

PN-ACG-353

103133

**ASPECTOS DEL PROBLEMA DE LA PROPIEDAD
EN NICARAGUA; EVALUACION Y RECOMENDACIONES**

Informe Presentado al Ministerio de Finanzas

el 13 de febrero de 1995

por el

Prof. John Strasma

con la ayuda de

Javier Molina

de la

Facultad de Economía Agrícola
y el Centro de Estudios de la Tenencia de la Tierra

Universidad de Wisconsin-Madison, EE. UU.

PN-ACG-353

103133

**ASPECTOS DEL PROBLEMA DE LA PROPIEDAD
EN NICARAGUA; EVALUACION Y RECOMENDACIONES**

por el

Profesor John Strasma

con la ayuda de

Javier Molina

13 de febrero de 1995

Departamento de Economía Agrícola
y el Centro de Estudios de la Tenencia de la Tierra,
Universidad de Wisconsin
Madison, Wisconsin, Estados Unidos de América 53706

Se invitan comentarios y sugerencias a los autores; favor de dirigirse a:
Tel. (608) 262-6974; Fax (608) 262-4376
Correo electrónico: strasma@agecon.wisc.edu

CONTENIDO

Resumen Ejecutivo	1
Recomendaciones Principales	2
1. Revisión de la Implementación del Proyecto de Fortalecimiento del Sistema de Propiedad en Nicaragua	5
1.1 Aspectos positivos	5
1.2 Persisten los conflictos por la propiedad	5
1.3 Fuentes de recursos para la indemnización	6
1.4 Errores administrativos	7
1.5 Problemas de documentación y de comunicaciones	7
1.6 Agilizando el sistema de indemnización de confiscaciones	8
1.7 Nombramiento de un Vice-Ministerio para problemas de la Propiedad	8
2. Mejoramiento de los Bonos e la Implementación del Sistema de Cupones	9
2.1 Se mejoraron las condiciones de los bonos	9
2.2 Los "bonos" y los "certificados de bonos" -- el sistema actual	9
2.3 Los certificados deprimen el precio en la Bolsa de Valores	11
2.4 Los certificados no son estandarizados	12
2.5 Los bonos nuevos, y dispositivos relacionados con los cupones	12
3. Los Cupones de Pago de Intereses	13
3.1 Aspectos mecánicos de los cupones de pago de intereses	13
3.1.1 ¿Qué debe aparecer en cada cupón?	13
3.1.2 ¿Irían los cupones por separado, o adherido a los bonos?	14
3.1.3 ¿Cuántos cupones acompañarían a cada bono?	16
3.2 Comentario: La mecánica del uso o la venta separada de los cupones	17
3.3 El uso de los cupones vencidos en el pago de cualquier impuesto	20
3.4 El depósito de los cupones en cobranza, en cualquier banco comercial	20
3.5 El uso de los bonos sin cupones, para adquirir bienes fiscales	21
A. Reemplazo del cupón o de los cupones que falten	21
B. Descuento por los cupones que falten	22

3.6	¿Qué es lo que se entiende por "el bono" para comprar bienes fiscales?	22
3.7	No se aceptarían a cupones sin bonos, para comprar bienes fiscales	23
4.	El Precio de los Bonos en la Bolsa de Valores	24
4.1	Comentarios en la prensa financiera	24
4.2	Otras explicaciones posibles:	25
4.2.1	La falta de transparencia en cuanto a los recursos para pagar a los bonos	25
4.2.2	La ausencia de los inversionistas que buscan inversiones a largo plazo	26
4.2.3	La falta de demanda efectiva del Estado como inversionista	26
5.	Las Empresas del Estado y la Garantía de los Bonos	27
5.1	Quejas: "No se ha respetado el compromiso en algunos casos"	27
5.2	Quejas: "No se ha fijado fechas firmes para privatizar a lo demás"	28
5.3	Quejas: "No se ve lo obtenido en las primeras privatizaciones"	29
5.4	Quejas: "El monto recaudado debiera de ser más. ¿Lo regalaron, o lo vendieron a crédito?"	30
5.5	Quejas: "No está muy claro la definición de 'recursos netos'"	32
5.6	Quejas: "Se podría aumentar los recursos que garanticen a los bonos."	33
5.7	Solución: Si los activos fiscales no bastan, hay que buscar otros recursos para redimir a los bonos.	35
6.	Un Sistema de Garantía de Pago de los Bonos	36
6.1	¿Como funcionan los bonos como garantía de otros bonos?	36
6.2	Un ejemplo	37
6.3	Ajustes para el caso de los bonos de pago de indemnización	38
6.4	¿Cómo puede implementarse el sistema?	38
6.5	Usos alternativos de los recursos generados por la venta de TELCOR	39
7.	El Caso Especial de los Confiscados Norteamericanos	40
7.1	Los bonos de indemnización y el impuesto sobre la renta	40
7.2	Los bonos y los impuestos sucesorios	41
7.3	Las ventajas de los bonos para los norteamericanos	41
7.4	Regalar los bonos también puede ser una fuente de ganancias	43
7.5	Los programas de canje de los bonos para el desarrollo	44
7.5.1	Las donaciones a entidades que retendrán los bonos	44
7.5.2	Algunas entidades pueden utilizar los bonos ahora mismo	45

d

8.	El Casco Central, la Titulación y la Resolución de los Conflictos	46
8.1	El Casco Central de Managua	46
8.2	El edificio del Banco de América	46
8.3	Acelerar la titulación de los beneficiarios con solvencias de la OOT	48
8.4	El problema político: resolver los conflictos de propiedad de una vez	48

LISTA DE CUADROS

1.	Certificados Emitidos y no Redimidos	15
2.	Monto de cada cupón de un bono típico, pagando juntos cada cuota de amortización y el interés de ese semestre	18
3.	Monto de cada cupón de un bono típico, si se imprimen cupones distintas para el pago de los intereses y de las cuotas de amortización	19

LISTA DE GRAFICOS

1.	Los cambios en los bonos, introducidos por la Ley 180	10
	Anexos	50

LISTA DE SIGLAS

ASDI	Agencia Sueca para el Desarrollo Internacional
CNRC	Comisión Nacional de Revisión de Confiscaciones. Depende de la Dirección Superior de la Procuraduría General de Justicia, y es presidada por el Procurador de la Propiedad.
CORNAP	Corporaciones Nacionales del Sector Público
CSJ	Corte Suprema de Justicia
DCF	Dirección de Catastro Fiscal. Depende de la Dirección General de Ingresos del Ministerio de Finanzas.
INRA	Instituto Nicaragüense de Reforma Agraria.
MAG	Ministerio de Agricultura y Ganadería
MIFIN	Ministerio de Finanzas
OCI	Oficina de Cuantificación de Indemnizaciones
OIUB	Oficina de Información sobre los Usos de los Bonos. Depende de la Dirección Superior del Ministerio de Finanzas.
OTT	Oficina de Ordenamiento Territorial. Depende de la Dirección Superior del Ministerio de Finanzas.
PDP	Procuraduría de la Propiedad. Depende de la Procuraduría General de Justicia.
PGJ	Procuraduría General de Justicia.
PNCTR	Programa Nacional de Catastro, Titulación y Registro.
UNAG	Unión Nacional de Agricultores y Ganaderos

ASPECTOS DEL PROBLEMA DE LA PROPIEDAD EN NICARAGUA: INFORME DE PROGRESO Y RECOMENDACIONES¹

Resumen Ejecutivo

Se han logrado unos pasos importantes en la resolución del problema de la propiedad en Nicaragua, especialmente en cuanto a las condiciones de los bonos de pago de indemnizaciones. Sin embargo, quedan muchos casos por resolver, y hay numerosos casos en los cuales el ex-propietario no acepta la indemnización porque sigue insistiendo en la restitución de su propiedad. Además, muchas de las personas que poseen "solvencias" de la OOT no cuentan con la seguridad del dominio pleno, ya que la "solvenca" es una acción administrativa y no puede impedir que el dueño (según el Registro) aparezca y amenace con un desalojo a través de los tribunales.

En los casos de indemnización, el proceso parece funcionar mejor que hace un año, y se supone que marchará mucho mejor aún cuando se juntan todas las organizaciones que tengan que ver con la propiedad, en un solo inmueble, coordinadas por el Vice-Ministro de la Propiedad. La Ley 180 legalizó la inscripción a favor del Estado, de las propiedades una vez indemnizadas, y esto ha permitido comenzar ya con el proceso muy importante de titular los lotes y las casas urbanas donde se ha otorgado solvenca al ocupante actual.

En parte, algunos de los ex-propietarios se siguen quejando porque la indemnización en bonos es insuficiente, o porque el precio de los certificados transados en la Bolsa de Valores no ha subido en la medida que se esperaría, con los cambios favorables realizados en la Ley 180. Por lo tanto, el Ministro de Finanzas pidió la actualización de los estudios anteriores, con atención especial en la implementación del sistema de cupones de pago de intereses y de amortización de los bonos.

Este Informe comienza con un resumen de la implementación del proyecto de Fortalecimiento del Sistema de la Propiedad. Luego evalúa la implementación del sistema de bonos con cupones, incluyendo su impacto en la operatividad y en el precio de los bonos en el mercado. Luego, el Informe analiza unas oportunidades nuevas para la utilización de los Bonos de Indemnización, que puedan elevar su precio en el mercado. Finalmente, el Informe analiza el sistema actual de privatización de los bienes y empresas del Estado, como una medida muy importante de respaldo a los Bonos de Indemnización. Se aclara especialmente la forma de implementación de un sistema de garantía de pago de los Bonos, mediante un Fideicomiso con bonos de cupón cero de los EE. UU., basado en una parte importante del producto de la venta de unas acciones del TELCOR.

¹ Informe presentado por el Profesor John Strasma, del Centro de Estudios de la Tenencia de la Tierra (Land Tenure Center) de la Universidad de Wisconsin, EE. UU., al Sr. Ministro de Finanzas, con fecha del 13 de febrero de 1995. Agradezco especialmente la ayuda del Ing. Leopoldo López, el Dr. Roger Valle, y sus respectivas colegas y ayudantes. Este proyecto está adscrito al Proyecto NEPAI. Sin embargo, todo juicio y cualquier error son de la exclusiva responsabilidad del autor, y los juicios y recomendaciones no coinciden necesariamente con las opiniones del Ministerio de Finanzas, ni del Proyecto NEPAI, ni tampoco de la U.S.A.I.D.

Las recomendaciones principales son:

Recomendación no. 1: Sustituir el sistema actual de emitir "Certificados de Bonos de Pago de Indemnización" y emitir los mismos "Bonos de Pago de Indemnización."

Recomendación no. 2: Modificar cualquier Decreto o Reglamento que obliga a la firma manual del Tesorero, e implantar la firma facsimil; elaborar los bonos en los valores especificados por la Ley, y ofrecer la facilidad de canjear en cualquier día hábil, en pocas horas, en la Tesorería, un bono por otros de un mismo monto total y el mismo mes de vencimiento.

Recomendación no. 3: Emitir los bonos a partir de ahora, con fecha del fin del mes en que se emiten. (Para evitar quejas, se podría también emitirlos con fecha del comienzo del mes de emisión -- así se favorece al indemnizado con el "regalo" de unos días de interés.)

Recomendación no. 4: Desde ahora en adelante, las resoluciones de la OCI deberían calcular el monto de indemnización en base a un día determinado en cada mes -- sea el último o el primero -- para facilitar la venta y compra de los bonos. Igualmente, se debe dejar claramente establecida la fecha de la indemnización es a la vez la fecha base para la aplicación de la corrección monetaria.

Recomendación no. 5: Se recomienda que se impriman los nuevos bonos con cupones adheridos, no separados, salvo que se quiera aumentar el volumen de cupones que se ofrecen vender en la Bolsa a corto plazo.

Recomendación no. 6: Emitir un decreto garantizando que los cupones de cualquier Bono fiscal pueden utilizarse a partir de su vencimiento, para el pago de cualquier impuesto, tal como si fueran dinero de curso legal. Además, recomendamos que se imprima esta misma garantía al dorso de cada cupón.

Recomendación no. 7: Emitir un decreto o instructivo a los bancos comerciales, autorizándoles recibir los cupones vencidos, como dinero efectivo.

Recomendación no. 8: Que los fondos de pensión y los Institutos de Bienestar con fondos de patrimonio, inviertan en los Bonos de Pago de Indemnización a través de la Bolsa de Valores, con la intención de retenerlos a su vencimiento, por su altísimo rendimiento.

Recomendación número 9: Informar frecuentemente al público, por medio de la prensa escrita, radio y televisión, de la cantidad de bonos redimidos en las privatizaciones realizadas por CORNAP, y además por los remates de aduanas y otras modalidades.

Recomendación número 10: Calcular y publicar una cifra estimada de lo que podría captarse en la venta de las 10 empresas restantes, y el calendario de las fechas en las cuales serán rematadas.

Recomendación número 11: Explicarle al público porqué es más conveniente negociar la venta con compradores, si es que no se van a rematar a las empresas al mejor postor, aceptándose los bonos en su valor nominal como forma de pago.

Recomendación número 12: Qué se facilite a los medios de comunicación y por ellos, al público, los informes internos de CORNAP, acerca de lo que se vendió con facilidades de pago, aclarando la identidad del comprador en cada caso, las garantías dadas, los plazos y las condiciones de pago (prima, cuotas, fechas, tasa de interés, y corección monetaria), y el cumplimiento a la fecha por el deudor.

Recomendación número 13: Qué en el caso de mora o incumplimiento de los pagos pactados en las ventas de empresas o activos de CORNAP, se haga efectiva la garantía, recuperando la empresa o los activos.

Recomendación número 14: Qué se licite lo mismo de inmediato al público, al mejor postor, aceptando que los tenedores de bonos pueden comprar con los bonos en su valor nominal de los bonos.

Recomendación número. 15: Recomendamos que el Gobierno publique una exposición de cómo ha sido utilizado el producto de la privatización de las empresas ya privatizadas. ¿Qué cantidad de deuda externa fué liquidada, cuáles deudas de las empresas privatizadas quedaron canceladas, y a quiénes, etc.? Y ¿Qué fué el saldo neto? En el caso de un saldo neto positivo, ¿Cómo ha sido utilizado en favor de los tenedores de bonos?

Recomendación Número 16: Que se modifique la Ley número 180, para dejar muy claro que las personas que hayan recibido inmuebles con edificaciones superiores a 100 metros cuadrados, y las personas que hayan recibido fincas de valor superior a cierto monto, deben cancelar al gobierno el valor total de la indemnización entregado al ex-propietario, pagando en dinero efectivo una prima dentro de 60 días y luego en cuotas cada mes durante los 15 años de plazo de los bonos de indemnización. En el caso de mora en ésto, el ocupante debe desocupar a la propiedad y devolverla al dueño anterior tan pronto lo ordene el tribunal competente.

