación de material rodante necesario a la explotación: excluyendo todo otro gasto que no responda a “valores reales”.

Tenemos así que dicho capital será la suma total que resulte de las “acciones y obligaciones” de la empresa — reconocida por el P. E. — “invertida” en las obras de un modo efectivo, como se ha dicho.

Para la mejor comprensión de los principios a continuación enunciados es conveniente no perder de vista las características que distinguen a nuestras leyes de concesión. Ellas no son v. g.: como las inglesas, hechas en base a la libre concurrencia, ni tienen como en Francia, el carácter de obras del Estado en que éste interviene directamente en la fijación de las tarifas y queda con el tiempo en posesión del sistema cuya construcción y explotación concede tan sólo por un determinado número de años. Por nuestras leyes, según lo hemos indicado anteriormente, las empresas ferroviarias vienen a convertirse en “industrias privadas que prestan servicios públicos”: la concesión les es otorgada a perpetuidad; de donde sus bienes, el conjunto de sus inversiones, la riqueza por ellas inmovilizada en la creación del organismo industrial que van a explotar queda equiparado al capital de inventario de toda sociedad comercial o industrial y debe regirse por las mismas leyes o principios económicos y de contabilización que estos: no obstante deben someter la explotación de ese organismo al control del Estado que erigió en monopolio esa explotación.

Por estos fundamentales principios, es nuestra convicción que el capital de nuestras empresas ferroviarias, dentro del régimen resultante de las leyes de concesión y en especial de la N.º 5315, debe dividirse en dos grupos:

- 1.º Capital efectivo permanente;
- 2.º Capital ficticio a amortizar.

Estudiémoslos por separado.

#### *Capital efectivo permanente.*

Debe representar exclusivamente los valores reales existentes en el momento actual; es decir, el organismo industrial, “el ferro-

carril" en su conjunto y en sus detalles: los terrenos afectados a él, las obras de arte, edificios, material fijo y rodante, etc. Este capital es efectivo y permanente mediante el juego de las cuentas de reserva para depreciación y renovación de las respectivas instalaciones, cuyo desgaste, deterioro o destrucción queda saldado por las sumas constituyentes de aquellas reservas.

Este capital está pues formado por el costo de todos y cada uno de los componentes del ferrocarril al iniciar su explotación, mayorado por las ampliaciones o reformas en él introducidas y disminuído de las instalaciones retiradas por inservibles o anticuadas.

De acuerdo con las enseñanzas de la práctica y por necesidad estadística, en su contabilización suele clasificarse, según se ha visto en lo escrito bajo el epígrafe de "Clasificación de los gastos de construcción".

Las inversiones así enumeradas, conforme con los principios que venimos sosteniendo son, a nuestro entender, las únicas que dentro de la letra y el espíritu de la Ley N.º 5315 merecen el concepto de gastos por cuenta del capital.

#### *Capital ficticio a amortizar.*

Esta clasificación la hacemos de acuerdo con las teorías desarrolladas al respecto por tratadistas eminentes (ver R. Rousseau, A. Vavasseur, C. Houpin, Francis W. Pixley, Eugene Leautey, A. de Gregorio, F. Lemaire, César Vivante, Schortt y otros).

Este rubro comprende todas aquellas erogaciones que sin tener en su favor ningún valor o bien real — adquirido o formado — existente en realidad, se han originado en el interés de establecer y cimentar la existencia de la empresa, respondiendo así al concepto de "gastos de instalación o de establecimiento" bien conocidos en el comercio y en la industria.

No incluimos por cierto en estos gastos aquellas operaciones que efectúan las empresas en el interés propio y no del "organismo industrial" — el ferrocarril en nuestro caso — que explotan: que responden a la especulación y a la inflación del capital, operaciones que analizaremos a su debido tiempo.

Los gastos a amortizar serían:

- a) Concesión — gastos para obtenerla;
- b) Constitución de la sociedad;
- c) Financiación de la compañía.

Las sumas invertidas en estos conceptos, como es fácil colegir, son "pérdidas efectivas" y generalmente de un monto tan elevado, que si se obligara a cargarlo a los resultados de la empresa, al efectuarlo, el ejercicio — o ejercicios primeros — se cerrarían con dé-

ficit. Por otra parte, estos gastos no se hacen en el interés de ningún ejercicio sino que se relacionan con la existencia permanente de la sociedad; de aquí que sea equitativo autorizar su inclusión temporaria en la cuenta capital, salvo a proveer a su amortización en un término dado, lo más breve posible.

Examinemos en particular los gastos en cuestión:

a) *Concesión:*

Para obtener la concesión se originan generalmente gastos que es justo reconocer: tales son los que provienen de los trámites ante el Congreso y el P. Ejecutivo, como sellos, escritos, consultas jurídicas, etc.

Mas no deben aceptarse partidas que por conceptos muy diferentes a éstas suelen frecuentemente hacerse figurar como pagadas para comprar las concesiones y que algunas empresas hacen subir a un valor hasta superior al costo efectivo de construcción del camino férreo.

Cabe acordar a las concesiones el que puedan ser objeto de comercio (y hasta de especulación) entre las partes, si así conviene a los intereses privados de adquirente y cesionario, de comprador y vendedor; podrá ser lícito que éstos entre sí fijen un valor o precio por el que habrán de ser aquéllas compradas y vendidas, respectivamente. Pero salta a la vista la injusticia de que el país resulte soportando o sufriendo las consecuencias de una especulación realizada sobre un valor que nace precisamente de un monopolio creado para ser otorgado gratuitamente. Y tal ocurriría en definitiva, puesto que las tarifas — vale decir, el precio del transporte — estando basadas en el monto del capital, al aceptarse como tal, aunque tan solo fuera por un número determinado de años, el valor que las empresas quisieran arbitrariamente fijar a las concesiones, una parte de aquel precio o tarifa provendría del capital así ficticiamente creado por esas mismas empresas.

Es oportuno recordar aquí el sistema a que con frecuencia se recurre al establecer una compañía: los que han obtenido una concesión, con la base de ésta fundan la sociedad que se encargará de construir en propiedad el ferrocarril; conseguido cuyo objeto se hacen asignar, por compensación o precio de la concesión que ceden, una determinada suma que es generalmente pagada mediante un cierto número de acciones. Con tal procedimiento, al lograr aquéllos introducirse en la sociedad como socios sin ningún previo desembolso y retener en propiedad (y quizás después de algún tiempo vender) parte de un capital social que no han aportado, se produce el hecho de que desde un principio gravite sobre el capital de la

compañía, y por ende, sobre las tarifas a establecer en base al mismo, una suma por lo general elevada que resulta una carga aun más onerosa. Es decir, que se origina así lo que en la jerga financiera se denomina un “aguamiento”: cosa que no es posible admitir en forma alguna sin infringir las prescripciones legales y los más elementales principios de la contabilidad.

