

El precio de las acciones y la suscripción de los bancos accionistas

La ley orgánica del Banco de la República establece que este deberá vender sus acciones de las clases B y C a los bancos accionistas, nacionales o extranjeros, respectivamente, cuyos capitales y reservas hayan aumentado, o a los establecimientos de la misma clase, nuevamente establecidos y que deseen hacerse accionistas del de la República; y que la venta de tales acciones se hará por el valor que tengan en los libros de aquel.

Mientras el Banco de la República no llevó suma alguna a su cuenta de reservas, el cumplimiento de esta disposición no presentó ninguna dificultad, y todos los bancos que durante ese período adquirieron acciones lo hicieron por el valor nominal de estas, o sea \$100. Mas, cuando a partir de la primera liquidación anual pasó al Fondo de Reserva una cantidad apreciable, el precio de venta de las acciones se fijó dividiendo el capital pagado y el Fondo de Reserva por el número de acciones suscritas, dado que, según la ley, todas las acciones tienen los mismos derechos a los haberes del Banco en caso de liquidación.

Esa forma, que es la que está todavía en vigor, ha venido a resultar poco justa en la práctica, si se consideran las altas cotizaciones que en el mercado de valores han alcanzado y sostienen las acciones del Banco de la República. En el informe del gerente, correspondiente a 1928, se sintetiza así la objeción que se formula a la prescripción legal aludida:

Esta disposición, que favorece de manera preferente a las nuevas entidades que se hagan accionistas, no parece equitativa ni está de acuerdo con la práctica de los mismos bancos particulares, quienes al emitir nuevas acciones las ofrecen a sus propios accionistas a un precio superior a su valor nominal, que guarde proporción con las cotizaciones del mercado, y si ese precio es a veces inferior a dichas cotizaciones, de esa diferencia pueden aprovechar los accionistas todos, lo que no ocurre en el caso del Banco de la República.

Estas consideraciones indujeron sin duda a la misión Kemmerer a modificar la disposición en las leyes orgánicas de los Bancos Centrales de Chile, del Ecuador y de Bolivia, en el sentido de que la venta, en el caso contemplado, deberá hacerse a un precio equivalente al valor que

tengan en los libros del banco de emisión, o al del promedio a que tales acciones se hayan vendido en el mercado en el año inmediatamente anterior, *eligiéndose el más alto*.

El fundamento de este reparo resulta evidente si se considera que en la época en que se llevó a cabo la última suscripción de acciones de los bancos afiliados, por razón del aumento demostrado por las liquidaciones en 30 de junio de 1928, de acuerdo con la disposición legal comentada, adquirieron ellos las nuevas acciones del Banco de la República a razón de \$110, cuando la cotización firme de ellas en el mercado de valores no bajaba de \$130. Y hay que tener en cuenta que puede ocurrir el caso de que un banco se vea obligado a desprenderse de algunas de sus acciones, como resultado de una disminución de sus reservas, y que entonces tiene derecho a convertir sus acciones de las clases B o C en acciones de la clase D y a venderlas entonces al público a una cotización muy superior, como será siempre la del mercado. Con cada compra de acciones del Banco de la República, los bancos accionistas llevan a cabo una utilidad inmediata y efectiva, de mucha consideración, representada por la diferencia entre el precio que pagan por las acciones y la cotización real de ellas, ganancia que no parece justificada y que en todo caso debería acrecentar más bien las reservas del Banco de la República, con provecho para todos, que el renglón de utilidades de los establecimientos afiliados.

La fórmula ideada por Mr. Kemmerer para evitar que suceda esto mismo en los demás institutos centrales organizados por él después del Banco de la República, parece muy acertada y digna de que se la acoja en una reforma de la ley orgánica y de los estatutos de nuestro Banco de Emisión.

Otro tópico relacionado con el aporte de los bancos accionistas al capital del Banco de la República, que ha sido ocasión de dificultades en la práctica, es el concerniente a la forma como debe computarse el valor de las acciones de los primeros para establecer la cuantía legal de dicha participación.

La disposición de la ley orgánica que regula la materia establece que los bancos que deseen tener el carácter de accionistas del de la República deben adquirir acciones por un valor equivalente al 15 por 100 de su capital pagado y sus reservas según aparezca de su situación el 30 de junio anterior a la adquisición de tales acciones, “*sin que puedan exceder ni bajar de dicho 15 por 100*”.

Si el Banco de la República, en el caso previsto, debiera vender las acciones a los establecimientos afiliados por su valor nominal, no existiría dificultad alguna al respecto; mas como esa venta se hace, según antes lo vimos, por el valor que tengan en los libros del primero, valor que va en aumento a medida que las reservas acumuladas se acrecientan, surge entonces el problema de saber a qué precio han de computarse esas acciones para cumplir estrictamente la ordenación legal de que el aporte de los bancos afiliados sea exactamente la suma que represente el 15 por 100 de su capital pagado y sus reservas.