Recomendación número 17: Se recomienda redacción y aprobación de una Ley que autorice la cancelación de la deuda de estas casas o fincas en bonos, en su valor nominal, siempre que se haga por el valor completo y de una vez, durante los seis meses de promulgación de la ley. (O sea, entrega al gobierno el mismo monto en bonos que recibió el ex-propietario.)

Recomendación número 18: Que la misma Ley aclare que la Asamblea Nacional no incluiría, en ningún proyecto de ley futura de suspensión de desalojos, a ninguna persona que quedara en mora en un préstamo hipotecario, alquiler, u otro compromiso vinculado con el uso o una deuda vinculada con las propiedades de más de 100 metros cuadrados edificados, o su equivalente agrícola. Para estos morosos, el acreedor podría hacer efectivo la garantía real, inscribir el título en su favor en el Registro, y obtener la Fuerza Pública para efectuar el desalojo si fuera necesario.

Recomendación número 19: Que se dedique el producto del impuesto sobre el café, en el monto en que excede el promedio de los últimos cinco años, a la compra de bonos de pago en la Bolsa, retirándolos. Y que se informe semestralmente a la Asamblea Nacional del monto de dinero recaudado, y la cantidad y el valor nominal de bonos que se habían retirado de esta forma.

Recomendación número 20: Qué se dediquen US \$140 millones, procedentes de la privatización de TELCOR, al sistema de garantía mediante un Fideicomiso con un banco en los EE. UU. Una vez terminado el proceso de emisión de bonos de pago de indemnización, a fines de 1995 o principios de 1996, si queda un sobrante se puede pedir al Banco de Fideicomiso, devolver el excedente para el pago de los intereses que vencen en 1996 y 1997.

Recomendación número 21: Qué no se desvien los recursos de la venta de acciones de TELCOR a otros programas que proponen recuperar posteriormente el dinero para el pago de los Bonos de Indemnización, si no es a través de un programa existente, que haya recuperado efectivamente el dinero y los intereses correspondientes, sin morosidad, sin refinanciamientos, con corrección monetaria y con costos administrativos razonables.

Recomendación número 22: Aprovechando los adelantos en la construcción anti-sísmica, rematar también los lotes vacíos en el Casco Central de Managua, lo que creará inversiones y creación de empleos, en favor de toda la sociedad. Se debe orientar mediante un gran proyecto urbanístico, ganador en un concurso mundial de proyectos.

Recomendación número 23: Resolver la situación del edificio del Banco de América de una vez, mediante un remate público. Los interesados deben presentar ofertas por el inmueble completo, y/o por pisos determinados. Si la suma de las mejores ofertas por pisos es mayor que la mejor oferta para el inmueble, se vende por pisos, y en caso contrario se vende como una unidad.

Recomendación número 24: Accelerar la titulación individual de los lotes y las casas urbanas, saneadas por solvencias de la OTT. Así los beneficiarios pueden edificar, o venderlos libremente a otros que lo harán. De este modo, barrios de casas modestas pero bien ubicadas, se volverán centros de inversión y creación de empleos.

Recomendación número 25: Insistir en los esfuerzos políticos para resolver en forma transparente y justa, los conflictos pendientes en cuanto a la propiedad. Esto puede incluir una Ley para formalizar de una vez, los traspasos a personas humildes, que obtuvieron solvencias del OOT, aun cuando el ex-propietario no acepte la indemnización.

1. Revisión de la Implementación del Proyecto de Fortalecimiento del Sistema de la Propiedad en Nicaragua

1.1 Aspectos positivos:

A partir de la Ley 180, aprobada por la Asamblea Nacional el 12 de julio de 1994, se han dado unos pasos firmes para fortalecer el sistema de la propiedad en Nicaragua. Dicha Ley mejoró en forma notable las condiciones de los Bonos de Pago de Indemnización. Además, mediante el artículo 12 de la Ley 180, se estableció que el finiquito firmado por el indemnizado es suficiente para inscribir el traspaso jurídico de la propiedad en el Registro, a favor del Estado, haciendo factible para éste, el traspaso definitivo del derecho de propiedad al ocupante actual.²

Se han hecho otros esfuerzos para consolidar el sistema de propiedad. Se creó un Vice-Ministerio de Finanzas expresamente para enfocar y agilizar todos los pasos administrativos en el proceso de indemnización y definición de los derechos de propiedad. Con apoyo externo y del presupuesto nacional, se están juntando las oficinas vinculadas a la propiedad en un solo sitio, para atender mucho mejor a los interesados.

1.2 Persisten los conflictos por la propiedad:

Sin embargo, persisten los conflictos, el incertidumbre, y el impacto negativo de estos problemas en la economía. Un estudio reciente estima que el 40% de los hogares en Nicaragua están metido en un conflicto de propiedad, o temen llegar a un conflicto.³

² Antes, el Registro exigió para inscribir a nombre del Estado, una escritura firmado por el ex-propietario, como si fuera una venta normal en el mercado. En los casos de indemnización pagado antes de mediados de 1994, solamente se exigió al confiscado, la firma de un finiquito. El Registro no aceptó este documento, pero ya el ex-propietario no tuvo incentivo alguno para molestarse en volver a firmar una escritura formal. Por lo tanto, el Estado no pudo inscribir a su nombre las propiedades compensadas, y por lo tanto, no pudo entregar título inscrito en el Registro, al ocupante, aunque éste calificó y había recibido la solvencia de la OTT. La Ley 180 solucionó parte del problema, declarando que el Finiquito es suficiente para inscribir el traspaso jurídico en el Registro a favor del Estado. Sin embargo, cuando el confiscado no acepta la indemnización, tampoco hay solución, porque no hay Finiquito. El propietario inscrito en el Registro puede pedir a los tribunales un desalojo, aunque el ocupante tiene una solvencia extendida por la OTT.

³ Stanfield, J. David. Un Análisis de la Situación Actual de la Tenencia de la Tierra en Nicaragua. Managua y Madison: Terra Institute y el Centro de Estudios de Tenencia de la Tierra (Land Tenure Center) de la Universidad de Wisconsin, 1994, p. 5.

Nicaragua cuenta con algunas condiciones favorables para el desarrollo, pero no puede lograrlo sin resolver los conflictos entre los propietarios legítimos y otras personas que por distintas vías, llegaron a ocupar sus casas y fincas.

Hicimos averiguaciones de los motivos que impiden la resolución definitiva de muchos de los casos pendientes, y encontramos motivos muy claros. En unos casos, los propietarios no aceptan la decisión política concertada en 1991, de mantener y consolidar los traspasos a los humildes, indemnizando al ex-propietario. En otros casos, los ex-propietarios estiman que los ocupantes no son humildes y no califican; exigen el desalojamiento y la restitución de su propiedad.

En otros casos, los ex-propietarios quieren una indemnización mayor. Como norma general, el sistema de indemnización contempla el valor del bien confiscado en la fecha de la confiscación, ajustado por el tipo de cambio del dólar de EE. UU. entre esa fecha y la fecha de la indemnización. Para bienes raíces, en lo posible, se basa la indemnización en el valor catastral en la fecha de la confiscación, más la corrección monetaria. Pero no se aumenta el valor en el caso de un nuevo camino, o el crecimiento urbano, que habría elevado el valor en el mercado actual por sobre el valor del bien en el momento de la confiscación. Sin embargo, en la mayoría de nuestras entrevistas con personas a indemnizarse, su preocupación principal fué por el valor y liquidez de los bonos, más que con el monto de la indemnización misma.

Cuando el propietario no presenta una solicitud de emisión de bonos a la OCI, la Oficina de Cuantificación de Indemnizaciones (OCI) no le puede resolver el caso, aunque la Comisión Nacional de Revisión de Confiscaciones (CNRC) haya dado una Resolución de Indemnización. Sin embargo, cuando el propietario recurre a los tribunales, aunque obtenga una orden de desalojo, es muy difícil para él lograr que la policía ejecute la orden judicial.

1.3 Fuentes de Recursos para la Indemnización:

La Ley 180 ordena que el Presupuesto General de la República incluya las partidas necesarias para la ejecución de la Ley. Estableció que el pago de los intereses provendría del ingreso neto en efectivo de la privatización, de la venta de activos del Estado, o de su reinversión, de la reducción de gastos corrientes, o de varios de estos. Se opone a que se aprueben nuevos impuestos, y a que se afecten las inversiones públicas o "programas sociales que beneficien a la mayoría de los nicaragüenses." De ser aplicado rigurosamente, este artículo implica que la única fuente de recursos para cancelar el valor principal de los bonos, sería la reducción de las inversiones públicas y de los programas sociales que benefician a una minoría de los nicaragüenses, más la venta de activos y empresas del Estado.

Curiosamente, no se indica monto alguno como recurso disponible para pagar indemnizaciones, que pagarían los ocupantes de casas, sitios y fincas. Hay un consenso político que los genuinamente humildes no tienen que pagar, pero a los ocupantes que no califican como humildes, se les permite pagar lo ocupado "a su conveniencia" y con condiciones sumamente blandas. Y ni ésto es mencionado en la Ley 180 como fuente de recursos con los cuales pagar las indemnizaciones a los ex-propietarios.

1.4 Errores Administrativos:

Un primer paso en el proceso de indemnización es que, asesorado por la Oficina de Ordenamiento Territorial (OTT), la CNRC resuelva en cada caso si puede devolverse la propiedad. En caso que estime que el ocupante no califica como beneficiario, y si no hay otro impedimento para devolver la propiedad,⁴ se resuelve que no procede la indemnización, y se manda al propietario a los tribunales, para pedir el desalojo judicial del ocupante. En algunos casos, la OCI misma encuentra defectos en la Resolución hecha por la CNRC, en parte porque la CNRC no cuenta con recursos adecuados para investigar los hechos en el sitio y quizás por otras causas.

En estos casos, la OCI emite una Resolución de Suma Cero, en efecto negando la compensación. Por ejemplo, hay casos en los cuales el reclamante no tiene derecho a compensación (por ejemplo, en el caso de los ex-propietarios que recibieron indemnización del Gobierno anterior, o a quienes un banco les remató el inmueble por no haber cancelado una deuda hipotecaria). Sin embargo, por algún error la CNRC le aprobó una indemnización. En este caso, la OCI correctamente resuelve que el monto de indemnización que procede, es de cero.

El ex-propietario sigue reclamando, porque no le cuesta nada, y habiendo ganado indebidamente en un foro, quizás le saldría algo más. En tal caso, el problema quedaría sin resolución hasta que un Tribunal se pronuncie de una vez -- pero la demora no es por culpa del Gobierno de Nicaragua. En esos casos aislados, el problema es que el ex-propietario quiere cobrar dos veces la misma propiedad, y no quiere aceptar que ya no es su propiedad en absoluto, porque lo vendió al gobierno anterior o lo cedió al acreedor.

1.5 Problemas de documentación y de comunicaciones:

Casos como éstos hay, y algunos involucran montos grandes de dinero pero realmente no parecen legítimos. Sin embargo, muchos casos más están estancados por falta de un documento, tal como un certificado de desgravamen de un préstamo bancario, o una constancia que debe emitir el Instituto Nicaragüense de Reforma Agraria (INRA). El problema en estos casos es de logística, o de comunicaciones. El interesado quiere su indemnización, pero quiere que otro busque cualquier documento que falte; los funcionarios estimen que es el reclamante que mejor puede ubicar el documento, que es suyo.

Algunas oficinas quieren facilitar el proceso. Si falta un certificado del INRA, la OCI manda un oficio al INRA pidiéndolo. Sin embargo, la OCI no tiene como obligarle al INRA,

⁴ En algunos casos, no es factible la devolución porque se ha construido una clínica o escuela en el sitio. En otros casos, la Comisión encuentra factible la devolución -- por ejemplo, si el gobierno mismo ocupa el sitio pero no ha construido nada aún, o si una casa ha sido ocupado por un alto funcionario del mismo gobierno. Sin embargo, la Comisión es una entidad administrativa, sin fuerza para obligar al ocupante devolver la propiedad a su dueño.

entregar rápidamente el documento, porque son entidades distintas e independientes. OCI sugiere que el interesado vaya al INRA para insistir, y el interesado quizás vive en otra parte, o ni siquiera sabe que el problema está en el INRA, y que lo necesario para mover su caso, es que se produzca dicho documento.

1.6 Agilizando el Sistema de Indemnización de Confiscaciones:

En nuestros Informes anteriores,⁵ recomendamos la creación de un sistema sencilla que permita informar rápidamente al interesado y a cualquier otra persona vinculada al proceso, del estatus actual de cada reclamo. Solamente de esta manera, podría detectarse los obstáculos que atrasen el trámite, y aclarar si es el interesado mismo que debe tomar el próximo paso. Se le podrá informar cuál documento falta, y dónde lo tiene que entregar. Y si la demora se localiza por el lado del sistema de resolución, se sabrá en cuál unidad esté detenido, y por cuánto tiempo.⁶

Otro elemento comprendido en dicho proyecto es la reubicación física en un solo edificio de casi todas las oficinas del sector público que se relacionan con la propiedad real.

1.7 El Nombramiento del Vice-Ministro para la Propiedad:

Esta recomendación ha sido acogida y está incluido en el proyecto de Fortalecimiento del Sistema de la Propiedad. El nombramiento del Ing. Leopoldo López como Vice-Ministro de Finanzas para centralizar los esfuerzos del gobierno para resolver los conflictos que pueden resolverse mediante una mejor administración de los programas del gobierno relacionados con la propiedad, es un paso muy positivo. A su vez, y con aportes significativos de entes donantes, se está avanzando en la reubicación en un solo edificio, moderno, de casi todas las oficinas del sector público que tienen que ver con la propiedad. Con todos los datos y casi todas las instancias bajo un techo, se espera economizar mucho tiempo, y resolver los conflictos mucho más rápidamente, si las partes desean resolverlos.

⁵ Strasma, John. "El Sistema de Evaluación y Compensación de la Propiedad Confiscada en Nicaragua entre 1979 y 1990: Evaluación y Opciones para Agilizarlo." Informe al Ministerio de Finanzas, mayo de 1994.

Strasma, John y Javier Molina, "Acelerando la Resolución de los Conflictos de la Propiedad en Nicaragua, 1994: Un Análisis del Sistema Vigente, con Recomendaciones." Informe al Ministerio de Finanzas, junio de 1994.

⁶ Véase, además, Sanchez Mora, Roberto, "Apoyo a la Solución al Problema de la Propiedad," relevamiento de datos y análisis de procedimientos, flujos, tiempo requerido para ejecución de tareas, y cuellos de botellas de las instituciones del Sistema de la Propiedad. Estudio encomendado por el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, Managua: Proyecto PNUD/NIC/94/016, 1994.

2. Impresión de Bonos y la Implementación del Sistema de Cupones

2.1 Se mejoraron las condiciones de los Bonos:

La Ley 180 mejoró notablemente las condiciones de los Bonos de Pago de Indemnización (BPI). Elevó la tasa de interés, autorizó por Ley la emisión de los Bonos, y dispuso por primera vez el pago de intereses por cada semestre vencido, luego de capitalizar el interés devengado durante los primeros 24 meses. El primer cupón vence en el mes 30 de la emisión de cada bono.