Es, por otra parte, de sana política ferroviaria no permitir cargos de la naturaleza de los que venimos analizando que, hasta en el caso de hacerse sólo por tiempo limitado, siempre han de traducirse en un recargo indebido de las tarifas: “Toute dépense frustratoire se traduit par una aggravation des charges qui pesent sur l'avenir du chemin de fer, et, par suite, sur les tarifs”, ha escrito A. Picard.

b) *Constitución e instalación de la compañía:*

Bajo este rubro comprendemos los diversos gastos que en francés suelen titularse “Frais de premier établissement” y en inglés “Preliminary expenses”, es decir, los originados por las escrituras y actas notariales, por las actuaciones judiciales, publicidad y propaganda, impresión y publicación de estatutos, instalación de oficinas, útiles, etc. Habiendo sido producidos por el establecimiento de la compañía e iniciación de sus negocios, la aceptación provisional en la cuenta capital, en la forma que venimos exponiendo nos parece procedente; además de ser éste el procedimiento universalmente aceptado por los tratadistas especializados en la materia.

No obstante, para aquellas erogaciones producidas en el extranjero, debe tenerse presente el Art. 28 de la Ley General de Ferrocarriles (N.º 2873) en vigencia, que dispone terminantemente: “No se reconocerá como gastos de dirección y administración de los ferrocarriles nacionales los que inviertan las empresas fuera de la república”.

c) *Financiación de la compañía:*

Deben entenderse por tal los gastos originados por la obtención y levantamiento de capitales, que pueden clasificarse como sigue:

- 1.º Gastos de emisión de capitales;
- 2.º Quebrantos sobre emisión de capitales;
- 3.º Intereses intercalarios devengados por los mismos durante el período de la construcción.

Veamos las características que distinguen cada una de estas partidas:



*Gastos de emisión:*

Son los ocasionados para lanzar y colocar los títulos; prospectos de propaganda, impresión de los mismos títulos, sellos e impuestos que gravan éstos y principalmente, la comisión de los banqueros que en la práctica suelen encargarse de lanzar al mercado esos empréstitos.

Es indudable que esta clase de erogaciones nada tiene que ver con el capital representado por las instalaciones: se producen antes de la creación del organismo industrial compendiado por el vocablo "ferrocarril" y son extraños a él, por más que los capitales que mediante esos gastos se hayan conseguido estén destinados a crear aquel organismo.

Si bien esta última circunstancia, entre otras, nos induzca a aceptarlos temporariamente como capital ficticio a amortizar. Y al adoptar ese temperamento lo hacemos de acuerdo con la opinión de tratadistas especializados en la materia.

Así, Francis W. Pixley, comentando la ley inglesa "Companies (consolidation) Act. 1908", al analizar los Arts. 89 y 90 entiende — apoyándose al efecto en la jurisprudencia sentada por los tribunales de aquel país — que los corretajes (brokerage) que puedan pagarse en estos casos deben ser amortizados (written of) por separado de los demás gastos amortizables, sin confundirlos ni con los gastos de constitución (preliminary expenses).

C. Houpin, por el contrario, manifiesta que "les frais de premier établissement d'une société par actions comprennent les frais de constitution et "les commissions qui ont pu être payées aux banquiers et intermédiaires chargés de l'émission des actions". Pero agrega, de acuerdo ahora con el criterio de Pixley, que "ces frais doivent être amortis aux époques et dans les proportions fixées soit par les statuts, soit par l'assemblée générale des actionnaires". Y, aclarando mejor aún el concepto, dice más adelante: "il est conforme á l'usage et aux règles générales de l'inventaire que ces frais soient amortis en plusieurs années pour ne pas charger d'une dépense excessive la première année".

No estará de más, empero, indicar aunque sea incidentalmente que esta clase de gastos — y sobre todo las comisiones de los banqueros — no deben nunca exceder, al hacerseles figurar en los balances, de una tasa prudencial equitativamente proporcionada a los capitales emitidos.

En efecto: no descubriremos ningún misterio al manifestar que bajo el nombre de "comisión de banqueros" suelen a veces disimularse verdaderos fraudes que con mayor propiedad debieran deno-

minarse "coimas". Así, el mismo Houpin, dice al respecto: "Il arrive assez souvent que la souscription des actions a lieu avec le concours de syndicats financiers composés d'un certain nombre de banquiers au de particuliers qui s'entendent ensemble pour souscrire toutes les actions d'une société en voie de se constituer, et les placer ensuite, avec prime, dans le public". "Ces syndicats donnent lieu a des fraudes graves".

Es sin duda alguna para prevenir estos "fraudes graves" que la ley inglesa ya citada establece en su Art. 89, que no podrán pagarse otras comisiones por subscripción de acciones que las autorizadas por los estatutos sociales y anunciadas en los prospectos de subscripción, y sólo por el monto o el porcentaje autorizado y anunciado. Agregando, para mayor claridad del espíritu restrictivo que impone a esta clase de corretajes: "Save as aforesaid, no Company shall apply any of its shares or capital money either directly or indirectly in payment of any commission, discount, or allowance, to any person in consideration of his subscribing or agreeing to subscribe, whether absolutely or conditional for any shares in the company, whether the shares or money be so applied by being added to the purchase money of any property acquired by the company or the contract price of any work be executed for the company, or the money be paid out of the nominal purchase money on contract price, or otherwise".

La inclusión temporaria de esta clase de gastos en la cuenta de capital, debe por tanto estar sometida a la cláusula condicional de que su monto se halle equitativamente proporcionado a los capitales emitidos y que su desembolso efectivo sea debidamente comprobado en forma tal que no deje lugar a dudas y resulte la autorización de la emisión concedida por los socios, la publicidad de las condiciones de la misma emisión, los contratos celebrados con los banqueros o sindicatos, etc.

#### *Quebranto sobre emisión de capitales:*

Tanto los quebrantos con que generalmente suelen emitirse las obligaciones, como las primas que frecuentemente se obtienen en la emisión de acciones, son la resultante de múltiples causas, todas íntimamente ligadas a la gestión financiera de las compañías pero sin vinculación con el capital invertido: vale decir, con la cuenta que representa exclusivamente el monto de las inmobilizaciones que ha tenido la compañía que llevar a cabo para el desarrollo de su industria.