Como en otra ocasión lo hemos hecho notar, este problema no ocurre en el sistema de los Bancos de las Reservas Federales, porque en él la cantidad acumulada como fondo de reserva no pertenece a los accionistas en caso de liquidación, según acontece entre nosotros, sino que pasa directamente al gobierno, con lo que este aspecto de la valorización automática de las acciones queda descartado; y porque cuando a un banco afiliado han de venderse acciones después del último período de dividendo se le recarga el precio de venta sobre el valor nominal de ellas, con un medio por ciento mensual, que es precisamente lo mismo que luego recibirá como dividendo, lo que hace que tampoco por este lado se altere el valor efectivo de la acción.

Una vez que el precio de venta de las acciones del Banco de la República fue superior a su valor nominal, como resultado de la acumulación de reservas, surgió la duda sobre el punto enunciado, y entonces la Superintendencia Bancaria la resolvió en el sentido de que las acciones debían computarse por su valor nominal.

No estuvimos de acuerdo con esta determinación, por una consideración muy sencilla. El día en que el Fondo de Reserva del Banco de la República llegase al 50 por 100 de su capital, como está previsto en la ley, tendrían los bancos afiliados que pagar \$150 por cada acción nueva que adquirieran para ajustar su participación a lo ordenado, al paso que esa acción no se les computaría sino por \$100. Según esto, si un banco debiera suscribir después de la liquidación del 30 de junio, \$15.000, por ejemplo, en acciones nuevas, debería adquirir, según la regla de la Superintendencia, 150 acciones, al paso que tendría que pagar por ellas realmente al Banco de la República \$22.500, lo cual haría que su suscripción al capital del Instituto Central fuera el 22,50 por 100 de su capital y reservas, en vez del 15 por 100 exacto que la ley ordena. Igual consideración se puede hacer respecto de cualquiera de las compras de acciones por los bancos afiliados llevadas a término después de que el precio de venta de ellas haya sido superior a su valor nominal: su aporte al capital del Banco de Emisión será siempre superior al 15 por 100 preciso establecido por la ley.

Esta decisión de la Superintendencia Bancaria fue ocasión de una marcada divergencia de pareceres, y entonces la Junta Directiva del Banco de la República resolvió consultar el punto con el profesor Kemmerer, quien después de reconocer que se trata de un asunto difícil de resolver y de declarar, que encierra un problema que se descuidó al preparar la ley, expone así su concepto:

La mejor manera que se me ocurre para resolver la dificultad, aunque no es una solución perfecta del problema, sería la de reformar la ley para impedir que el precio de las acciones en el mercado suba mucho sobre la par, dejando vigente la disposición que obliga a los bancos accionistas a poseer acciones (de la clase B o de la clase C, según el caso) por el 15

por 100 de sus respectivos fondos capitales, computando las acciones por su valor a la par.

Este plan podría llevarse a cabo haciendo a la ley las reformas siguientes:

- 1) Reformar el artículo 25.º, limitando la reserva libre del Banco a un 25 por 100, digamos, de su capital pagado.
- 2) Autorizar al Banco para decretar dividendos sobre sus acciones, en forma de acciones de la clase D, según se vaya necesitando para mantener el precio de las acciones en el mercado alrededor de \$125.
- 3) Autorizar a los bancos accionistas para conservar por todo el tiempo que quieran las acciones de la clase D, que reciben en pago de dividendos.

Este plan no reduciría el monto de los fondos capitales del Banco, sino que cambiaría su forma, aumentando la proporción representada por capital y disminuyendo la representada por reserva libre. Tendría la ventaja de fomentar una más amplia distribución de acciones en el público, y probablemente daría por resultado la necesidad de dar una mayor representación en la directiva a las acciones de la clase D.

La solución anterior, que el mismo profesor Kemmerer no considera perfecta, nos parece que tampoco resuelve el asunto tal como ha quedado planteado. Veamos por qué.

Ante todo, lo que ocasiona la dificultad que se trata de resolver no es la cotización más o menos alta de las acciones del Banco de la República en el mercado de valores, sino el precio de venta de ellas por el Banco mismo a los afiliados que las soliciten para cumplir el requisito legal. Como los bancos accionistas no tienen que comprar las acciones necesarias para completar el 15 por 100 en el mercado de valores, sino directamente al Banco de la República y a un precio fijado por la ley, es claro que nada se adelantaría con obtener la reducción de la cotización en las operaciones entre particulares.

La disminución de la reserva libre del Banco sí sería un paso hacia la solución del problema, pero en una forma incompleta, pues no pudiéndose eliminar totalmente el Fondo de Reserva, o suprimir el derecho de los accionistas sobre él, siempre subsistiría un margen apreciable entre el valor nominal de la acción y su precio en los libros del Banco de la República, lo que dejaría viva la dificultad, según lo antes expuesto. Y la misma ineficacia tendrían, para el caso, las medidas referentes al pago de dividendos con acciones de la clase D y a su conservación por tiempo indefinido por los bancos accionistas, a más de que esta última medida implicaría una reforma injustificada del principio

general consignado en la ley bancaria¹ de que los bancos no pueden comprar o poseer acciones de esta naturaleza, salvo en la parte que sea indispensable para adquirir y conservar el carácter de accionistas del Banco de Emisión, o sea, por el 15 por 100 de su capital y sus reservas “sin que puedan exceder ni bajar de dicho 15 por 100”².