Tal como ocurre en otros países, esta ley autorizó el uso de bonos con cupones correspondientes a cada pago programado. Los cupones pueden separarse físicamente de los bonos si el tenedor así desea, e incluso, pueden venderse en la Bolsa por separado del Bono con el cual fueron emitidos.

Los cambios principales que resultaron de la aprobación de la Ley 180 aparecen en el gráfico que sigue. Se paga una tasa mayor de interés, se paga el valor principal del bono en cuotas a partir del año 11, y se paga el interés en dinero, en vez de capitalizándolo a pagarse al final, hace que es mucho más fácil creer que los gobiernos futuros efectivamente van a cancelar lo que les corresponde. Los pagos comienzan durante el mandato del gobierno actual. Una vez comenzado es mucho más difícil para un gobierno futuro dejar de cumplir, al igual que hace con otros valores fiscales de plazos mucho más cortos.

2.2 Los "Bonos" y los "Certificados de Bonos" -- el Sistema Actual

Aún antes de entrar en los pormenores de los cupones, es importante analizar los bonos mismos. En los decretos y en la ley se hace referencia a unos bonos, e incluso se manda que el valor máximo de los mismos debe ser de 10.000 Córdobas. Sin embargo, como bien lo saben los indemnizados, tales bonos no han existido físicamente. Lo que se le ha entregado al indemnizado ha sido uno o más "Certificados de Bonos de Pago de Indemnización." (Véase un ejemplo, en el Anexo.)

Cada "Certificado" dice textualmente, que este representa determinada cantidad de Bonos, de tal valor cada uno. Pero el Certificado no es el bono. Casi siempre tiene un valor nominal mucho más alto que el límite legal de 10.000 Córdobas. En la Bolsa de Valores, esto crea problemas, ya que el tenedor del bono debe ofrecer el Certificado tal como es, y el comprador suele querer otro valor nominal.

Gráfico no. 1: Los Cambios Hechos por la Ley 180

	Ley 180	Antes
Plaza de vencimiento	15 años	20 años
Tasa de interés	3,0 % durante 2 años 4,5 % durante 5 años 5,0 % durante 8 años	3 % 3 % 3 %
Pago de valor principal	20,0 % a los 11 años 20,0 % a los 12 años 20,0 % a los 13 años 20,0 % a los 14 años 20,0 % a los 15 años	Todo en 20 años
Pago de intereses	Capitalizado durante 2 años; Luego, pagado cada 6 meses	Capitalizado durante 20 años
Corrección monetaria	Según el dólar	Según el dólar
Exoneración fiscal	Bonos e intereses exentos	No exentos
Respaldo de los bonos	Activos del Estado	Activos del Estado
Uso en valor nominal (durante plazo limitado; luego, al 50 % durante otro plazo limitado)	--Compras de bienes estatales --Pago de ciertos impuestos en mora --Garantías de fianzas en contratos con el Estado --Pago de viejas deudas con INSSBI, INE, TELCOR, INAA, INATEC, D.G. de Ingresos, etc.	Lo mismo no no no

En teoría, hay bonos de 10.000, 5.000, 1.000 y 500 Córdobas. Y si uno insiste, la Tesorería le elaborará y le emitirá más de un certificado, fraccionando el monto de indemnización en cantidades más convenientes. Pero en muchos casos, al indemnizado no se le ha ocurrido pedir esto. Y para el personal de la Tesorería, es más trabajo, emitir certificados "pequeños" en vez de uno grande, ya que por cada certificado alguien debe llenar a máquina los detalles (véase el ejemplo) y a cada uno, hay que colocarle la firma en facsimile del señor Ministro de Finanzas. Posteriormente, el Tesorero de la República debe firmar, manualmente, cada certificado.⁷

2.3 Los Certificados Deprimen el Precio en la Bolsa de Valores:

Ahora, el personal de la Tesorería quiere atender bien al indemnizado. Si el tenedor de un certificado va a la Tesorería y entrega un certificado de monto alto, se lo cambian por otros certificados de menor valor nominal cada uno. Pero esto puede tardar una o dos semanas, y siempre requiere de la firma manual del Tesorero por cada certificado. Por esto, en la Bolsa los agentes deben buscar a veces durante horas o días, para encontrar uno o más certificados que coinciden con el monto del pedido de un comprador potencial.⁸

La experiencia cotidiana en la Bolsa demuestra claramente el impacto del uso de los certificados en vez de los bonos estandarizados; el precio de venta de los pequeños es casi siempre mayor que el precio de venta de los grandes. Con las ventajas creadas por la Ley no. 180, hay muchos compradores potenciales que desean una cantidad muy ajustada al tamaño de su deuda morosa, o de su cuenta atrasada de pago de la luz o de teléfonos o de impuestos. A ellos, no les sirve un Certificado de Bonos de Pago de Indemnización de un monto mayor, porque las oficinas receptoras de pagos de las deudas atrasadas, no pueden darles otros Certificados de menor valor como cambio. (Y desde luego, no les van a dar dinero efectivo por la diferencia. Los deudores han recibido una ventaja muy grande, porque al deudor se le ha aceptado en su valor nominal un documento que pudo adquirir en la Bolsa por una fracción de dicho valor.)

⁷ Un indemnizado nos dijo haber pedido que se le entregaran "certificados" de un monto máximo de 10.000 Córdobas cada uno, o sea, el mismo valor de un "bono" en la ley. Como el indemnizado tenía derecho a una indemnización elevada, la Tesorería tendría que emitir casi mil certificados, cada uno con la firma manuscrita del Tesorero, y los pormenores escritos por máquina. Al fin, según el interesado, el personal aceptó emitirle unos 300 certificados individuales. El caso ilustra la conveniencia de estandarizar los bonos, tal como se hace con sellos postales o los billetes.

⁸ Como experimento para verificar las cotizaciones publicadas, el autor pidió a un agente de la Bolsa, comprar bonos hasta por un monto determinado, al menor precio posible. El agente pudo cumplir el día siguiente, en el 18% del valor nominal. La mayor parte encontró en manos de otro cliente del mismo Puesto de la Bolsa (empresa socia de la Bolsa), pero declaró que le costó horas y muchas llamadas telefónicas, encontrar otro agente que tuviera cliente con ganas de vender un Certificado pequeño para completar el pedido. Curiosamente, se basó la liquidación en el valor nominal al día de la transacción, más la corrección monetaria, pero no se incluyó el interés acumulado, del 3% anual desde la emisión. El vendedor perdió los intereses.

2.4 Los Certificados no son Estandarizados.

Otro problema de los certificados actuales es que cada uno tiene una fecha diferente. Se han emitido los certificados con la fecha exacta de la emisión en cada caso individual. En la Bolsa de Valores, les es muy difícil hablar de un precio de "un bono" porque en realidad hay muchos certificados, aun del mismo monto, con fechas de emisión diferentes. En las transacciones, los agentes normalmente se preocupan de calcular la corrección monetaria según la fecha exacta del certificado, pero no siempre calculan el interés acumulado exacto desde la emisión hasta la fecha de la transacción. Y en las transacciones informales (fuera de la Bolsa de Valores), los agentes de la Bolsa alegan que los compradores no le dan al vendedor ni la corrección monetaria, ni el interés acumulado.

Los ajustes se facilitarían si los certificados fueran estandarizados, como por ejemplo para vencer al final del mes en que fueron emitidos. Como los primeros fueron emitidos en febrero de 1993, en enero de 1995 no habría más de 24 meses diferentes de emisión, y la Bolsa podría elaborar cuadros impresos con el valor en Córdobas que corresponde a un bono emitido en un mes determinado. La precisión en cuanto al interés devengado sería menos, pero la facilidad de transarlo en la Bolsa sería mucho más, porque cualquier bono o certificado emitido en marzo de 1994 tendría el mismo porcentaje del valor facial que cualquier otro emitido en el mismo mes.

Recomendación no. 1: Suprimir el sistema actual de emitir "Certificados de Bonos de Pago de Indemnización" y emitir los mismos "Bonos de Pago de Indemnización."

Recomendación no. 2: Modificar cualquier Decreto o Reglamento que obliga a la firma manual del Tesorero, y sustituir la firma facsímil; elaborar los bonos en los valores especificados por la Ley, y ofrecer la facilidad de canjear en cualquier día hábil, en pocas horas, en la Tesorería, un bono por otros de un mismo monto total y el mismo mes de vencimiento.

Recomendación no. 3: Emitir los bonos, a partir de ahora, con fecha del fin del mes en que se emiten. (Para evitar quejas, se podría también emitirlos con fecha del comienzo del mes de emisión -- así favoreciendo al indemnizado con el "regalo" de unos días de interés.)

Recomendación no. 4: Desde ahora en adelante, las resoluciones de la OCI deberían calcular el monto de indemnización en base a un día determinado en cada mes -- sea el último o el primero -- y de esta manera facilitar la venta y compra de los bonos.

2.5 Los Bonos Nuevos y Dispositivos Vinculados con los Cupones de Pago de Intereses.

Los primeros certificados de bonos que todavía circulan en manos de particulares fueron emitidos en febrero de 1993. Al 3 de noviembre de 1993, quedaban 33 de ellos en circulación, por un monto nominal de 2.011.500 Córdobas. Según la Ley 180, los intereses durante 24 meses, al 3% compuesto anualmente, serán capitalizados en febrero de 1995, y luego se pagarán los intereses a la tasa del 4,5% anual, cada seis meses vencidos. O sea, el primer pago debe hacerse en agosto de 1995.

El Cuadro 1 indica el número de certificados emitidos y todavía no utilizados en pago de deudas, impuestos o activos fiscales, y el valor nominal de ellos, en cada mes hasta octubre de 1994.⁹ El Cuadro 1 indica el monto máximo posible de desembolso en cada mes, para los bonos ya emitidos y no redimidos hasta fines de octubre de 1994. De hecho, se siguen redimiendo certificados y bonos, y por lo tanto el compromiso presupuestario es algo menor que lo indicado. (No debe olvidarse la corrección monetaria, monto que debe sumarse a los montos indicados en el cuadro.)

Se sugiere un canje de todos los certificados actuales, sustituyéndolos por bonos de fecha del final de mes, con cupones para el pago de interés a partir del mes 30, como dice la Ley 180. Obviamente, el canje debe ocurrir antes de agosto de 1995, cuando procede cancelar el interés a los primeros bonos emitidos. Pero para mejorar la aceptación de los bonos por los tenedores, sería conveniente hacerlo antes. Parece perfectamente factible mandar a imprimir los bonos y cupones, y tener todo discutido y listo para mayo o junio de 1995.

3. Los Cupones de Pago de Intereses

3.1 Aspectos mecánicos de los Cupones de Pago de Intereses.

Primero, veamos cómo son los cupones, cuánto será su valor nominal, y como funcionará la cobranza de los cupones vencidos.

3.1.1 ¿Qué debe aparecer en cada cupón?

Las leyes y decretos vigentes dispondrán algunas normas al respecto. Lo normal, en otros países que emiten bonos con cupones de pago de intereses adheridos, es lo siguiente:

- + Número de secuencia del cupón (desde 1 a 26 inclusive, en este caso)
- + Fecha de vencimiento del cupón
- + Monto en Córdoba que se pagará en esa fecha (no incluye corrección monetaria)
- + Tipo de cambio base para la corrección monetaria
- + Declaraciones: por ejemplo, que el monto será cancelado a su simple presentación a la Tesorería de la República, en o después de su vencimiento, y que puede utilizarse para

⁹ El número de certificados emitidos no es necesariamente igual al número de personas indemnizadas. En algunos casos el indemnizado pidió que se le emitieran más de un certificado, para facilitar su venta posterior. Y desde luego, una sola propiedad confiscada puede, en algunos casos, llevar a la indemnización de más de un propietario. Igualmente, un reclamo puede incluir más de una propiedad confiscada, y se dan casos en que una misma persona haya presentado más de un reclamo, con distintas propiedades en cada uno.

el pago de cualquier impuesto, en o después de su vencimiento. (Estas declaraciones pueden imprimirse en el dorso.)

3.1.2 ¿Irían los cupones por separado, o adheridos a los bonos?

Si estos bonos fueran registrados al nombre del tenedor, con nombre y dirección, y si en el caso de traspaso fuera exigido que se inscriban a nombre del nuevo tenedor, entonces los intereses y las amortizaciones podrían pagarse mediante cheque fiscal. Sin embargo, en este caso se ha optado decretar que los bonos pueden negociarse mediante el endoso simple, sin obligación alguna de informarle al Gobierno del traspaso. En efecto, según los agentes de puestos de la Bolsa, nadie se molesta en colocar el nombre del comprador de un bono. Pasan a ser valores al portador, una vez endosado por el primer tenedor (el confiscado). Por lo tanto, el Tesorero de la República no sabe a quién entregar los cheques de pago de los intereses y las cuotas de amortización.

Lo normal en los valores a largo plazo al portador, es que los cupones de intereses vayan adheridos a los bonos. El interesado recorta un cupón cuando vence, para cobrarlo. Lo cobra en la Tesorería de la República si quiere, pero lo normal es que lo deposite en la cuenta corriente en su banco, y el banco se ocupa de cobrarlo al Gobierno. Se acompañan como anexo, copias fotostáticas de unos bonos típicos de esta clase, utilizados en el Brasil.

Esto es lo tradicional, en otras palabras, para los valores de inversión confiables, de distintos países. Los inversionistas extranjeros están muy acostumbrados a ese sistema. Normalmente, no venden los cupones anticipadamente, aunque lo podrían hacer.

En el caso de Nicaragua, si los cupones se entregaran juntos con los bonos, pero por separado, el tenedor ni siquiera tendrían que recortar el bono para poder vender los cupones. En efecto, se da una "señal" que invita al tenedor, a liquidarlos en cualquier momento.

Conviene deliberar cuál es lo más conveniente para el país: la oferta máxima inmediata, o la oferta paulatina, a medida que un tenedor realmente tenga necesidad de liquidez.

Si se entregan bonos y cupones por separado, es probable que un mayor número de los cupones llegarían luego a la Bolsa. Esto les gustaría a los agentes de los puestos de la Bolsa, porque implica mayor volumen de negocios. Pero es posible que al comienzo, la oferta inunde la demanda, deprimiendo los precios de los cupones transados más que lo justificado por la tasa normal de descuento en la Bolsa.

Por tradición, y para alentar a que por lo menos algunos tenedores de bonos los retengan como inversiones financieras, recomendamos que se impriman los bonos de la Ley 180 como valores con cupones adheridos, tales como en las muestras proporcionadas. Sin embargo, no es indispensable. También en los Anexos de este Informe, se coloca una fotocopia de un posible cupón separado, que se podría mandar a imprimir.