Bien que esas erogaciones, como decimos, tampoco son gastos complementarios del capital invertido en las instalaciones, no esta-

rá demás señalar algunas de las teorías que se han aplicado a esos quebrantos; con lo que lograremos cimentar mejor la nuestra enunciada.

Empezando por las causas que pueden motivarlos, he aquí lo que al respecto dice el tratadista Adolfo Wagner: "... a las empresas del todo nuevas, la emisión no les resulta a menudo sino en momentos de especulación; a menos que no se tenga en vista la construcción de una línea excepcionalmente productiva... La posibilidad o facilidad de contraer un empréstito, y el monto del interés efectivo de las deudas ferroviarias (o el precio de emisión, en caso de tratarse de un interés nominal determinado) depende en primer término de la situación del mercado del dinero... y en segundo lugar debe considerarse el crédito de que gozan las empresas...; si los ferrocarriles están gravados de deudas fuertes o son pobres, la compañía encontrará muchas dificultades para emitir obligaciones".

Otro tratadista — Charpentier — define así los quebrantos: "La pérdida — quebranto (perte-prime de remboursement) — está formada por la acumulación de quitas efectuadas por la sociedad sobre los intereses a abonar anualmente: son pues intereses capitalizados".

Esta teoría ha sido plenamente confirmada en la práctica: así vemos que las sociedades que emiten obligaciones reembolsables — generalmente por sorteo — suelen imputar los quebrantos a una cuenta que amortizan simultáneamente y en igual proporción que la deuda. Dice al respecto R. Rousseau: "En fait, la plupart du temps, pour ne pas dire toujours, les obligations sont émises par la société a un taux inférieur au taux nominal de remboursement: la différence constitue la prime. Le passif doit néanmoins mentionner le capital-obligations pour le montant nominal de l'émission; mais il faut évidemment compenser d'une autre manière le déficit résultant du montant des primes. On le fait au moyen d'un compte spécial a l'actif "Perte a l'émission" ou "prime de remboursement". On ne pouvait songer évidemment a faire porter ce déficit sur un seul exercice; aussi en pratique, et par analogie avec ce qui se fait pour les frais de premier établissement, considère-t-on le montant des primes comme un actif fictif a amortir, en répartissant la charge de ce remboursement sur les exercices postérieurs". Quiere decirse que de sus rentas prelevan periódicamente los fondos necesarios para cubrir la deuda y los intereses que anticipadamente han retenido sobre la misma.

No otra cosa hacen las compañías de ferrocarriles en Francia

INVERSIONES Y DISPONIBILIDADES	
<p style="text-align: center; margin: 0;"><b>ACCIONES</b></p>	<p style="text-align: center; margin: 0;"><b>REALIZADO</b></p>
<p style="text-align: center; margin: 0;"><b>OBLIGACIONES</b></p>	<p style="text-align: center; margin: 0;"><b>A REALIZAR</b></p> <p style="font-size: small; margin: 0;">(Cuotas de acciones u obligaciones aún no integradas)</p>
<p><b>I. Capital invertido en la construcción del Ferrocarril y en la constitución de la Compañía. Su instalación y financiación:</b></p> <p><b>A. Inversiones que tienen en su favor valores o bienes reales:</b>  <b>Gastos de construcción:</b>                      Terrenos, construcción de la vía, obra de arte, edificios, tren rodante, etc.</p> <p><b>B. Inversiones que no están representadas por valores reales:</b></p> <p style="margin-left: 20px;">a) Concesión — gastos para obtenerla; valor pagado para adquirirla.</p> <p style="margin-left: 20px;">b) Constitución e instalación de la Compañía — gastos de constitución, judiciales, o dirección, de oficina, publicidad de estatutos, prospectos, etc.</p> <p style="margin-left: 20px;">c) <b>Financiación:</b></p> <p style="margin-left: 40px;">1. Emisión de capitales.                      — Gastos de impresión, publicidad, impuestos, etc., de los títulos emitidos.                      — Comisión a los banqueros sobre las emisiones.                      — Quebranto en las emisiones.</p> <p style="margin-left: 40px;">2. Intereses sobre el capital durante la construcción (intereses intercalarios).</p> <p style="margin-left: 40px;">3. Déficit de la explotación provisoria.</p> <p style="margin-left: 40px;">d) Aumentos ficticios de capitales — aguamientos — (Watering):</p> <p style="margin-left: 80px;">1. Conversión de capitales — aumentos por conversión a un interés menor.</p> <p style="margin-left: 80px;">2. Capitales emitidos para compensar el mayor valor de determinados títulos o empréstitos.</p> <p style="margin-left: 80px;">3. Emisiones para pago de intereses adeudados sobre las Obligaciones.</p>	
<p><b>II. Capital disponible a invertir:</b></p> <p><b>A. Dinero y valores:</b></p> <p style="margin-left: 20px;">a) Fondos en caja y en depósito en los bancos.</p> <p style="margin-left: 20px;">b) Títulos y valores en caja o en los bancos.</p> <p><b>A. Materiales en existencia en los almacenes y en viaje:</b></p> <p style="margin-left: 20px;">1. Para construcciones.</p> <p style="margin-left: 20px;">2. Para la explotación.</p>	
<p><b>III. Capital invertido en otras empresas o negocios:</b></p> <p style="margin-left: 20px;">a) Muelles, depósitos, etc.</p> <p style="margin-left: 20px;">b) Tranvías y otras empresas subsidiarias de transporte.</p> <p style="margin-left: 20px;">c) Hoteles, balnearios, etc.</p> <p style="margin-left: 20px;">d) Obras de riego, canalización, etc.</p> <p style="margin-left: 20px;">e) Empresas de navegación.</p>	

La demostración que precede pone en evidencia algunas sumas en otras empresas y negocios, ción y equipo de las líneas.

Además, como parte de las inversiones no se gastadas, deben ser soportadas por la gestidadas de estas inversiones que figuran ca

DIRECCION GENERAL DE FERROCARRILES

IS DE LA CUENTA CAPITAL

Como correspondería considerar las inversiones de conformidad con la teoría que la oficina deduce de la Ley N.º 5315

OBSERVACIONES

CAPITAL A RECONOCER

PARTIDAS QUE NO DEBEN RECONOCERSE

CARACTER PERMANENTE

COMO PARTIDAS A AMORTIZAR  
(para las empresas anteriores a la ley N.º 5315)

strucción que en su total deberán ex-  
sto efectivo del ferrocarril, adquisición  
construcciones, instalaciones, material  
quipo.