Sin duda, por estos motivos y por los inconvenientes que el mismo Mr. Kemmerer anota para la aplicación del método indicado por él, no se adoptó la fórmula propuesta y la situación antes anotada continuó sin modificación hasta principios de 1928, cuando la gerencia del Banco de la República se dirigió a la Superintendencia Bancaria para proponerle la adopción del sistema que actualmente rige, que es, en síntesis, el de computar las acciones de los bancos afiliados *por el precio que tengan en los libros del Banco de la República*, para cubrir el monto del 15 por 100 de sus fondos capitales señalado como aporte legal de ellos al capital del Banco de Emisión. Así resulta claramente de la parte dispositiva de la resolución dictada por la Superintendencia Bancaria, según la cual “el cómputo se hará sobre el valor que resulte para las acciones, dividiendo por su número el capital y reserva legal del Banco el 30 de junio del año respectivo, después de declarado el dividendo del período anterior”.

Fácilmente se ve que el nuevo procedimiento tampoco consulta el espíritu ni la letra de la ley orgánica del Banco de la República, y que desde ese punto de vista es tan errado y arbitrario como el que regía anteriormente.

En efecto, según la regla establecida por la Superintendencia, las acciones de los bancos debían computárseles hasta el 30 de junio de 1929 a \$111,54, pero como todas las acciones adquiridas por ellos anteriormente lo han sido a un precio muy inferior, y la mayoría de tales acciones, que constituyen el aporte inicial, solo lo fueron a \$100, es claro que tales acciones se les están computando por un valor muy superior al que en realidad han invertido en ellas los bancos; y así, si el método primitivo era defectuoso porque obligaba a los afiliados a mantener invertida en acciones del Banco de la República una suma que en realidad excedía considerablemente al 15 por 100 de su capital y sus reservas, que la ley les ordena, este nuevo procedimiento peca por el extremo opuesto, pues les acepta como invertidas en el capital del Banco Central cantidades que efectivamente no han aportado.

Y si antes no se cumplía el mandato legal de mantener en dicha inversión el 15 por 100 exacto porque se obligaba a los bancos a *invertir realmente más de lo que se les computaba*, ahora tampoco se observa la disposición imperativa citada

¹ Véase artículo 86.º, numeral 8.º, Ley 45 de 1923.

² Véase artículo 85.º, numeral 10.º, Ley 45 de 1923, y artículo 4.º, numerales 12.º y 18.º, Ley 25 de 1923.

porque se les faculta para tener invertido menos de lo que se les da por aportado. Porque es preciso tener en cuenta que el espíritu y la letra de la Ley 25, al fijar el aporte de los bancos accionistas, es que ellos contribuyan pagando en efectivo la suma que corresponde al 15 por 100 de su capital y sus reservas, pero con la resolución de la Superintendencia Bancaria lo que se ha hecho en verdad es aceptar que los bancos afiliados cubran una cuota apreciable de su nuevo aporte con la utilidad que han hecho al obtener que acciones compradas a \$100 se les computen a \$111,54. Y el día en que el Fondo de Reserva legal del Banco de la República llegue al 50 por 100 del capital, como está previsto, muy bien puede ocurrir la anomalía de que los bancos afiliados en vez de adquirir nuevas acciones por razón del aumento de su capital y sus reservas, tengan que desprenderse de una parte de las que ya poseen, como consecuencia del precio a que se les computan para los efectos del aporte. Con el criterio que se ha seguido para computar las acciones todas de los bancos por el precio que tengan en los libros del Banco de la República actualmente, podría llegarse también a aceptar que se tomaran por su cotización en el mercado, que es también un valor efectivo para los bancos poseedores.

Extremando las cosas, cabría sostener asimismo que como el gobierno solo está obligado, de acuerdo con la ley, a mantener invertidos en el Banco de la República \$5.000.000, podría exigir también él que sus acciones se le computaran en la misma forma que a los bancos, con lo que tendría derecho a retirar una suma apreciable de su aporte mediante la venta a cualquiera de las otras categorías de accionistas, de la parte de sus acciones que resultara poseer en exceso.

En publicaciones anteriores³ y en el seno de la Junta Directiva sostuvimos nosotros que el único procedimiento legal es el que consiste en computar a los bancos sus acciones por el precio que realmente hayan pagado por ellas en cada caso; y en verdad, no vemos otro camino para cumplir lealmente lo dispuesto por la ley. En el aporte de cada banco deben estimarse las acciones que posea según la suma que por ellas haya pagado al Banco de la República en cada una de las épocas en que las haya comprado. Así ni se deprime ni se infla el aporte efectivo de cada establecimiento afiliado.

³ Véase El Banco de la República: nociones sobre su organización y funcionamiento, Bogotá, 1927.