**CUADRO NO. 1
CERTIFICADOS EMITIDOS Y NO REDIMIDOS**

Mes de Emisión	Número de Certificados	Valor Nominal	Mes de Pago	Monto a Pagarse ¹⁰
Febrero de 1993	33	2.011.500	Agosto '95	7.954
Marzo de 1993	29	11.172.000	Setiembre '95	44.022
Abril de 1993	85	27.185.000	Octubre '95	106.816
Mayo de 1993	708	80.548.000	Noviembre '95	314.863
Junio de 1993	1.711	84.255.000	Diciembre '95	328.409
Total a pagarse en 1995: ¹¹				802.064
Julio de 1993	447	19.452.500	Enero de 1996	75.528
Agosto de 1993	41	1.553.500	Febrero de 1996	13.966
Setiembre de 1993	334	5.586.500	Marzo de 1996	65.517
Octubre de 1993	2.028	83.636.500	Abril de 1996	427.499
Noviembre de 1993	1.413	38.567.000	Mayo de 1996	461.714
Diciembre de 1993	1.299	63.299.000	Junio de 1996	567.756
Enero de 1994	589	33.266.500	Julio de 1996	199.993
Febrero de 1994	678	17.684.500	Agosto de 1996	79.722
Marzo de 1994	1.483	81.519.000	Setiembre 1996	365.738
Abril de 1994	768	33.918.500	Octubre 1996	550.816
Mayo de 1994	1.165	60.372.500	Noviembre '96	678.820
Junio de 1994	889	27.546.000	Diciembre '96	666.062
Total a pagarse en 1996 ¹²				4.153.131
Julio de 1994	1.274	33.750.500	Enero de 1997	319.436
Agosto de 1994	1.317	85.547.100	Febrero de '97	379.419
Setiembre de 1994	1.095	41.123.500	Marzo de 1997	508.589
Octubre de 1994	1.583	83.416.000	Abril de 1997	837.221

¹⁰ Fuente: Tesorería General de la República. Monto de interés al 4.5% anual, por un semestre, sobre el monto de valor nominal emitido y no redimido. El monto efectivo a pagarse debe elevarse por la corrección monetaria desde el mes de la emisión hasta el mes de vencimiento del cupón. Por ejemplo, si el tipo de cambio en la fecha de la emisión fuera de C\$5/US\$1.00, y en la fecha de vencimiento fuera de C\$7,50, entonces el monto a pagarse será lo indicado arriba para ese mes, más el 50%.

¹¹ Total de intereses a pagarse en el mes o año señalado. El monto exacto debe rebajarse por los intereses de los bonos redimidos después de octubre de 1994, y luego debe elevarse según la corrección monetaria entre el mes de emisión y el mes de pago.

¹² Ver nota anterior.

Desde el punto de vista del control macroeconómico, los cupones de vencimiento más cercano tienden a elevar la cantidad del cuasi-dinero circulando, lo que puede estimarse conveniente o inconveniente según las circunstancias. Creemos que los cupones separados circularían con mayor facilidad y en mayor cantidad que los cupones adheridos a los bonos, aunque venderlos no requiere más esfuerzo que separarlos con tijeras.

Recomendación no. 5: Se recomienda que se impriman los nuevos bonos con cupones adheridos, no separados, salvo que se quiera aumentar el volumen de cupones que se ofrecen en venta en la Bolsa a corto plazo.

3.1.3 ¿Cuántos cupones acompañarían a cada bono?

Con el calendario de pagos aprobado por la Ley 180, cada bono llevaría 26 o 31 cupones. Hay cinco fechas en las cuales se pagan juntos los intereses del semestre y una cuota de amortización (del 20% del valor original más los intereses capitalizados de los primeros dos años). Si se combinan los dos montos en un solo cupón para esas fechas, suman 26 cupones.

Se puede elegir cualquiera de las dos formas. Por motivos técnicos, para estos Bonos de Pago de Indemnización, recomendamos combinar los pagos en una misma fecha, ya que el costo de imprimir los bonos es menos con 26 cupones, que con 31.¹³ Sin embargo, si el Ministerio así lo desea, puede solicitar ofertas para ambas formas. En el Anexo, se incluye ejemplos de bonos con cupones adheridos, y además, una muestra de un cupón separados desde el comienzo.

El Cuadro 2 ilustra el monto de cada cupón, para un bono típico, en el caso de combinar los montos a pagarse cuando vencen las cuotas de amortización. Y el Cuadro 3 ilustra los montos correspondientes, utilizando 31 cupones a fin de pagar por separado, los intereses y las cuotas de amortización.

¹³ Según un ejecutivo del American Bank Note Company, Mr. Richard John, con un pliego de más de 26 cupones adheridos a cada bono, el costo es sustancialmente mayor que el costo con 26 o menos, ya que se requiere de otra tecnología más costosa para el pliego mayor.

3.2 Comentario: La Mecánica del Uso o la Venta Separada de los Cupones

Hay dos motivos importantes para emitir bonos con cupones adheridos, que representan cada cuota de pago de intereses y/o de amortización de principal.

1) De esta manera se hace mucho más claro y transparente la seriedad del Bono, con un documento impreso que precisa cada monto a pagarse, y la fecha exacta en la cual será pagada. Esta formalidad subraya el compromiso del gobierno actual y los del futuro, a redimir los bonos y así motiva a los inversionistas, nacionales y extranjeros, a comprar los bonos como inversión financiera de mediano y largo plazo.

2) Le permite al tenedor del Bono, vender o entregar a otro, solamente unos cupones y no el Bono entero, si tiene una necesidad financiera que no requiere la venta del Bono completo. Por ejemplo, un tenedor de 48 Bonos de 10.000 Córdobas cada uno, puede vender un bono si solamente necesita unos pocos miles. Ya que parte del Bono no será pagado antes de 10 años o más, recibirá una fracción de su valor nominal. Pero tiene unos cupones que vencen en el año 1995 o 1996. Por ellos, recibirá en la Bolsa de Valores, un monto mucho más cercano al valor nominal, porque falta poco para su pago.

Al comienzo del sistema nuevo de bonos con cupones, un cupón que vence en un año o menos, se venderá probablemente por el 80 o el 85% de su valor nominal, según la tasa de interés en el mercado de valores, y por la desconfianza del tenedor si realmente se le va a pagar el cupón sin demora ni problema. Pero una vez que se ve que el cupón es pagado en su vencimiento sin ningún problema, este reflejará solamente el descuento típico de una inversión a corto plazo en la Bolsa.

Una vez vencido el cupón, el tenedor podrá venderlo en 98 o 99% de su valor nominal, porque ya es equivalente a dinero líquido. El comprador no tiene que hacer nada más que ir a la Tesorería para cobrarlo, o alternativamente, depositarlo directamente en su cuenta corriente en cualquier banco en Nicaragua. (Véase recomendación en 3.4, abajo.)

CUADRO 2

Un bono típico, de 10.000 Córdobas, emitido en agosto de 1993:
 Monto de interés capitalizado, a los dos años: C\$ 609,00
 (al 3,0 %, compuesto anualmente)
 Valor del bono al mes 24 (31/08/95): C\$ 10.609
 (mas corrección monetaria)

Cupón No:	Fecha de pago	Monto de Capital	Tasa de Interés	Monto a pagarse: #
1	29 de febrero de 1996	C\$ 10.609	4,5 %	C\$ 238,70
2	31 de agosto de 1996	10.609	4,5 %	238,70
3	28 de febrero de 1997	10.609	4,5 %	238,70
4	31 de agosto de 1997	10.609	4,5 %	238,70
5	28 de febrero de 1998	10.609	4,5 %	238,70
6	31 de agosto de 1998	10.609	4,5 %	238,70
7	28 de febrero de 1999	10.609	4,5 %	238,70
8	31 de agosto de 1999	10.609	4,5 %	238,70
9	28 de febrero de 2000	10.609	4,5 %	238,70
10	31 de agosto de 2000	10.609	4,5 %	238,70
11	28 de febrero de 2001	10.609	5,0 %	265,23
12	31 de agosto de 2001	10.609	5,0 %	265,23
13	28 de febrero de 2002	10.609	5,0 %	265,23
14	31 de agosto de 2002	10.609	5,0 %	265,23
15	28 de febrero de 2003	10.609	5,0 %	265,23
16	31 de agosto de 2003	10.609	5,0 %	265,23
17	29 de febrero de 2004	10.609	5,0 %	265,23
18	31 de agosto de 2004	10.609	5,0 % + A1*	2.387,03
19	28 de febrero de 2005	8.487	5,0 %	212,18
20	31 de agosto de 2005	8.487	5,0 % + A2*	2.333,99
21	28 de febrero de 2006	6.365	5,0 %	159,13
22	31 de agosto de 2006	6.365	5,0 % + A3*	2.289,93
23	28 de febrero de 2007	4.244	5,0 %	105,35
24	31 de agosto de 2007	4.244	5,0 % + A4*	2.227,15
25	29 de febrero de 2008	2.121	5,0 %	54,37
26	31 de agosto de 2008	2.121	5,0 % + A5*	2.176,17

* Incluye interés más una amortización de C\$ 2.121,80.

Más corrección monetaria hasta la fecha del vencimiento.

CUADRO 3

Un bono típico, de 10.000 Córdobas, emitido en agosto de 1993:
 (pagando por separado a los intereses y la amortización)
 Monto de interés capitalizado, a los dos años: C\$ 609,00
 (al 3,0 %, compuesto anualmente)
 Valor del bono al mes 24 (31/08/95): C\$ 10.609,00
 (mas corrección monetaria)

Cupón No:	Fecha de pago	Capital	Tasa de Interés	Monto a Pagar: #
1	29 de febrero de 1996	C\$ 10.609	4,5 %	C\$ 238,70
2	31 de agosto de 1996	10.609	4,5 %	238,70
3	28 de febrero de 1997	10.609	4,5 %	238,70
4	31 de agosto de 1997	10.609	4,5 %	238,70
5	28 de febrero de 1998	10.609	4,5 %	238,70
6	31 de agosto de 1998	10.609	4,5 %	238,70
7	28 de febrero de 1999	10.609	4,5 %	238,70
8	31 de agosto de 1999	10.609	4,5 %	238,70
9	28 de febrero de 2000	10.609	4,5 %	238,70
10	31 de agosto de 2000	10.609	4,5 %	238,70
11	28 de febrero de 2001	10.609	5,0 %	265,23
12	31 de agosto de 2001	10.609	5,0 %	265,23
13	28 de febrero de 2002	10.609	5,0 %	265,23
14	31 de agosto de 2002	10.609	5,0 %	265,23
15	28 de febrero de 2003	10.609	5,0 %	265,23
16	31 de agosto de 2003	10.609	5,0 %	265,23
17	29 de febrero de 2004	10.609	5,0 %	265,23
18	31 de agosto de 2004	10.609	5,0 %	265,23
A-1	31 de agosto de 2004; 1a cuota de amortización:		20,0 %	2.121,80
19	28 de febrero de 2005	8.487	5,0 %	212,18
20	31 de agosto de 2005	8.487	5,0 %	212,18
A-2	31 de agosto de 2005; 2a cuota de amortización:		20,0 %	2.121,80
21	28 de febrero de 2006	6.365	5,0 %	159,13
22	31 de agosto de 2006	6.365	5,0 %	159,13
A-3	31 de agosto de 2006; 3a cuota de amortización:		20,0 %	2.121,80
23	28 de febrero de 2007	4.244	5,0 %	105,35
24	31 de agosto de 2007	4.244	5,0 %	105,35
A-4	31 de agosto de 2007; 4a cuota de amortización:		20,0 %	2.121,80
25	29 de febrero de 2008	2.121	5,0 %	54,37
26	31 de agosto de 2008	2.121	5,0 %	54,37
A-5	31 de agosto de 2008; 5a cuota de amortización:		20,0 %	2.121,80

Más corrección monetaria hasta la fecha del vencimiento.

3.3 El Uso de los Cupones Vencidos en el Pago de Cualquier Impuesto

En otros países, los cupones vencidos de intereses podrán utilizarse en el pago de cualquier impuesto devengado. Esta garantía le asegura al tenedor de un cupón que nunca tendrá que preocuparse de si el Tesorero de la República tiene dinero con el cual pagarle el monto de intereses vencidos. Sencillamente utiliza el cupón como parte de pago de cualquier impuesto, y el Estado da por cancelado el impuesto. En el Ministerio de Finanzas, se nos informaron que también pueden utilizarse en Nicaragua de esta manera. Sin embargo, algunos tenedores de Bonos han expresado dudas, ya que el gobierno no lo ha manifestado mediante un Decreto o un artículo en una Ley.

Recomendación no. 6: Emitir un decreto garantizando que los cupones de cualquier Bono fiscal pueden utilizarse a partir de su vencimiento, para el pago de cualquier impuesto, tal como si fueran dinero de curso legal. Además, recomendamos que se imprima esta misma garantía al dorso de cada cupón.

3.4 El Depósito de los Cupones en Cobranza, en los Bancos Comerciales

El gobierno ya tiene un sistema de cobro de impuestos, que hace uso de los bancos comerciales. Recomendamos que se le autoricen a los bancos, recibir los cupones vencidos en la misma forma. El banco abona como depósito del tenedor, en su cuenta corriente o de ahorro, y descuenta el valor nominal del cupón del saldo de la cuenta del mismo gobierno en el mismo banco comercial, donde se depositan los ingresos por concepto de impuestos.

Recomendación no. 7: Emitir un decreto o instructivo a los bancos comerciales, autorizándoles recibir los cupones vencidos, como dinero efectivo. Los bancos descontarán el valor nominal de los cupones del saldo del mismo Gobierno, en la cuenta de cobranza de impuestos. Remitarán los cupones recibidos, al Ministerio para efectos de la reconciliación de cuentas, tal como informan al Ministerio en cuanto al monto de impuestos cobrados.

3.5 El Uso de Bonos sin Cupones, para Adquirir Bienes Fiscales

Hubo una confusión inicial acerca de la separación de los cupones, debido a la novedad del sistema en Nicaragua. Por ejemplo, unos se preguntaron como puede utilizarse un Bono para adquirir activos del Estado, si los cupones hubieran sido separados y vendidos en la Bolsa. La solución no es difícil. Hay dos alternativas, y se deja al interesado elegir la que quiere. O compra cupones de

monto y vencimiento igual, en la Bolsa, o se le hace un cálculo del valor actualizado del bono sin los cupones, y se le acepta el Bono en este monto reducido.

Si se opta comprar los cupones que falten, los agentes de los puestos de venta en la Bolsa tendrán mucho gusto en buscar precisamente los cupones que falten. Debido al hecho de que los cupones (y los bonos mismos) tienen distintas fechas de emisión, y que los cupones de vencimiento más temprano valen más que los cupones de vencimiento lejano, habría que precisar que el interesado debe presentar los cupones con fecha original de emisión igual o antes de la fecha de emisión del bono mismo, para que fuesen aceptados como parte de pago.