Estas partidas, siendo que no representan ningún valor real (bienes, etc.), no deben reconocerse como capital. Sin embargo, figurando en las cuentas de las empresas por sumas crecidas cuya eliminación en una sola vez perturbaría su marcha financiera regular, teniendo en cuenta que gastos de esta naturaleza (establecimiento de las empresas) en la economía privada son objeto de amortizaciones graduales en el tiempo, su inclusión provisional en la cuenta capital puede ser admitida siempre que su amortización se efectúe en un período no superior de diez años, que es el generalmente adoptado.

Estas partidas no sólo no representan ningún bien o valor real, sino que responden al concepto de "aguamiento" o aumento ficticio de capital, lo que hace que sean en absoluto extrañas a la construcción y establecimiento de un ferrocarril, y por lo mismo, a su cuenta capital.

Todos estos gastos son propios de la Compañía y no del ferrocarril y corresponden al concepto de los titulados "gastos de primer establecimiento" o instalación, que por no tener en su favor ningún bien real, en las empresas privadas, se amortizan en un determinado número de años.

STOS DE CONSTRUCCION:

strucción de la vía, obras de arte, edifi-  
dante, etc.

- a) .Concesión — gastos para obtenerla o valor pagado para adquirirla.
- b) Constitución e instalación de la Compañía — gastos de constitución, judiciales, de dirección, de oficina, publicidad de estatutos, prospectos, etc.
- c) Financiación:
  - 1. Emisión de capitales:
    - Gastos de impresión, publicidad, impuestos, etc. de los títulos emitidos.
    - Comisión a los banqueros sobre las emisiones.
    - Quebranto en las emisiones.
  - 2. Intereses sobre el capital durante la construcción (intereses intercalarios).
  - 3. Déficit de la explotación provisoria.

- d) Aumentos ficticios de capitales — aguamientos. (Watering):
  - 1. Conversión de capitales — aumentos por conversión a un interés menor.
  - 3. Emisiones para pago de intereses adeudados sobre determinados títulos o empréstitos.
  - 3. Emisiones para pago de intereses adeudados sobre las obligaciones.

Por lo que respecta al "quebranto" este puede definirse como la pérdida formada por la acumulación de quitas sobre los intereses a abonar anualmente en el futuro, resultando así ser "intereses capitalizados."

En cuanto a los "intereses durante la construcción" en los términos de la Ley N.º 5315, no corresponde incluirlos en el capital, pues asignando dicha ley un máximo de rendimiento al capital sin distinción de acciones y obligaciones, es con fondos de ese rendimiento que deben pagarse.

res no deben incluirse en el capital a reconocerse a los efectos de la Ley N.º 5315 por cuanto no están invertidos en las obras e instalaciones del carril o sea no forman parte del capital en explotación.

res, absolutamente extraños al capital del ferrocarril, no deben incluirse en su monto.

el valor de las Acciones y Obligaciones no se invierte en su totalidad en las obras del ferrocarril, pues quedan siempre saldos disponibles y se invierten a reconocerse como capital de las empresas no puede ser sino aquel que está representado por las sumas que se invierten efectivamente en la construc-

mente a la construcción y equipo del ferrocarril sino que se aplica en el interés privado de las empresa (su fundación y financiación), las cantidades así t de éstas. Solo como excepción y con la condición de ser amortizadas del modo que arriba se expresa, pueden ser admitidas en el capital aquellas par- as cuentas de las empresas existentes antes de dictarse la Ley N.º 5315.

y en Suiza (y todas las demás compañías cuyas concesiones son temporarias) al llevar los mismos quebrantos a su cuenta de capital: cuenta que para ellas no representa tal capital o activo, sino gastos de instalación (y así los denominan, "Frais de premier établissement"). Como suelen emitir sus títulos reembolsables dentro del período de tiempo que comprende la concesión, y como, por otra parte, deben amortizar todos sus gastos — al igual que su pasivo — dentro del mismo plazo, resulta evidente que el método por ellas adoptado no supone sino su deseo de que, junto con la causa, en igual tiempo y obedeciendo a la misma ley desaparezca también el efecto: vale decir, que mientras amortizan los capitales que han necesitado hacen lo propio con los gastos en que han incurrido para obtenerlos.

Cuando se trata de emisiones sin fecha determinada de reembolso, tampoco varía la naturaleza del quebranto; ni, por tanto, la imputación que del mismo debe hacerse. El tratadista Francis W. Pixley dice al respecto: "Companies occasionally issue debentures at a discount. In such cases, as the liability is to pay back to the debentureholders the nominal amount at some future date, however remote, the nominal amount of the debentures issued must be included on the debit side of the Balance Sheet, while the discount must be either charged against the Revenue Account of the period during which the debentures were issued, or, if not prohibited by the Memorandum and Articles of Association, be spread over a term of years, leaving the proportions not charged against Revenue on credit side of the Balance Sheet"; concordando esta teoría con la que el mismo autor sienta más adelante, al afirmar: "The profit made through debenture-holders cancelling their debentures, and accepting a lower sum than the amount they originally lent to the company, would be a profit available for dividend..." No cabe establecer con mayor precisión que las fluctuaciones del mercado financiero deben ser soportadas o disfrutadas, según resulten adversas o favorables, exclusivamente por la compañía, por sus accionistas..

En cuanto a la teoría de Charpentier—esto es, que los quebrantos no representan sino intereses capitalizados—puede muy bien estar basada en la jurisprudencia sentada en Francia al respecto: mereciendo ser citado un fallo en tal sentido del supremo tribunal de aquel país. (Cour de cassation). La cuestión en litigio era si los tenedores de obligaciones que la sociedad había emitido reembolsables por sorteo en un plazo determinado y a una tasa superior al precio de emisión (es decir, por un valor nominal mayor que el pre-

cio pagado), debían entrar en la masa como acreedores por el valor nominal o por el precio de emisión. La Corte falló que debían concurrir por el precio de emisión aumentado de la proporción requerida de la prima reembolsable; cuya proporción debía establecerse en base a las de las obligaciones ya reembolsadas y las por reembolsar, para determinar el tiempo medio en que los tenedores tenían probabilidades de ser sus títulos sorteados; y una vez establecido este tiempo medio calculando los intereses anualmente capitalizados durante el mismo, obtener la suma igual al monto de la prima.

Resumiendo lo expuesto podemos afirmar, de acuerdo con la opinión de los varios tratadistas que hemos citado, que los quebrantos sobre emisiones de capitales son conceptos extraños en absoluto al capital invertido: son gastos que ninguna vinculación tienen con los incurridos para llevar a cabo la completa instalación del ferrocarril, y que en consecuencia, deben ser motivo de cuentas distintas e independientes de las que representan esas instalaciones, teniendo que figurar por separado en los balances, mientras se logra su total eliminación por medio del juego de la amortización, del modo y en el tiempo que estudiamos más adelante.

#### *Intereses intercalarios—*

Nos referimos a los intereses devengados por los capitales que se van invirtiendo en las obras, en la progresión creciente de su inversión y hasta haber sido las mismas obras entregadas al servicio público y entrado en el período de la explotación. Son los que en francés se denominan: “*intérêts intercalaires à payer pendant la construction*”, y en inglés “*interest during construction*”.

La doble circunstancia de constituir, las construcciones ferroviarias, obras costosas y de larga duración y de provenir la parte más importante de los capitales en ellas invertidos de emisiones de obligaciones o títulos análogos de renta fija e inmediata, al imponer a los empresarios de esas obras el pago de un interés sobre capitales aún improductivos, ha sugerido la teoría de considerar este interés como uno de los elementos del costo de los trabajos: teoría que en determinados países y por motivos especiales ha sido legalmente sancionada.

En Francia, las compañías a las que el Estado garantiza un mínimo de rendimiento sobre sus capitales, están autorizadas a seguir ese procedimiento. El Art. 11 de las Convenciones de 11 de Junio de 1888, con la Compañía del Este, y de 17 de Julio del mismo año con la del Oeste, las autoriza a abrir hasta el 1.º de Enero siguiente a la terminación del conjunto de las líneas concedidas, una cuota provisoria denominada “*de explotación parcial*”, a la

que se carga el interés y la amortización de las obligaciones emitidas para la ejecución de las secciones de esas líneas que serán sucesivamente entregadas a la explotación y los gastos requeridos por esa explotación; y se acredita al producido bruto de ésta, las anualidades correspondientes a la contribución del Estado en la construcción y los excedentes del producto neto de las líneas en explotación definitiva, cargándose el saldo resultante, si es negativo, a la cuenta de las instalaciones (Premier établissement).

Es fácil comprender que al adoptar este temperamento, el Estado no persigue otro fin que substraerse durante el período improductivo de la construcción, al pago del interés por él garantizado a los obligatorios. Otra deducción que de la misma cláusula surge con no menos claridad es que los accionistas, durante ese mismo período, y por el capital invertido por ellos en las mismas obras, no tienen derecho a ningún dividendo.

En Suiza, la ley federal de 27 de Marzo de 1896, en su Art. 4.º, al autorizar el cargo a las instalaciones (frais d'établissement) de los intereses, determina que los devengados por las acciones "sont mis au bénéfice de cette disposition au cas seulement au le paiement en a été stipulé par les statuts ou par convention".

En Inglaterra, el Art. 91 de la ley de 1908, sobre sociedades, autoriza el cargo de intereses sobre el capital que se hubiera emitido para llevar a cabo las construcciones, pero debiendo recabar al efecto previa autorización del "Board of trade" y justificar después su pago efectivo.

Se trata, por lo tanto, de medidas legales dictadas con carácter excepcional, y de aplicación restringida, frente a la legislación general que dispone lo contrario; pudiendo señalarse en este sentido los respectivos códigos de comercio de los países más adelantados sobre esta materia (Art. 215 del de Alemania, 181 del de Italia, 45 de la ley de 24 de Julio 1867 de Francia, 334 del de la República Argentina, etc.).

Ahora bien, en nuestro país no existe ninguna disposición legal expresa de aquella naturaleza. Por otra parte, el capital que en los términos de la Ley No. 5315 debe jugar en la contabilidad de los ferrocarriles, no es un capital al que estarán afectados los resultados de la explotación en tales o cuales condiciones distintas las unas de las otras, según ocurre en los países citados en lo que respecta al dividendo—con o sin límites—que se procura obtener para el capital-acciones y al interés que se ha de abonar al capital-obligaciones. En esos mismos países es explicable el cargo de los intereses intercalarios a las cuentas de las construcciones por la



índole de las concesiones—que siendo temporarias son reversibles al Estado a su expiración—y la distinción que de los distintos capitales se hace a los efectos de su intervención en la contabilidad. Pero entre nosotros no existe, legalmente, (por cuanto la ley dice: “capital en acciones y obligaciones”) tal distinción; y es asunto privado de las empresas los diferentes límites — fijos o no — de ganancia o rendimiento sobre sus capitales, al igual que el modo y condiciones en que esos capitales son levantados. Vale decir, que ante la ley No. 5315 no existen capitales sino un solo capital: “el invertido o reconocido”, entidad única e indivisible, con personalidad propia bien definida y que debe servir de base para establecer el rendimiento bruto—también único—de 17 por ciento que tiene derecho a alcanzar. En cuanto al interés o rendimiento neto resultante, su distribución entre los tenedores de los diferentes títulos representativos de aquel capital es hecha libremente por la sociedad, sin que la ley establezca máximos ni mínimos para tales o cuales clases de títulos.

Otra circunstancia que debe imprescindiblemente computarse al estudiar esta partida, emana de los términos precisos de que se sirve la ley citada, donde dice: “el capital será fijado por el P. E. al abrirse la línea al servicio público” (art. 9.º in fine); de cuya disposición surge evidente la doble consecuencia de no reconocer la ley al capital invertido derecho a la obtención del rendimiento de 17 por ciento hasta haber ese capital entrado de lleno en el período de su explotación definitiva, ni por tanto el de pagar ningún interés con imputación al costo de las instalaciones. Y si esto debe dejarse por sentado para los intereses que legítimamente se abonan a aquellos títulos—las obligaciones—que devengan uno desde la fecha de su integración, con mayor fundamento podrá establecerse para los intereses calculados sobre el total del capital que se va invirtiendo: con tal procedimiento se reconocería al capital total una ganancia antes de haber comenzado su explotación, y esa ganancia ficticia así creada pesaría perpetuamente sobre las tarifas al convertirse en un capital ficticio, también, que tendría igualmente derecho al 17 por ciento de rendimiento bruto; sin contar con que ello implicaría crear dividendos asimismo ficticios, cuyo pago a los accionistas se haría tomando los fondos del capital mismo, con lo que se violaría las disposiciones de derecho general que antes hemos mencionado.

Finalmente, debemos indicar que formando estos intereses parte de lo que hemos denominado “Financiación de la compañía”, vienen a quedar incluidos en el capítulo que calificamos de “gastos

a amortizar”: con lo cual, el concepto que de estos intereses auspiciamos es el mismo que tienen establecido por la legislación francesa y la suiza precitadas.