Para aclarar más, se presentan las dos alternativas, para que el interesado elija:

A. Reemplazo del cupón o de los cupones que falten:

Supóngase que un tenedor de un bono de Córdoba 10.000, emitido en agosto de 1993 haya separado y vendido el primer y el segundo cupón (mes 30 y mes 36 desde la emisión). Si el valor del bono es de Córdoba 10.000, el valor con interés del 3% capitalizado al mes 24 es Córdoba 10.609 al 31 de agosto de 1995. Luego, al 4.5% anual, el interés devengado al mes 30 y al mes 36 será Córdoba 238,70 en cada cupón, y su vencimiento será a fines de febrero y de agosto de 1996.

Ahora, supóngase que el tenedor compra algo en un remate de la Aduana, justamente en el segundo aniversario de la emisión del bono, o sea, en agosto de 1995. Le faltan los dos primeros cupones, porque los separó y vendió para resolver un pequeño problema de flujo de dinero. (Probablemente consiguió alrededor del 85% del valor nominal, ya que falta poco para su vencimiento y pago y el comprador podrá utilizarlos en el pago de cualquier impuesto.)

Si el tenedor entrega en parte de pago el bono, faltando solamente estos dos cupones, la primera alternativa es pedirle a cualquier puesto de la Bolsa, comprarle dos cupones para reponer los que le falten. Tiene que comprar un cupón que vence el 28 de febrero de 1996 y otro que vence el 31 de agosto de 1996, y que haya sido desprendido de un bono de C\$ 10.000. Como esto es el valor más frecuente, no será difícil en absoluto encontrarlo. Puede costarle más o menos que el 85% de su valor nominal -- según la oferta y la demanda en el momento en que los busque en la Bolsa. ¿Pero los podrá encontrar?

Ahora, si no se encuentra cupones con vencimiento en febrero y en agosto de 1996, se puede aceptar como reemplazos, cupones con vencimientos más tempranos -- digamos, en diciembre de 1995 y en junio de 1996. No hay

problema; valen más que los cupones que hay que reemplazar, porque maduran antes. Así es que al Gobierno, le conviene aceptarlos en parte de pago por bienes fiscales. Lo que no se acepten son cupones de vencimientos más lejos, que los cupones que faltasen.

B. Descuento por los cupones que falten:

El interesado quiere comprar activos fiscales con bonos, y le faltan los mismos dos cupones. En vez de comprar sustitutos, acepta que se le descuentan los cupones que faltan. Entonces, si la operación se hace en agosto de 1995 (mes 24 de la emisión):

Valor nominal del cupón = C\$ 238,70, antes de la corrección monetaria.
(10.000 + el 3% capitalizado durante dos años, por 4.5%/año, por 0.5 año)

Por la ausencia del cupón no. 1, que vence el 29 de febrero de 1996, se le descuenta el interés del 4.5%, durante medio año (porque se hace la operación en agosto de 1995): se le rebaja al valor nominal del bono, la suma de Córdobas 233,45.

$$(C\$ 238,70 / (1.00 + .0225) = C\$ 233,45)$$

Por la ausencia del cupón no. 2, que vence el 31 de agosto de 1996, se le descuenta el 4.5% durante un año, o sea, se le rebaja al valor nominal del bono, la suma de C\$ 228.42.

$$(C\$ 238,70 / (1.00 + .045) = C\$ 228,42)$$

Monto nominal del bono:	C\$ 10.609,00
menos valor actual de los cupones que falten (1 y 2)	<u>461,87</u>
Monto del bono válido para comprar activos fiscales:	C\$ 10.147,13
(Este monto será aumentado, por la corrección monetaria)	

3.6 ¿Qué es lo que se Entiende como el "Bono", para Comprar Bienes Fiscales?

Se entiende que el "Bono" quiere decir el cuerpo principal del Título Valor, o sea, la parte que enuncia que es un Valor y las condiciones de su emisión. Ya que ahora se propone que la amortización del valor se pague en cinco cuotas, habrán cinco cupones de amortización del valor principal. (Véase especialmente la muestra brasileña.) Sin embargo, el "Bono" quiere decir el

cuerpo entero del documento, con uno o más cupones de amortización adheridos. Puede o no tener adheridos todavía, los cupones de pago de interés.

3.7 No se Aceptarían Cupones sin Bonos, para Comprar Activos Fiscales.

Algunos pueden preguntarse, si el valor del Bono sin cupones se ajusta mediante el descuento del valor actualizado de los cupones que falten, ¿Porqué no aceptar los cupones separados en pago de bienes fiscales?

Esto no procede, primero porque la Ley dice que se aceptan los Bonos en su valor nominal para estos efectos. No dice que se aceptan los Cupones, ni de intereses ni de amortización del valor principal.

Segundo, si se aceptaran los cupones, como sustituto de dinero efectivo para adquirir activos fiscales, se procedería a calcular su valor en la Bolsa, y no su valor nominal, ni tampoco su valor actualizado, descontándolos por la tasa de interés que paga el cupón. Si se procediera a aceptar los cupones en su valor nominal, o el valor descontado al 5% por año, se podría realizar una ganancia muy fuerte comprando en la Bolsa, cupones con vencimiento en el año 2010. Cuando se paga con bonos, se está entregando un Valor con distintos vencimientos de intereses y cuotas, algunos relativamente cercanos, otros lejanos. Pero si se aceptase cupones en su valor nominal, solamente aparecerían los más lejanos.

Obviamente, se puede realizar una ganancia considerable al entregar un Bono, pero se está entregando el valor que contempló la Asamblea Nacional, y hay que respetar esa decisión. No hay que pedirle además, que amplíe esta facultad; ya existen Bonos suficientes para satisfacer la demanda para este propósito.

4. LOS PRECIOS DE LOS BONOS EN LA BOLSA DE VALORES

En el debate público alrededor de la Ley 180, los pronósticos anticiparon una alza en el precio de los certificados de Bonos de Pago de Indemnización en la Bolsa de Valores. Según un comisionista de la Bolsa de Valores, algunas personas compraron bonos con la idea de duplicar su inversión en pocas semanas, vendiéndolos tan pronto se promulgara la Ley. El error fue suponer la existencia de otras personas en el mercado, motivado por algo muy diferente del enfoque cortoplacista de los especuladores. Sin embargo, no está claro si existe, en la Bolsa de Valores de Nicaragua, muchas inversionistas con el deseo de comprar un bono a largo plazo, para retenerlo durante años, como inversión financiera motivada por la tasa de interés, aumentada por la Ley 180, más otras facilidades contempladas en la Ley 180.

La Ley 180 fue aprobada el 12 de julio de 1994. El precio más alto logrado por la venta de un Certificado BPI fue de 26,67% del valor nominal, en unas transacciones en agosto de 1994.¹⁴ Luego, los precios bajaron nuevamente, y a mediados de noviembre de 1994, promedian alrededor del 17% del valor nominal.

4.1 Comentarios en la Prensa Financiera:

En Cable Centroamericano¹⁵ se comentó que la aprobación de la Ley de Revalorización de Bonos de Pago por Indemnización (Ley 180) debería haber hecho saltar el precio de los bonos a unos 52 centavos por Córdoba de valor facial. Atribuyó esta proyección al Ministro de Finanzas, sin precisar la fecha, ni las bases de tal proyección, las que pueden haber sido muy distinto de las condiciones de la Ley aprobada.

El seminario informó que la mayoría de los analistas financieros anticiparon que se situaría en unos 47 centavos. Según el comentarista, cotizaciones alrededor del 27% en la Bolsa indicarían que los inversionistas exigen un rendimiento real del orden de 18%, lo que indicaría una percepción de riesgo del no pago.

¹⁴ La transacción fue para 5 certificados, desde C\$ 503,26 hasta C\$ 625.731,39, sumando unos 1,3 millones de Córdobas, y se transaron precisamente en el 26,67% del valor facial. Se volvieron a transar certificados en este precio el 25, 27 y 30 de agosto. Sin embargo, la mayoría de las transacciones durante el mes de agosto se realizaron en el 26%.

¹⁵ Septiembre 19 al 25, 1994, páginas 1 y 2.

Según el comentarista, los especuladores vendieron en el 27%, felices de haber ganado en pocos días el 58%, al revender bonos que habían comprado entre el 16 y el 18%. Por esto, es que el precio no siguió en aumento. Además, citó incertidumbre sobre la privatización del TELCOR, fuente principal a la vista de recursos para la redención de los bonos.

Terminó el comentarista de Cable Centroamericano estimando que de todas maneras, aún sin TELCOR, el precio llegaría a los 32 centavos a mediados de 1995, 36 a mediados de 1996, y 40 a mediados de 1997, con lo cual comprar los bonos ahora rendiría al menos el 18% anual, en dólares.

En Mercado Financiero¹⁶, Raúl Lacayo opinó que faltaba mayor información al público sobre las cantidades de bonos a emitirse y cantidades a redimirse, y que el Gobierno debiera de intervenir, comprando en el mercado a través del INSSBI, INISER y fondos de pensión. Además, comentó que falta simplificar el mecanismo de pago de intereses y la presentación del bono en general. Destacó que si el Gobierno acepta el compromiso a fondo por mantener el valor de los bonos, habrá interés de parte de inversionistas extranjeros en comprarlos, aprovechando la diferencia entre el valor presente del bono y su precio de mercado.

4.2 Otras Explicaciones Posibles:

Aparte de los motivos señalados arriba, hay por lo menos tres explicaciones adicionales que merecen reflexión. Estas son la falta de precisión en cuanto a las garantías de pago, la incertidumbre acerca de la cantidad eventual de bonos a emitirse, y la falta de inversionistas con intenciones de retener los bonos durante el largo plazo, como inversión financiera.

4.2.1 La Falta de Transparencia en Cuanto a los Recursos para Pagar a los Bonos.

Según la Ley 180, los recursos para pagar el interés que devengan los bonos, vendrá de la venta de activos y empresas del Estado, pero de todas maneras el Presupuesto General de la Nación debe contemplar las partidas necesarias para completar el pago del interés. Efectivamente, el presupuesto presentado por el Ministerio de Finanzas a la Asamblea Legislativa incluye el monto necesario para cubrir oportunamente los intereses que deben cancelarse en el año calendario de 1995.

¹⁶ 20 de noviembre de 1994, página 17.

No está tan nítido, como se financiará la cancelación de las cuotas de pago del valor principal en los años 11, 12, 13, 14 y 15 de cada bono. La Ley 180 plantea que debe cancelarse mediante la venta de los activos del estado, o mediante la rebaja del gasto y la inversión fiscal que favorezca solamente a una minoría de los nicaragüenses.¹⁷

4.2.2 La Falta de Inversionistas que Busquen Inversiones a Largo Plazo

Todos, o casi todos, de los tenedores de bonos parecen tener ganas de deshacerse de ellos lo antes posible. Aunque la tasa nominal se multiplica por seis (cuando se vende al 18%), y por lo tanto el interés es de 18% al año al comienzo, para subir al 27% a los dos años de emitido, y luego al 30% anual en cinco años más, son muy pocos que los compran en la Bolsa como inversión financiera muy rentable.

Hay extranjeros que hacen números y sí se interesan, siempre y cuando el Gobierno de Nicaragua resuelve algunas formas de falta de transparencia y de garantías. Pasamos en sección 4 a revisar estos problemas, y en sección 5 sugerimos unas soluciones factibles.

4.2.3 La Falta de Demanda Efectiva de parte del Estado como Inversionista

Unos comentaristas han sugerido una intervención de parte del Estado, a través del INSSBI, INISER, y fondos de pensión, para elevar el precio de los bonos en la Bolsa, o por lo menos, para evitar cualquiera caída brusca. No está mala la idea, pero hay algo más en ella que vale la pena investigar. Se supone que estos fondos están invertidos ya en algo; cabe preguntar si el rendimiento actual alcanza el nivel que tendría en el caso de comprar Bonos de Pago de Indemnización en menos del 20%, para retenerlos hasta su vencimiento. Aunque la tasa de interés solamente llega al 5% por año, cuando se compra un bono en menos del 20% de su valor nominal, el interés real pasa a superar el 25%, con corrección monetaria. Es muy difícil imaginar que los fondos de pensión lleguen a tal nivel de rendimiento real.

¹⁷ La Ley no aclara a **cuál** minoría se puede afectar. Solamente lo dice implícitamente; dice que para el pago de los intereses semestrales, el texto dice "no se aprobarán nuevos impuestos o incrementos de los existentes...ni se afectarán los planes de inversión pública ni los programas sociales que benefician a la mayoría de los nicaragüenses." (Arto. 10.)

Recomendación número 8: Que los fondos de pensión y los Institutos de Bienestar con fondos de patrimonio, invierten en los Bonos de Pago de Indemnización a través de la Bolsa de Valores, con la intención de retenerlos a su vencimiento, por su altísimo rendimiento. No se trata de una maniobra de intervención, sino de una excelente inversión financiera en favor de sus afiliados y beneficiarios.

5. Las Empresas del Estado y la Garantía de los Bonos:

La Ley 180 deja claro que la garantía principal del pago del valor nominal de los bonos, en su vencimiento, reside en la venta o privatización de activos y empresas del Estado. Sin embargo, los confiscados manifiestan no confiar mucho en esta garantía. Sus quejas son estas:

5.1 Quejas: "No se ha respetado el compromiso en algunos casos."

Los tenedores de bonos, al igual que el Gobierno, vienen sosteniendo que las empresas designadas en el Decreto 56-92, artículo 5, respaldan los bonos. Dichas empresas son:

- 1) Los servicios a privatizar en TELCOR.
- 2) La participación a privatizar en las plantas térmicas del INE.
- 3) El complejo turístico Montelimar.
- 4) La Empresa Agroindustrial del Valle de Sébaco.
- 5) La Compañía Nacional Productora de Cemento, S.A.
- 6) Los edificios de la Zona Franca.
- 7) La Cartonera Nicaragüense, S.A.
- 8) El 75% de la participación del Estado en el Ingenio Victoria de Julio y el Ingenio Julio Buitrago Urroz.
- 9) El 50% de la participación del Estado en el Ingenio Benjamín Zeledón.

Recientemente, según los confiscados, una de estas empresas, la Cementera, fue vendida a intereses mejicanos a cambio de una partida de la deuda externa de Nicaragua. No se discute si la transacción ha sido ventajosa para Nicaragua -- pero los tenedores de bonos dicen que ahora hay menos recursos para ellos. Además, dicen, si no se respeta el compromiso de dedicar el producto de vender la Cementera a comprar los bonos de indemnización, "¿Quién puede garantizar que mañana no desaparezcan otras empresas del listado?"