En efecto, hemos visto que éstas denominan la cuenta representativa de las construcciones cuentas de gastos: “Frais d’Etablissement” la una y “Frais de Premier Etablissement” la otra. No cabría otra denominación, desde que siendo las concesiones que las compañías disfrutaban otorgadas con carácter de precarias, las sumas por ellas invertidas en esas instalaciones, que habrán de entregar gratuitamente al Estado en una fecha determinada, no representan su patrimonio, su activo, su capital, sino el precio pagado por la concesión. Lo que el autorizado tratadista A. Picard deja claramente sentado al afirmar refiriéndose a los ferrocarriles franceses: “Les comptes d’établissement sont des comptes de dépense et non des comptes d’inventaire”. (Ya se ha visto lo que al respecto contiene la memoria presentada el 15 de Mayo de 1905 a la asamblea general de accionistas del Metropolitano de París por su Directorio).

Y teniendo además en cuenta que los intereses que aquellas compañías imputan al costo de las instalaciones son los efectivamente pagados a los capitales obtenidos con la previa condición de pagárselo desde el primer momento, podríamos terminar repitiendo lo ya manifestado respecto a los quebrantos; esto es, que “resulta evidente que el método por ellas adoptado no supone sino su deseo de que junto con la causa, en igual tiempo y obedeciendo a la misma ley desaparezca también el efecto; vale decir, que mientras amortizan los capitales que han necesitado, hacen lo propio con los gastos en que han incurrido para obtenerlos”.

#### *Gastos que no deben ser reconocidos—*

Fijado el verdadero alcance del espíritu de la Ley No. 5315, y en concordancia con ésta, las disposiciones y características requeridas por las partidas a imputar—permanente o temporariamente—a la cuenta de capital, corresponde ahora tratar de las que, teniendo un origen muy distinto que la instalación o mantenimiento de ferrocarriles, no pueden ser aceptadas como gastos imputables a dicha cuenta, dentro de lo prescripto en la ley citada.

De entre estas partidas merecen mención especial los “aumentos ficticios de capital”:

Nos referimos a los designados en la jerga financiera con el nombre de “watering” (aguamiento) y que suelen principalmente tener su origen en alguna de las operaciones siguientes:

- a) Emisiones para compensar la conversión de títulos a un interés menor;
- b) Emisiones para compensar el mayor valor de determinados títulos o empréstitos;
- c) Emisiones para pago de intereses correspondientes a ejercicios vencidos que no se han abonado en su tiempo por no permitirlo los resultados de la explotación.

No es posible dar económicamente a estos cargos el calificativo de gastos por cuenta de capital, ni legalmente imputarlos al que ha de jugar a los distintos efectos de la ley que venimos considerando. No se trata de emisiones mediante las cuales se hayan obtenido sumas o capitales a invertir en la construcción, en el interés y necesidades del ferrocarril; es decir, de emisiones frente a las cuales y balanceándolas exista algún valor real y efectivo afectado al organismo industrial—al ferrocarril—sino de operaciones hechas exclusivamente en interés y por cuenta de la “sociedad propietaria”, de la otra entidad distinta e independiente de aquél y en contraposición al cual, precisamente, representa los intereses y necesidades de los accionistas, como dueños del ferrocarril.

Estas operaciones no logran, pues, la realización de ningún capital: hasta puede negárseles el carácter de emisión de capitales si debe entenderse por “emisión” el lanzar al mercado financiero un título que reporte un determinado capital a invertir; vale decir, contraer una deuda con cuyo importe se crea una riqueza que la compense. Ateniéndonos al estricto significado de la palabra emisión, cabe asegurar que en tales casos no la hay.

Hemos insinuado ya que éstas son operaciones realizadas siempre para llenar necesidades o aspiraciones privativas de la entidad propietaria del ferrocarril, pero extrañas en absoluto a éste: entidad distinta y separada de la otra y que está representada por el capital invertido, como la anterior lo está por el emitido. De resultados de cuyas operaciones ese capital invertido no sufre alteración ninguna.

En efecto; mientras pueden haber cambiado, a consecuencia de tales operaciones, la cantidad, la especie y el valor de los títulos que representan al capital social, el representante de la otra entidad, el capital invertido ha permanecido sin variación alguna. Hasta puede decirse que mientras el pasivo de la sociedad (pues no otra cosa implican sus títulos) se ha acrecentado, el capital invertido (porción principal del activo) ni ha crecido ni menguado.

Por otra parte, desde que este último no resulta beneficiado con elemento alguno que aumente el valor intrínseco o la capacidad

productiva de su representado, no hay razón en que apoyarse para hacer pesar sobre él—y por ende sobre las tarifas, que de él derivan—sumas de tal importancia: las que, en otro orden de consideraciones, ni siquiera pueden computarse como erogaciones—al menos en la proporción aplicable a las acciones—puesto que la sociedad no ha hecho ni deberá hacer en fecha alguna determinada—ningún desembolso fijo.

En cuanto a la economía general del país, ningún provecho inmediato puede esperar ni obtener de esta clase de operaciones. En el mejor de los casos, el de la reducción del tipo de interés de determinados títulos, habrá de salir siempre la misma suma anual para atender el servicio de las obligaciones y el de los dividendos: llegado el momento de la liquidación de las utilidades, equivale pagar 7 por ciento sobre un capital de 100, a pagar 4 por 100 sobre uno de 175. Y en los otros casos, ese éxodo anual de oro es tanto mayor cuanto más observen en intereses o dividendos los títulos respectivos.

Pero sería éste un mal menor ante otra de las consecuencias que pueden resultar para la misma economía nacional, de esta clase de operaciones. Nos referimos al posible encarecimiento del precio del transporte que resultaría del reconocimiento de tales títulos como parte del capital invertido; por cuanto ello facultaría a las empresas para elevar sus tarifas en la proporción representada por ese capital nominal ficticio. Y es esta una circunstancia que merece ser tenida muy en cuenta, por los peligros que entrañaría el reconocimiento de partidas de esta naturaleza: sentado cuyo precedente, cuando una empresa temiera ver intervenidas sus tarifas por haber alcanzado el límite legal, le bastaría realizar o simular una operación cualquiera de las referidas para evitar esa intervención y conservar sus tarifas, por elevadas que fueran; o hasta elevarlas nuevamente, si lo estimara oportuno y conveniente. Con lo cual quedaría afectado el espíritu de equidad y justicia que es la esencia de nuestra legislación ferroviaria: espíritu que el Diputado Mitre, al fundar su proyecto que después fué la ley No. 5315, compendia en las siguientes palabras: “Por el Art. 9.º del proyecto... He fijado la proporción del 17 por ciento entre las entradas y “el capital de las líneas”... Creo que es una disposición equitativa que, por una parte, deja a las compañías la suficiente utilidad para que sus capitales tengan la remuneración a que “legítimamente” pueden aspirar, y por otra parte, cierra por completo la posibilidad de ganancias exorbitantes, que importaran un gravamen extraordinario sobre los factores de la producción que concurren al movi-

miento de transporte de las empresas". (Diario de Sesiones de la H. C. de D. D. año 1907, tomo I, pág. 680).

Y si este antecedente legislativo fuera poco explícito como fundamento y base de la teoría que venimos desarrollando, puede citarse otro del mismo origen y oportunidad, que por lo claro y terminante no puede dejar lugar a duda de ninguna especie: Aludimos al diálogo siguiente, inserto en la pág. 1037 de la obra precitada: al manifestar, el Diputado Demaría, en el curso del debate que precedió a la sanción de la ley antes nombrada: "... tampoco puede permitírseles a las empresas que hagan el juego tan común y conocido de aguar el capital y simular un capital mayor"... El ilustre autor del proyecto en discusión, replicaba concisa y rotundamente: "Eso no lo reconoce el Gobierno".

Ya que hacemos referencia a esta clase de cargos ficticios—verdaderas inflaciones de capitales—creemos conveniente transcribir una parte de lo que hubo de informar M. Ch. de Franqueville en 1864, sobre el régimen de obras públicas en Inglaterra (véase en Picard, tomo II, pág. 213) y que aun cuando no se trate especialmente del caso de "concesiones ferroviarias", pone de manifiesto abusos que conviene tener muy presentes en la práctica al apreciar los demás conceptos de gastos de construcción. He aquí el extracto del informe del citado autor: "Una compañía, careciendo del capital suficiente a pagar los trabajos de construcción, conviene con un contratista general que dichos trabajos, serán pagados en acciones. Una vez que el capital, representado por los títulos así reunidos, alcanza a la mitad de la cifra del capital de la sociedad, se emiten obligaciones, lo que es perfectamente legal. El contratista, teniendo necesidad de dinero, vende sus títulos a una compañía financiera mediante la mitad o un tercio de su valor nominal. Se salda el exceso de los trabajos, sea por medio de nuevas acciones dadas en las mismas condiciones, sea por la emisión de "Lloyd's bonds". Fuera de este medio, que consiste en aumentar el capital de la deuda, las compañías han encontrado otro que consiste en reducir el capital-acciones. Es lo que sucede cuando se emiten acciones bajo la par a una tasa nominal superior al valor real y que se toma en empréstito, como la ley lo permite, hasta la concurrencia del tercio del valor ficticio de las acciones".

En fecha más reciente, y por tanto, con mayores elementos de juicio, estas operaciones han sido estudiadas y analizadas lo suficiente para llegar a merecer el calificativo de "Watering of stock"; expresión oriunda de Norte América, donde más se ha abusado de ese procedimiento, y que un autor inglés define así: "This is a slang

expression meaning that the nominal value of securities has been increased without any corresponding payment in cash". G. Whipple Jenks, en perfecta concordancia con esta definición, se expresa así: "El aguamiento es la emisión hecha más allá del costó del ferrocarril".

En cuanto a su calificación, Ricardo T. Elig en su obra "Los Trusts" afirma: "El aguamiento del capital es uno de los métodos principales para absorber las ganancias del monopolio". Y al decir de Ulrich, mediante el "aguamiento"—aumento ficticio del capital-acciones—se consigue en los ferrocarriles eludir la condición de la intervención en las tarifas, impuesta generalmente en los contratos de concesión para cuando se llegue a obtener un determinado beneficio sobre el capital. Viniendo así este tratadista a apoyar con todo el peso de su autorizada opinión, lo que al respecto hemos indicado anteriormente.

Pero, además de estos intereses inmediatos, que podríamos llamar materiales—el límite de las tarifas, etc.—existen otros, que por ser mediatos calificaremos de normales y que también deben ser computados como elementos de juicio al analizar estas partidas.

Nos referimos a las consecuencias nefastas que al crédito de la nación podría acarrear el método de los "aguamientos" si, al amparo de la tolerancia de los poderes, las empresas pudieran inflar a su antojo la cuenta de capital.

Si debe ser norma de todo buen gobernante el prever las resultantes de sus actos, evitando en lo posible las medidas empíricas, por ser triste experiencia la adquirida a expensas de hechos perjudiciales, en el presente caso puede aplicarse el método empírico, por ser otro el país que ha sufrido ya las consecuencias y a cuyas expensas podemos así determinar éstas.

Y conocido el inmenso daño que en los Estados Unidos de Norte América han hecho esos "aguamientos", debemos evitar que respecto a nuestras empresas ferroviarias pueda emitirse el siguiente juicio que hace Louis Paul-Dubois, sobre las de aquel país: "Qu'est ce donc que ce fait de "Watering"? Quel est le caractère intrinsèque, quelle la valeur effective du capital social dans les compagnies de chemins de fer aux Etats Unis? Dès l'origine des voies ferrées, l'absence de tout contrôle légal sur le versement des actions, l'arbitraire des pouvoirs confiés aux administrateurs, favorisèrent en Amérique la naissance d'un abus qui pendant longtemps constitua un véritable fléau dans l'organisation financière des compagnies: c'est l'émission de capitaux fictifs, le "watering" (arrobage ou "coupage" du capital). Personne n'ignore aux Etats Unis

qu'une grande partie des actions des chemins de fer actuellement en circulation, même parmi celles qui ont aujourd'hui le plus de valeur n'ont jamais été réellement versées et ne sont que "de l'eau" (water). C'est un fait que tout le monde accepte, puisqu'on ne peut rien contre les maîtres des chemins de fer; en vain les lois ont-elles déclaré nulles ou annuables, suivant les Etats, les actions fictives (fictitious stock). Aujourd'hui le mal semble avoir été enrâyé, mais ses conséquences se feront sentir pendant de longues années et le discrédit que ces fautes originelles ont jeté sur l'ensemble des chemins de fer américains est loin d'avoir disparu".