Sin embargo, para los ingenios de azúcar, la CORNAP parece haber cumplido muy bien con su mandato. El 75% de las acciones del Ingenio Julio

Buitrago Urroz fue vendido a unos empresarios y el 25% fue vendido a los trabajadores.¹⁸ El ingenio "Victoria de Julio" fué privatizado en favor de un grupo inversionista integrado por empresarios nacionales y extranjeros; a los trabajadores se les dió en arriendo con opción de compra 12,171 manzanas y equipos de riego.¹⁹ En el Ingenio "Benjamín Zeledón" la CORNAP informa que los activos industriales, el sistema de riego y la infraestructura en general fueron privatizados a favor de empresarios, y que los trabajadores adquirieron tierras y el equipo agrícola.²⁰

Igualmente, según CORNAP, el Complejo Turístico Montelimar fue adquirido en un 100% por un grupo de inversionistas extranjeros.²¹

5.2. Quejas: "No se han fijado fechas firmes para la privatización de lo demás"

Según el Decreto 56-92, "las empresas, bienes o participaciones descritos arriba serán ofertadas dentro del proceso de privatización en un período no mayor de cuatro años." O sea, el proceso terminaría a más tardar en 1996.

Los tenedores sostienen que ya pasaron muchos meses de la emisión del Decreto, y que aún no se han fijado fechas definidas para subastar las demás empresas. Dicen temer que los empleados de la CORNAP estarían "piñateando" cuánto activo tengan las empresas, y que "Solamente los van a vender cuando ya no quede nada más que deudas y chatarra."

Queremos dejar muy claro que en nuestras entrevistas con los empleados de CORNAP, responsables de la privatización, no hemos encontrado indicios de tal problema. Al contrario, los "Avances" del Proceso de Privatización de CORNAP dejan muy claro que quedan pocas empresas por privatizar.

Uno de los pocos ejemplos restantes es una empresa en el Valle de Sebaco. CORNAP informa que "ya se realizaron los estudios para su venta,"²² Lamentablemente, según los confiscados, no se ha anunciado la fecha ni la forma

18 CORNAP, "Avance del Proceso de Privatización", 31 de octubre de 1993, p. 27.

19 Fuente citada.

20 Fuente citada.

21 Fuente citada, página 34.

22 Fuente citada, página 41.

en que se proyecta realizar la venta. Quizás entre ellos habría alguien interesado en comprarlo, al punto de ofrecer un precio mayor que la persona o personas con los cuales CORNAP ha hablado hasta ahora.

El Presidente de la Junta General de CORNAP nos ha comunicado oficialmente que de las 351 empresas que tenía CORNAP en enero de 1991, al llegar a fines de diciembre de 1994 solamente quedaron 10 empresas por privatizar. CORNAP ha recibido asistencia técnica del PNUD, AID y BID, para acelerar este proceso. Al parecer, lo que falta es una publicidad adecuada de parte de CORNAP, explicando mejor lo que ha logrado.

5.3 Quejas: "No se ve lo obtenido en las primeras privatizaciones."

Según el artículo 6 de la Ley 180, los Bonos de Pago podrán ser redimidos mediante licitación con recursos provenientes de excedentes neto en efectivo de la privatización o con fondos de Cooperación Externa obtenidos especialmente para este propósito.

No se anticipa ninguna donación externa con el propósito de redimir bonos de pago de indemnización. Básicamente, las instituciones internacionales y otros gobiernos normalmente estiman que los asuntos de tierras y casas rurales y urbanas son algo interno a cada país, que no requiere de divisas.

Al no poderse esperar donativos externos, los tenedores de bonos preguntan por el uso de los recursos provenientes de las primeras privatizaciones. Según ellos, hasta la fecha, no ha aparecido o no se sabe qué se ha utilizado para redimir bonos a través de la Bolsa de Valores o de otra manera. La transparencia y la información amplia obviamente procede, ya que las empresas y activos han sido del sector público.

La Presidencia de CORNAP también nos comunicó que hasta diciembre de 1994, se había recibido C\$ 215 millones en bonos, los que fueron retornados al Ministerio de Finanzas. Es un monto muy respetable, que ha quitado del mercado dicha cantidad de bonos y así ha sostenido el precio de los bonos en el mercado.

Si los tenedores de bonos dicen "no haber visto" el producto de las privatizaciones, quizás indica que no se ha publicado el dato, o que no lo hayan querido ver. De todas maneras, la solución es fácil: publicar cada mes el monto recaudado a la fecha, en dinero y en bonos, en el proceso de privatización.

Hay otro aspecto importante de la labor de CORNAP. Devolvió a los dueños legítimos una cantidad importante de empresas, activos y acciones, en 472

Actos, de un valor estimado en C\$ 130.563.995, el 14.0% del valor de todas las desincorporaciones hasta el 31 de octubre de 1994.²³ Quiere decir, que si no se hubiera devuelto esos activos a sus legítimos dueños, la cantidad de bonos de indemnización emitido habría subido en una cifra superior a ese monto. Por lo tanto, devolver una empresa a su dueño equivale a la redención de igual cantidad de bonos, que ni siquiera tuvieran que emitirse.

Recomendación número 9: Informar frecuentemente al público, por medio de la prensa escrita, radio y televisión, de la cantidad de bonos redimidos en las privatizaciones realizadas por CORNAP. Además, para mayor orientación de los tenedores de bonos, proyectar más o menos la cifra estimada de lo que podría captarse en la venta de las 10 empresas restantes.

Recomendación número 10: Calcular y publicar una cifra estimada de lo que podría captarse en la venta de las 10 empresas restantes, y el calendario de las fechas en las cuales serán rematadas.

Recomendación número 11: Explicar al público porqué es más conveniente negociar la venta con compradores, si es que no se van a rematar a las empresas al mejor postor, aceptándose los bonos en su valor nominal como forma de pago.

5.4 Queja: "El monto recaudado debiera de ser más; ¿lo regalaron? ¿Lo vendieron a crédito?"

Unos tenedores de bonos, al no disponer de informaciones sobre las privatizaciones, o al no darse cuenta de los bonos redimidos en el proceso, alegan que se han vendido empresas a crédito, a personas favorecidas. Muchas ventas fueron hechas a crédito; unos C\$ 454.3 millones, en un total de C\$ 804.2 millones de activos y empresas vendidas.²⁴ Gran parte del saldo fué cobrado mediante la asunción de pasivos, C\$ 233.2 millones de las empresas vendidas, y C\$ 109.6 millones en pasivos de las empresas devueltas a sus legítimos dueños.

23 Fuente citada, página 52. En muchos casos, el valor de lo devuelto fué mayor, y la cifra indicada es principalmente el valor del pasivo que el dueño asumió, junto con recibir de regreso su empresa. Los casos en que el dueño pagó en dinero o aceptando deuda para con CORNAP, fué por concepto de mejoras hechas por el Gobierno durante el lapso en que la empresa fué del sector público.

24 Fuente citada, página 55.

Tratándose de bienes públicos, exigen claridad: "¿A quién fueron vendidas, a qué plazo, con qué tipo de interés, con qué corrección monetaria, y con cuáles garantías?" Desconfiados, preguntan, "¿Se han cumplido con las cuotas de pago?" Y si hay mora, preguntan "¿Qué medidas están tomándose para hacer efectiva las garantías y recuperar a la empresa o a los activos vendidos?" Y luego proponen que toda empresa recuperada por incumplimiento de un comprador, sea licitada públicamente para que los tenedores de bonos puedan comprarla directamente en subasta con los bonos.

CORNAP no subestimó el aspecto de cobranzas de lo vendido a crédito. Creó una Unidad Finiquitadora, para formalizar los aspectos vinculados al finiquito de las transacciones, y la verificación de cumplimiento de contratos, incluyendo la cobranza.²⁵ Por lo tanto, lo único que faltaría para tranquilizar a los tenedores de bonos, es dar a la prensa, los informes internos de su labor, específicamente en cuanto a los términos de los créditos, el cumplimiento de los mismos, y los pasos dados para cobrar ejecutivamente a los morosos, de haberlos.

Los "Avances" de CORNAP, en cambio, dejan muy en claro que en muchos casos se vendieron las empresas y sus activos a más de una persona. A veces, se privatizaron en favor de un empresario, y en otros casos, en favor de un grupo de ellos. En muchos casos, se privatizó el 25% de los activos en favor de los trabajadores. Para cada comprador, había acuerdos distintos de pago.

Especialmente para lo enajenado en favor de los trabajadores, hay que reconocer que puede ser muy difícil embargar y vender su parte de la empresa. Sin embargo, tratándose de la venta de bienes públicos, no habría razón para no informarle al público del cumplimiento de pago por todos, empresarios y trabajadores. Y si éstos no pueden cumplir, la publicidad puede ayudar a canalizar hacia ellos, asistencia técnica u otra para superar los problemas.

Recomendación número 12: Que se facilite a los medios comunicativos y por ella, al público los informes internos de CORNAP, acerca de lo que se vendió con facilidades de pago, aclarando la identidad del comprador en cada caso, las garantías dadas, los plazos y las condiciones de pago (prima, cuotas, fechas, tasa de interés, y corrección monetaria), y el cumplimiento a la fecha por el deudor. Tratándose de la venta de activos y empresas del sector público, no debe haber ningún problema para facilitar esta información a cualquier persona.

25 Fuente citada, página 7.

Recomendación número 13: Que en el caso de mora o incumplimiento de los pagos pactados en las ventas de empresas o activos de CORNAP, se haga efectiva la garantía, recuperando a la empresa o a los activos. En el caso de mora de parte de los trabajadores que han adquirido acciones o activos, se debe investigar e informarle al público, los motivos que impiden la cancelación puntual de lo pactado, y medidas concretas para rectificarlos.

Recomendación número 14: Que se licite las empresas morosas de inmediato al público, al mejor postor, aceptando que los tenedores de bonos puedan comprar con los bonos en su valor nominal.

En el caso en que CORNAP cree que puede obtener mejor precio mediante una venta negociada, que explique al público los motivos para esta creencia, con los detalles suficientes para dejar muy claro que no hay nada escandaloso en esta decisión.

5.5 Quejas: "No está clara la definición de 'recursos netos'."

Algunos tenedores de bonos se preocupan de la definición legal (en la Ley 180), en cuanto dice que se utilizarán en redención de bonos, los recursos provenientes de "excedentes netos en efectivo de la privatización". Sin embargo, según los indemnizados, esta frase está muy ambiguo. Dicen no saber que ha ocurrido con las privatizaciones ya concretadas. Por ejemplo, dicen, si se privatiza una empresa a cambio de pagarés en vez de dinero efectivo, ¿Quiere decir esto que nunca se aplicará ninguna parte de este venta a la redención de bonos de pago? (Desde luego, no se presenta esta duda cuando se vende a cambio de bonos.)

Ahora bien, el Decreto compromete solamente el "excedente neto" de la privatización. Dicen los tenedores, que no sería justo que el gobierno espere privatizar todas las empresas, para ver si entre las deudas que algunas tienen, queda siquiera algunos Córdoba "netos" que pueden utilizarse para comprar bonos en la Bolsa y así reducir la cantidad que quedan para redimir en 15 años.

Naturalmente, los confiscados proponen que se privaticen las empresas mediante la subasta en bonos -- de esta forma, se aumenta la demanda de los bonos en la Bolsa, y se quita la oferta futura de bonos mediante el retiro de los que se utilicen en subastar a las empresas. Ciertamente, muchas de estas empresas tendrían deudas, pero algunas de las deudas podrían cancelarse precisamente con los bonos de la subasta, en los términos de la Ley 180, siempre que se realice la subasta luego, mientras duren las facilidades otorgadas en la Ley 180 a los morosos.

Lo cierto es que el Decreto es ambiguo. Para los inversionistas la ambigüedad no es aceptable en ningún país, salvo que se les paguen rendimientos enormes para compensarles el riesgo asumido al realizar una inversión en condiciones ambiguas. Cuando un Gobierno quiere que los bonos y valores que emiten sean respetados, no conviene la ambigüedad. Lo que se requiere es una transparencia completa en cuanto a las "Reglas del juego", lo que incluye la cantidad, la calidad, y la disponibilidad (con fechas) de los recursos que garanticen al pago de los bonos en su vencimiento.

Recomendación no. 15: Recomendamos que el Gobierno publique una exposición de cómo ha sido utilizado el producto de la privatización de las empresas ya privatizadas. ¿Qué cantidad de deuda externa fue liquidada, cuáles deudas de las empresas privatizadas quedaron canceladas, y a quiénes, etc.? Y ¿Qué fue el saldo neto? En el caso de un saldo neto positivo, ¿Cómo ha sido utilizado en favor de los tenedores de bonos? O si se ha vendido una empresa con facilidades de pago, ¿Cómo y cuándo se recibirán las cuotas adeudadas? Y en este caso, ¿Cómo y cuándo se aplicarán esos fondos en favor de los tenedores de bonos?

Esta labor de información parece ser parte del trabajo normal de la Oficina de Publicidad del Sistema de Pago de Indemnizaciones, y recomendamos que esa Oficina se encargue de analizar y publicar esta información a la brevedad posible, por cada empresa privatizada.

El resultado de estas 15 recomendaciones, creemos, sería un calendario firme de privatizaciones, un informe claro del uso del resultado financiero de las privatizaciones ya realizadas, y una confianza de parte de los tenedores de bonos acerca de la garantía con que cuentan, a través de los bonos.

5.6 "Se Podría Aumentar los Recursos que Apoyen a los Bonos."

Una parte del problema de "confianza" es que los tenedores de bonos dudan de la cantidad de recursos estatales con los cuales se va a cancelar los bonos. Una posibilidad muy obvia, está en exigirle a los beneficiarios pagar la tierra o casa recibida, tal como se hace en las demás reformas agrarias de América Latina en las cuales se pagó una compensación a los ex-propietarios.

En el caso de Nicaragua, se ha decidido regalarle por completo el lote, la parcela o la casa, a los beneficiarios que califiquen en los decretos 85, 87 y 88. Sin embargo, a los que recibieron casas o inmuebles superiores a 100 metros

cuadros edificados, y a los que recibieron fincas completas, la ley exige que paguen su valor.²⁶

Sería lógico exigir que este pago ocurra por lo menos tan rápido como son los vencimientos de los cupones y las amortizaciones de los bonos. De esta forma, los deudores darían al Gobierno los recursos para cancelar los intereses y las cuotas de amortización de los bonos. Y puesto que los que obtuvieron estas propiedades no son pobres, procede que paguen el mismo valor que le fue indemnizado al ex-propietario. O sea, los demás contribuyentes no tienen por qué subsidiar a los traspasos de estas propiedades no-humildes.

La forma más práctica y lógica sería que los beneficiarios paguen con bonos, el mismo monto de la indemnización pactada, y así se rebaja la cantidad de bonos existentes.

Recomendación Número 16: Que se modifique la Ley número 180, para dejar muy claro que las personas que hayan recibido inmuebles con edificaciones superiores a 100 metros cuadrados, y las personas que hayan recibido fincas de valor superior a cierto monto, deben cancelar al Gobierno el valor total de la indemnización, pagando en dinero efectivo una prima dentro de 60 días y luego en cuotas no inferiores al monto que el gobierno debe desembolsar para pagar el interés y la amortización de los bonos correspondientes. O sea, debe cancelarlo todo en el plazo de 15 años máximo. En el caso de mora en esto, el ocupante debe desocupar a la propiedad y devolverla al dueño anterior tan pronto lo ordene el tribunal competente.