Debemos, pues, evitar que ese "flagelo" pueda azotar nuestro país, e impedir en su origen el "descrédito" que tales faltas pudieran llegar a echar sobre el conjunto de nuestros ferrocarriles. Debemos—puesto que aún es tiempo—prevenir un hecho que, luego de consumado, no tendríamos más remedio que aceptar, y evitar así con medidas tomadas "a priori" el que puedan resultar ineficaces o inaplicables leyes o disposiciones dictadas "a posteriori". Las "acciones ficticias" (y, por iguales fundamentos, las "obligaciones ficticias") habrían de constituir un serio peligro para la economía general de la nación, desde el doble punto de vista del retraimiento de los capitales para construcciones ferroviarias y de la carga que injustamente se haría pesar sobre la producción nacional.

Sobre este último punto, también, la misma experiencia puede servirnos de norma de conducta. Dice al respecto el autor citado: "Le watering aurait de même l'avantage de permettre aux compagnies de réclamer aux commissions locales de contrôle des tarifs maximums plus élevés".

Este peligro ha podido ser evitado en ese país por no existir máximas fijas legales—como entre nosotros el 17 por ciento limitado por la Ley No. 5315—sino la única disposición de que las tarifas serán "justas y razonables". Lo que, dada la elasticidad del término, ha permitido a aquellos gobiernos desechar las pretensiones de las empresas, según confirma el autor nombrado en el párrafo siguiente: "Quant aux commissions locales de contrôle, elles ne se laissent évidemment pas émouvoir par les récriminations d'une compagnie "watered" contre des tarifs maximums réputés insuffisants, en quoi elles ont parfaitement raison".

Pero es que esas comisiones desempeñan una misión mucho más independiente que la "mecánica" que emana de nuestra ley No. 5315: "Chargées de fixer des tarifs "justes et raisonnables", elles doivent se baser dans leurs appréciations sur les besoins des

compagnies honnêtement constituées, et abandonner les autres a leurs risques et périls”.

En el régimen establecido por nuestra ley citada, independientemente de lo “justo y razonable” de sus tarifas (impuesto por la Ley No. 2873) las empresas pueden aspirar al rendimiento máximo del 17 por ciento; y no cabrían entonces entre nosotros apreciaciones sobre necesidades de compañías honradas, desde que todas serían iguales una vez reconocido el capital agnado.

A esta altura de nuestro estudio, es oportuno mencionar una teoría que ha pretendido insinuarse en defensa del “watering” y que consiste en argüir que este “watering” queda compensado con el mayor valor que puedan ir adquiriendo los inmuebles e instalaciones de la compañía “watered”. Teoría que no puede prosperar entre nosotros, pues ante nuestra legislación ferroviaria falla por su base. No es posible pretender sujetas a oscilaciones en su valorización obras de carácter público que en un momento determinado pueden ser rescatadas por el Estado (aunque haya de reembolsar su costo).

En efecto: dos son los aspectos que puede ofrecer la valorización de una empresa cualquiera, y dos las causas que pueden motivarla. Los llamaremos “valorización propia” y “valorización refleja”. La valorización propia es la resultante del constante aumento de la renta obtenida sobre un determinado capital. Es decir, que siendo  $C$  el capital del ferrocarril y el interés normal del mismo  $i$ , al obtenerse sucesivos aumentos de rendimiento— $i'$ ,  $i''$ , etc., aquel capital acrecentaría su valor venal—pues está fuera de duda que el costo es invariable mediante las renovaciones, etc.—en las respectivas proporciones, y se transformaría así en:

$$C + \frac{100 i'}{i}; C + \frac{100 i''}{i}; C + \frac{100 i'''}{i} \dots$$

En una empresa regida por nuestra Ley No. 5315 esto es imposible: al fijar la ley el producto máximo de los ferrocarriles en el 17 o/o del capital reconocido, establece este límite como rendimiento bruto normal de ese capital y simultáneamente hace imposible un mayor o excesivo rendimiento.

La valorización refleja es la que, independientemente de la mayor o menor renta producida por un inmueble, resulta del esfuerzo y progreso colectivos como consecuencia de la más frecuente y mejor utilización probable del inmueble. Las empresas que han ad-



quirido inmuebles (terrenos) en virtud de leyes de excepción que le fijan de antemano el único uso que deben hacer de ellos, no pueden computar esa valorización más especulativa que matemática.

Podría citarse un tercer elemento, complementario de los anteriores: el llamado "goodwill", pero ya que lord Elden lo define: "Nothing more than the probability that the old customers will resort to the old place", resulta temerario recargar este estudio con nuevas disertaciones que demostrarían lo que es fácil comprender desde ya: que no puede computarse como "bien-capital", sobre el cual hubiera derecho a obtener el 17 o/o de rendimiento (mediante imposición de tarifas), una suma imaginaria calculada sobre algo tan aleatorio como esa "probabilidad" citada".

---

Nos queda por tratar un último punto: la fecha en que procede efectuar el reconocimiento del capital de acuerdo con lo hasta aquí expuesto, a los distintos efectos legales.

Es indudable que, en lo que a las empresas nuevas concierne, este reconocimiento en los términos del Art. 9.º in-fine de la Ley No. 5315, debe efectuarse "por el P. Ejecutivo al abrirse la línea al servicio público".

Aplicando esta disposición a las empresas existentes, en cuanto a los nuevos trozos de líneas y ramales que construyan, nos parece que al efecto estas obras deben considerarse como líneas nuevas. Es decir que durante el período de la construcción las sumas que se van invirtiendo en esas obras deben permanecer individualizadas hasta tanto estén éstas totalmente terminadas y haya sido promulgado el Decreto correspondiente librándolas al servicio público. Un procedimiento distinto haría injustamente pesar sobre la red antigua el valor de las líneas aun improductivas o de muy escaso rendimiento.

En efecto: dado el régimen establecido por la Ley No. 5315 determinando el límite para la intervención de las tarifas en la relación del 17 o/o de las entradas brutas al capital reconocido, resulta evidente que sólo debe computarse como tal capital el valor de las obras que estando en el pleno período de su explotación producen su rendimiento normal. Y es sabido que durante el período de la construcción, la explotación provisoria que suele autorizarse, por causas obvias de señalar, es de escaso rendimiento cuando no onerosa.

Resultando de esta circunstancia una carga, es indudable que esa carga no debe soportarla el público, el pasajero y cargador que

utiliza el resto de la línea, sino que debe pesar sobre cuentas de otra naturaleza, que no afecten a éstos.

En cuanto a las obras complementarias o suplementarias de las líneas, siendo así que son parte integrante de éstas, creemos procede su reconocimiento en la medida de su ejecución. Es decir, que en cada ejercicio debe incorporarse al capital invertido el costo de las obras en construcción, por cuanto desde el primer momento esta clase de obras están contribuyendo a aumentar la capacidad productiva de la línea o disminuir los gastos de su explotación.

---