Ahora, en la Ley 180 se dieron facilidades para cancelar ciertas deudas atrasadas al gobierno, en bonos, en su valor nominal, durante períodos de seis y de doce meses. Puesto que los bonos pueden adquirirse en la Bolsa en una fracción de su valor nominal, fue una buena oportunidad para los deudores.

Recomendación número 17: Se recomienda redactar y aprobar una Ley que autorice la cancelación de la deuda de estas casas o fincas en bonos, en su valor nominal, siempre que se haga por el valor completo y de una vez, durante los seis meses de promulgación de la ley.

²⁶ La ley actual solamente les obliga cancelar durante 20 años, "a su conveniencia". Sería conveniente aclarar públicamente cuántos de estos deudores han encontrado "conveniente" comenzar a pagar dicha deuda, cuánto han pagado a la fecha, y cuáles medidas se han tomado con los morosos.

La finalidad de estas dos recomendaciones es lograr que, si los ocupantes de casas y fincas que no califican para solvencias como beneficiarios humildes, no devuelven la propiedad ocupada, por lo menos pagan por completo el monto de indemnización entregada al ex-propietario. Así los contribuyentes no les pagan las casas o fincas grandes, que han ocupado.

Si el ocupante de estas casas o fincas no tiene el dinero, no hay problema. Se recomienda invitar a los tenedores de bonos formar Fondos de Inversión que prestarían la cantidad necesaria de bonos a los deudores, en la forma de un préstamo hipotecario debidamente inscrito en el Registro como gravamen al bien raíz. El monto de la deuda sería el valor nominal de los bonos, pero la tasa de interés puede ser relativamente bajo, por ejemplo el 6% anualmente. Alternativamente, la deuda puede fijarse en el valor de los bonos en la Bolsa, a la fecha de la operación, pero en este caso la tasa de interés sería la tasa normal de los bancos comerciales, o sea, alrededor del 20% al año.

Obviamente, también sería necesaria que los Bancadas de la Asamblea Nacional se pongan de acuerdo, en que ningún proyecto futuro de Ley de prohibición de desalojo incluiría a estas propiedades, que obviamente no son de personas humildes.

Recomendación número 18: Que la misma Ley aclare que la Asamblea Nacional no incluiría, en ningún proyecto de ley futura de suspensión de desalojos, a ninguna persona que quedara en mora en un préstamo hipotecario, alquiler, u otro compromiso vinculado con el uso o una deuda vinculada con las propiedades de más de 100 metros cuadrados edificados, o su equivalente agrícola. Para estos morosos, el acreedor podría hacer efectivo la garantía real, inscribir el título en su favor en el Registro, y obtener la Fuerza Pública para efectuar el desalojo si fuera necesario.

5.7 Solución: "Si los Activos Fiscales no Alcanzan, hay que Buscar Otros para Redimir a los Bonos."

El Decreto 56-92, confirmado por la Ley 180, dice en Arto. 2 (f) que los bonos son "respaldados con activos del Estado". Sin embargo, los tenedores de bonos no creen que este Decreto les permite obtener un orden de un Tribunal para embargar y vender en subasta cualquier bien mueble o inmueble del Estado. Los tenedores suponen que solamente respaldan los bonos, los bienes explícitamente designados a tal efecto mediante Decreto o Ley.

Una vez aclarada la cantidad de bienes y empresas fiscales disponibles para redimir a los bonos, se puede compararla con la cantidad de bonos emitidos

y (estimados) por emitir. Luego, si se acepte cobrar el valor de los inmuebles más grandes confiscados, a los ocupantes actuales, se puede especializar este monto también a la redención de los bonos.

Si no alcanza cubrir todos los bonos emitidos y por emitir, o si no se puede precisar el valor de los activos fiscales disponibles, o si no se fijan fechas para su privatización, una alternativa estaría en especializar algún ingreso extraordinario del Estado para garantizar el pago de los bonos. Un ingreso obvio de este tipo sería el producto del impuesto al café de exportación.

Normalmente, se recomienda no especializar los impuestos, pero en el caso especial de un impuesto extraordinario, que se recauda solamente cuando los precios del café suben, quizás podría justificarse por el aumento en la confianza que le daría a los tenedores de bonos.

Recomendación número 19: Que se dedique el producto del impuesto sobre el café, en el monto en que excede el promedio de los últimos cinco años, a la compra de bonos de pago en la Bolsa, retirándolos. Y que se informe semestralmente a la Asamblea Nacional del monto de dinero recaudado, y la cantidad y el valor nominal de bonos que se habían retirado de esta forma.

6. UN SISTEMA DE GARANTIAS DE PAGO DE LOS BONOS

La preocupación de los inversionistas potenciales en los bonos, como inversión financiera a largo plazo, está principalmente en la inseguridad del pago final puntual del valor nominal de cada bono. Esta preocupación ha sido resuelto en cuanto a la deuda externa de unos países mediante un fideicomiso externo, basado en valores de la Tesorería de los Estados Unidos de América. El sistema suele llamarse "Bonos Brady", en recuerdo del entonces Secretario de Tesorería, quien inventó el sistema en apoyo de bonos mejicanos de la deuda externa.

6.1. ¿Cómo funcionan los bonos como garantía de otros bonos?

El sistema funciona de la siguiente manera:

- 1) Un país (digamos, Nicaragua) dispone de unos recursos reales en dólares, pero de monto menor que lo que sería necesario para cancelar de inmediato los bonos que se quiere garantizar.

- 2) Se sabe que un bono fiscal de EE. UU. que no paga intereses, pero que vence en unos 15 años, se transa actualmente en más o menos el 27% del valor nominal.²⁷
- 3) En su vencimiento, o sea, en 15 años, ese mismo bono se cancelará con el 100% de su valor nominal. Pero mientras tanto, no se cancela nada de intereses sobre ello. Los cupones de interés se han separado, y otra inversionista cobra cada cupón de interés cuando vence. (Los bonos sin cupones de interés adheridos se llaman "strips".)
- 4) Mediante contrato de fideicomiso, normalmente con el Banco del Sistema de Reserva Federal en Nueva York, el país interesado dispone la compra de una determinada cantidad de bonos de este tipo en EE. UU. Los bonos quedan en manos del Banco en Nueva York, como garante. A la vez, este Banco garantiza a los tenedores de los bonos nicaragüenses que en 15 años les cancelará el 100% del valor nominal de los bonos nicaragüenses, en dólares.

6.2 Un Ejemplo:

Supóngase que de la venta del 40% de las acciones de TELCOR, se decide dedicar US \$50 millones a la garantía de pago de los bonos de indemnización. Supóngase por el momento, que el compromiso fuera de pagar el valor nominal solamente a los 15 años de su emisión, y supóngase además que todos fueron emitidos recientemente, en noviembre de 1994. En este caso, vencería el compromiso de pago del valor nominal, en noviembre de 2009.

Se supone que el entonces Gobierno de Nicaragua cancela los bonos en su fecha de vencimiento. En ese caso, el Banco cobra el valor de los bonos de EE. UU., y lo pone a la orden del Gobierno de Nicaragua. Pero en caso contrario, y mediante avisos publicados en los diarios de Nicaragua y de los EE. UU., los tenedores de bonos avisan al Federal Reserve Bank of New York que no se les han pagado el valor garantizado. Presentan los bonos al Federal Reserve Bank, y este les cancela, en dólares, el valor nominal. Carga lo pagado a la cuenta del Gobierno de Nicaragua, restándolo de lo cobrado en el vencimiento de los Bonos de EE. UU. El Gobierno de Nicaragua no tiene ninguna posibilidad de evitar el

²⁷ Las cotizaciones se encuentran diariamente en el **Wall Street Journal**. Estas son de la edición con fecha de 28 de noviembre de 1994, p. C-18. El mercado estuvo más o menos en una tasa implícita de interés del 7,6% al año, para los bonos de 15 años. Dicha tasa había subido mucho últimamente, a raíz de decisiones del banco central de EE. UU., el Federal Reserve System.

pago, porque así se establece en el contrato de fideicomiso, en favor de los tenedores de los bonos garantizados.

Cuántos bonos pueden garantizarse con US \$50 millones ahora? Depende de la cotización en la Bolsa de Valores de EE. UU. Al 28 de noviembre, los bonos "strips" a 15 años se transaron en el 27,25% de su valor nominal. Entonces, con US \$50 millones, se puede comprar una cantidad que, en su vencimiento a los 15 años, será cancelada con casi cuatro veces ese monto:

$$\text{US \$ 50 millones} \times 1/.2725 = \text{US \$ 183.5 millones}$$

De esta manera, los US \$ 50 millones sirven para garantizar el pago puntual de US \$ 183.5 millones en bonos de pago de indemnización, emitido a fines de 1994, en el año 2009.

6.3 Ajustes para el Caso de los Bonos de Pago de Indemnización:

Ahora, debido a la amortización durante cinco años estipulada en la Ley 180 de julio de 1994, la aritmética es un poco más complicada, pero el principio es el mismo. Se compran unos bonos con vencimiento en 11 años, unos en 12 años, unos en 13 años, unos en 14 años, y los últimos que vencen en 15 años. Y en vista del hecho de que algunos bonos fueron emitidos ya en febrero de 1993, hay que ajustar aún más los vencimientos de la compra.

Felizmente, los cálculos se hacen fácilmente con la hoja electrónica en una computadora. Entre los bonos ya emitidos y los que todavía quedan por emitir en 1995 y 1996, con US \$ 50 millones en dólares procedentes de la venta de las acciones de TELCOR en marzo de 1995, se pueden cubrir más o menos US \$ 140 millones en bonos de pago de indemnización, a pagarse entre 2004 y 2011.

6.4 ¿Cómo puede implementarse el sistema de garantía?

Las estimaciones a la fecha han indicado que el proceso de cuantificación del pago de indemnizaciones en Nicaragua terminará con la emisión de más o menos el equivalente de US \$ 120 millones en bonos que no se han redimido mediante la venta de otros activos del Estado, ni mediante el cobro de impuestos atrasados, deudas morosas, y cuentas pendientes con INE, etc.

Recomendación número 20: Que se dediquen US \$140 millones, procedentes de la privatización de TELCOR, al sistema de garantía mediante un Fideicomiso con un banco en los EE. UU. Una vez terminado el proceso de emisión de bonos de pago de indemnización, a fines de 1995 o principios de

1996, si queda un sobrante se puede pedir al Banco de Fideicomiso, devolver el excedente, y utilizarlo para el pago de los intereses que vencen en 1996 y 1997.

6.5 Usos Alternativos de los Recursos Generados por la Venta de TELCOR.

Puesto que no se sabe a ciencia cierta hasta cuánto alcanzarán las ofertas exitosas en la subasta de las acciones de TELCOR, recomendamos que se disponga que la suma de US \$ 140 millones sea destinado a la creación de un fondo de garantía para los bonos de pago de indemnización. Luego, cualquier excedente por sobre dicho monto, puede especializarse en la forma que la Asamblea Legislativa disponga -- viviendas, obras sociales, infraestructura, etc.

Creemos conveniente mencionar específicamente una modalidad no recomendable, que apareció en los diarios a fines del año. Ese proyecto destinaría los fondos procedentes de la venta de acciones de TELCOR, a la construcción de viviendas de parte del Estado. Las viviendas serían vendidas, con facilidades de pago, y -- según el anteproyecto -- el dinero cancelado por los compradores, se utilizaría para cancelar los intereses y las cuotas de amortización de los bonos.

Dicho anteproyecto no convence a los tenedores de bonos por un motivo muy sencillo: Nadie cree que los compradores de viviendas las pagarían. Dada la historia de "piñatas" y viviendas regaladas, las leyes de suspensión de desalojos, y la morosidad en los programas de créditos de entidades estatales, les cuesta creer que el gobierno recuperaría esta vez, las cuotas pactadas con los adquirentes de las viviendas.

Recomendación número 21: Que no se desvíen los recursos de la venta de acciones de TELCOR a otros programas que proponen recuperar posteriormente el dinero para el pago de los Bonos de Indemnización, si no es a través de un programa reciente, en Nicaragua, que haya recuperado efectivamente el dinero y los intereses correspondientes, sin morosidad, sin refinanciamientos, con corrección monetaria, y sin costos administrativos elevados.

7. El Caso Especial de los Confiscados Norteamericanos:

Entre los indemnizados, hay un número significativo de personas que son norteamericanos. En muchos pero no todos los casos, adquirieron esa nacionalidad o ciudadanía después de haber perdido la posesión efectiva de su propiedad en Nicaragua.

No es el propósito de este Informe entrar en materia del derecho internacional en estos casos. Sin embargo, hemos descubierto que los bonos de indemnización ofrecen ciertas complicaciones, deberes y oportunidades a estas personas con la doble nacionalidad. Algunos aspectos pueden darles un precio neto sustancialmente mayor que lo que se le ofrece la Bolsa de Valores, y por lo tanto parece conveniente incluir en este Informe explicaciones al respecto.

7.1. Los Bonos de Indemnización y el Impuesto a la Renta:

La Ley 180 dio a los tenedores de Bonos de Indemnización, una exención completa a los bonos y a los intereses que devengan, de la tributación nicaragüense. Pero la legislación nacional no puede exonerar a los ciudadanos extranjeros, de la tributación de su otra patria. Y la tributación norteamericana está muy clara en estos asuntos: Un ciudadano norteamericano tiene el deber de declarar y tributar sobre los intereses que gane por poseer bonos en cualquier país.

Desde luego, para evitar la tributación doble, el impuesto norteamericano permite al imponente, descontar del impuesto a la renta personal o de empresas, el impuesto que haya pagado efectivamente a otro país, cuando el interés haya sido devengado por valores financieros en el otro país. Pero cuando otro gobierno exonera los bonos y los intereses de tributación, tal como es el caso en Nicaragua, no se puede descontar nada del impuesto norteamericano, porque no se ha pagado nada al gobierno que emitió los bonos.

(El Congreso norteamericano prefiere que cada gobierno haga tributar a sus "ricos", para que el Tercer Mundo deje de pedir tanta ayuda. Por lo tanto, la legislación tributaria solamente permite a los norteamericanos rebajar del impuesto a pagar, los impuestos efectivamente pagados a un gobierno extranjero, y no los impuestos exonerados.)

El primer impacto de la Ley 180, por lo tanto, es que a partir del mes 30 de cada bono tenido por un norteamericano, recibe intereses que debe declarar en el formulario 1040, del impuesto norteamericano a la renta. No importa que tenga otra nacionalidad; si es residente en Estados Unidos o es ciudadano norteamericano, aunque reside afuera, debe declarar. Y si no quiere tributar a los EE. UU., puede renunciar a esa ciudadanía, y ya no tiene el problema.

¿Cuánto es el costo tributario para el ciudadano norteamericano que es indemnizado en Nicaragua? Depende del monto de otras rentas imponibles que tenga. Si vive en Miami y tiene rentas imponibles del orden de los US \$100.000, la tasa marginal que se le aplica a la renta adicional es de más o menos el 28%. Esto quiere decir que el interés neto, desde el mes 30, no es del 4,5%. Después de declarar y pagar el impuesto a los EE. UU., le quedará solamente el 3,24% neto. (Desde luego, lo mismo pasa con los intereses que pueda ganar sobre certificados de depósito bancario, u valores del mismo gobierno norteamericano. Solamente están exentos los intereses sobre los bonos de gobiernos municipales y estatales, y por lo tanto ellos devengan tasas de interés bastante bajo.)

Puesto de otra manera, una persona que invoca la ciudadanía norteamericana para perseguir su reclamo de indemnización, también tiene un deber de tributar sobre los bonos, que no tiene el ciudadano nicaragüense.

7.2 Los Bonos y los Impuestos Sucesorios:

Consideraciones similares se pueden aplicar en el cálculo de los impuestos sucesorios. El impuesto federal de sucesiones, y los impuestos estatales, en EE. UU., no exime los bonos de pago de indemnización. Si bien están al portador (una vez endosado por el primer bonotenido), la fiscalización es algo difícil.

Sin embargo, evadir los impuestos en EE. UU. es cosa seria, y al descubrirse una evasión o no-declaración de valores que hay que declarar, uno puede ir preso hasta por tres años.

7.3 Las Ventajas de los Bonos para los Norteamericanos:²⁸

Sin embargo, los ciudadanos y residentes de EE. UU. pueden también obtener ciertos beneficios financieros de los bonos de indemnización, que no existen para personas que no tengan esa nacionalidad. Por ejemplo, en el impuesto a la renta, se puede descontar de la base imponible, las pérdidas de capital.

O sea, una persona o una empresa que haya realizado ganancias de capital en otras inversiones, puede rebajar de ellas cualquier pérdida de capital, aunque

²⁸ Cabe anotar que las situaciones de los contribuyentes individuales pueden variar mucho, por condiciones especiales de cada caso. Por lo tanto, el lector no debe contar con lo escrito aquí para orientar su propia declaración de la renta imponible. Favor de consultar a su propio asesor profesional, para ver el grado en que estas ventajas se aplican en su caso particular.

sea resultado de una transacción en un bono extranjero. Entonces, si recibe bonos con un valor nominal de C\$ 1 millón, y los vende en la Bolsa de Valores en el 18%, su contabilidad le indica una pérdida de capital de C\$ 820.000, o aproximadamente US \$100.000.

Si esa persona ha ganado \$100.000 al vender otros activos en EE. UU. o afuera, en más que su costo, debe tributar sobre esta utilidad. Pero puede restar de la utilidad, cualquier pérdida de capital en el mismo año.

Conclusión: El ciudadano nicaragüense que es a la vez un ciudadano norteamericano, y que ha tenido la suerte de ganar dinero en inversiones financieras o empresariales, puede vender bonos de indemnización en la Bolsa, demostrar haber sufrido una pérdida, y recuperar una parte de la pérdida.

Un ejemplo: Supóngase que dos norteamericanos ganaron \$100.000 en 1994 en acciones en Wall Street. Ambos viven en Texas. Uno es puro "gringo" y el otro es, a la vez, indemnizado en Nicaragua por el equivalente de US \$80.000. Este último recibió bonos con un valor nominal equivalente a US \$ 80.000, y los vendió en la Bolsa en el 18%. Recibió el equivalente de \$14.400 y anotó en su contabilidad, una pérdida de casi \$ 66.000. Puede descontar este monto de las ganancias por otras inversiones, y así rebajar el impuesto sobre la renta que tiene que pagar en EE. UU.

Ya que probablemente habría pagado impuesto a la tasa marginal del 32%, esta rebaja de \$66.000 en el monto imponible, le ahorra US \$ 21.120 en impuestos:

Contribuyente:	Smith	Morales (indemnizado)
Renta laboral	\$ 50.000	\$ 50.000
Ganancias de capital en la Bolsa de Nueva York	100.000	100.000
Renta total imponible	\$ 150.000	\$ 150.000
Menos perdida en bonos	0	66.000
Monto imponible	\$ 150.000	\$ 84.000
Economía de Morales: (al 32%)		\$ 21.120

El resultado sorprendente, es que Morales obtuvo más dinero del beneficio tributario, en EE. UU., que lo que recibió en la Bolsa de Valores. Y entre uno y otro, recibió más que el doble del 18% que creía recibir. Recibió neto, el 18% de 100% más el 32% de 82% (la pérdida" en la Bolsa). En total, los bonos que un nicaragüense vende en el 18%, valen para un norteamericano el 44% de su valor nominal.

El beneficio le sirve al norteamericano aunque no tenga ganancias de capital en otras inversiones. Puede rebajar hasta \$3.000,00 de su renta ordinaria imponible (por ejemplo, un sueldo), y si \$3.000 no le alcanza para incluir su pérdida en la Bolsa de Valores de Nicaragua, puede llevar el saldo hacia adelante, rebajando hasta \$3.000 al año, hasta agotar la pérdida. Y si la tasa marginal que se le aplica es del 32%, cada año le economiza 32% de \$3.000. O sea, son US\$ 960,00 menos que debe pagar al gobierno de EE. UU. en el impuesto sobre la renta personal.

7.4 Regalar los Bonos También Puede ser una Fuente de Ganancias:

Hay algo aún más sorprendente en la tributación norteamericana, relacionado con los Bonos de Pago de Indemnización. Si el tenedor los entrega en calidad de donación a una entidad sin fines de lucro, en EE. UU., es posible que reciba un descuento fuerte en el impuesto a la renta en EE. UU.

Cuando menos, recibirá un descuento en la base imponible por el valor de los bonos donados en la Bolsa. Pero si la entidad filantrópica acepta retener los bonos hasta su vencimiento, es probable que el contribuyente recibe el descuento del valor nominal total de los Bonos.

Un ejemplo: Un indemnizado, residente en Miami, dona bonos por un valor nominal equivalente a US \$100.000, al Midwest University Consortium (MUCIA), de Columbus, Ohio, una entidad sin fines de lucro reconocida por el Servicio de Impuestos Internos de EE. UU.²⁹ Con el recibo de MUCIA, puede descontar US \$100.000 como donación (en la Cédula A del Formulario 1040 de EE. UU.). Y si la tasa marginal del impuesto sobre la renta es, para el indemnizado, el 32%, él economiza de inmediato \$32.000, que deja de pagar en

²⁹ Al citar al Midwest Universities Consortium, solamente queremos citar un programa que ya ha hecho operaciones de este tipo, recibiendo donativos en bonos de la deuda externa o interna de varios países, y que gustosamente entra en programas en apoyo de la educación superior del país que emitió los bonos. Hay otros programas parecidos, y el autor tendría mucho gusto en ayudar a cualquier lector, sin costo ni compromiso, encontrar uno de su gusto.

impuestos. O sea, recibe sustancialmente más al regalar los bonos, que lo que recibiría al venderlos él mismo en la Bolsa de Valores.

La entidad sin fines de lucro, a la vez, retiene los bonos hasta su vencimiento, cobra las cuotas de interés y amortización, y dona los Córdobas a una institución nicaragüense educativa con la cual mantiene un programa de intercambio y asistencia técnica.

7.5 Los Programas de Canje de Bonos para el Desarrollo:

Al igual que la deuda externa de varios países, la deuda interna es a veces un instrumento para el desarrollo. Nicaragua, que no ha podido atender debidamente una deuda externa enorme acumulada en períodos de un gobierno anterior, podría facilitar operaciones tanto con la deuda externa como con la deuda interna, incluyendo los Bonos de Pago de Indemnización.

En su forma más común, los que proponen operaciones que vinculan la deuda externa con el desarrollo o con proyectos ambientales, piden una preferencia en el pago. O sea, ofrecen donar bonos de la deuda externa o interna, en mora, para algún programa de desarrollo o de protección ambiental, a una entidad sin fines de lucro, en Nicaragua. Luego, piden que el Gobierno cancele esa deuda, en Córdobas, antes de su vencimiento normal y antes de pagar otra deuda. Luego la entidad no-gubernamental gasta los Córdobas en su programa, en beneficio de sus propósitos.

El problema con muchas ofertas de este tipo, es que descansan en una ilusión de ofrecer algo sin costo. De hecho, al pagar cualquier deuda antes de su vencimiento, el Gobierno aumenta la cantidad de Córdobas en circulación. Si maneja bien la oferta de dinero, al cancelar unos bonos antes de su vencimiento, aumenta el circulante. Debe, entonces, rebajar la cantidad de dinero en circulación por otro camino.

Sin embargo, hay modalidades que claramente favorecerían a Nicaragua, que debe alentarse, y que ayudarían a elevar el precio de los bonos en la Bolsa de Valores.

7.5.1 Las Donaciones a Entidades que Retendrán los Bonos.

Las empresas y personas extranjeras y nacionales pueden donar los bonos a instituciones sin fines de lucro, y rebajar de inmediato el valor de los bonos donados, de la renta imponible. Reciben un ahorro tributario ahora mismo, aunque el bono no vence sino en 11 hasta 15 años más.

La entidad sin fines de lucro puede cobrar el interés cada semestre, a partir del mes 30, y luego cobra las amortizaciones. No le importa que no pueda utilizar el valor nominal del bono de inmediato, porque sabe que de aquí a 15 años, también tendrá necesidad de fondos para sus programas. Por lo tanto, esa institución pasa a ser un inversionista a largo plazo, que falta para crear un mercado de valores públicos en Nicaragua.

7.5.2 Algunas Entidades Podrían Utilizar los Bonos Ahora Mismo.

Algunas instituciones nicaragüenses podrían ocupar los bonos de inmediato, en pago de cuentas atrasadas de luz o teléfonos, de deudas en mora, o para la compra de activos fiscales. Todas las ventajas que la Ley 180 ofrece a los tenedores de bonos se aplicarían a las entidades sin fines de lucro. Así es que una persona o empresa puede donar bonos en su valor nominal a una entidad de este tipo, y ella a la vez podría aprovechar la oferta del Gobierno, de aceptar los bonos antes de su vencimiento, en ciertos usos.

Para mayores detalles, y para explorar otras alternativas en cuanto a programas de "deuda para el desarrollo", se puede hablar con un programa financiado por USAID en Washington, que se llama "The Debt-for-Development Coalition, Inc." La dirección postal es 2021 L. Street, N. W., Suite 510, Washington, D. C. 20036, EE. UU.

Sin embargo, nosotros sugerimos las dos formas arriba mencionadas, porque evitan los errores comunes en ideas que proponen convertir deuda (vencida pero no pagada, o a vencerse en el futuro) en recursos reales disponibles para una obra buena ahora mismo:

1) No hay un "almuerzo gratis". Al canjear deuda prematuramente, se deja de hacer otra cosa, obligado por motivos de control de la oferta total monetaria.

2) Otros tenedores de deuda pueden quejarse del favoritismo, si se cancelan parte de la deuda antes de otra parte -- exigirán tratamiento igual para todo tenedor de la deuda.

De todas maneras, creemos que las instituciones sin fines de lucro pueden gustosamente aceptar donaciones en la forma de bonos, y al retenerlos a su vencimiento, son los inversionistas a largo plazo que tanto se necesita en América Central. Y mientras los bonos son donaciones genuinas, de los indemnizados o de personas o empresas que los compren a los indemnizados, son un aporte neto al país y altamente conveniente.

Por último, mientras las instituciones que reciben las donaciones en bonos los retienen hasta su vencimiento normal, no habrá quejas de favoritismo, ni presiones monetarias por la redención prematura de ciertos bonos solamente porque los ofrecen determinadas instituciones, personajes o programas.

8. El Casco Central, la Titulación y la Resolución de los Conflictos

Finalmente, es conveniente analizar la situación actual del Casco Central de Managua, incluyendo el edificio del Banco de América. Además, conviene insistir en la necesidad de una resolución definitiva de los conflictos de la propiedad en Nicaragua, lo que parece estar más factible que hace un año.

8.1 El Casco Central de Managua

El Casco Central sigue casi desocupado, y representa un recurso valioso totalmente desaprovechado. Los edificios destruidos por el terremoto, ocupado solamente por unos residentes precarios, no atraen turistas, pero si deprimen el ambiente y no proporcionan empleo ni oportunidad para inversiones. Hay adelantos grandes en las técnicas de construcción anti-sísmica, y ahora parece perfectamente factible limpiar los escombros e lanzar una reconstrucción de esta zona por completo. Tampoco es necesario ningún gran esfuerzo del sector público; bastaría un concurso para proyectos urbanísticos que puedan presentar los especialistas mundiales en búsqueda de un premio monetario y un papel para el ganador, como arquitecto o socio de las empresas de construcción que se interesan en edificar. Incluso, un proyecto de este tipo puede interesar a los gobiernos extranjeros donantes, ya que algunos de ellos han utilizado concursos para diseñar grandes proyectos urbanísticos con muy buenos resultados.

Recomendación número 22: Aprovechando los adelantos en la construcción anti-sísmica, rematar también los lotes vacíos en el Casco Central de Managua, lo que creará inversiones y creación de empleos, en favor de toda la sociedad. Se debe orientar mediante un gran proyecto urbanístico, ganador en un concurso mundial de proyectos.

8.2 El Edificio del Banco de América.

Este edificio, bien ubicado, representa otro recurso valioso sub-utilizado. Por su excelente ubicación cerca de la Asamblea Nacional, algunos oficinas están ocupadas en forma semi-precaria por el poder Legislativo. Sin embargo, el

edificio está en mal estado, y necesita de una remodelación total. Han habido ofertas, pero al parecer no hay nada concluído.

Recomendamos que se llame a un remate o subasta pública de una vez, antes del fin de 1995. Para facilitar la participación de inversionistas medianas, recomendamos que se pidan ofertas selladas de tres tipos: Oferta para el inmueble completo, por conjuntos de pisos, y por piso determinado.

De esta manera, cada interesado puede elaborar el plan que mejor corresponde a su visión de lo que puede ser el edificio, y de acuerdo al capital con que cuenta. Puede tratar de comprar solamente los pisos 2, 3 y 4 como bloque, o solamente el o los pisos más altos, o si sus pretensiones o capital son más modestos, puede ofrecer un monto para comprar un piso, cualquiera, que no tenga otra oferta mejor.

Desde luego, habría que estudiar las leyes y reglamentos de la propiedad horizontal, para informarles a los interesados las normas que se aplicarían en el caso de venta por pisos. Igualmente, habría que definir la situación y acordar la salida de los ocupantes actuales, en el caso de que ellos no llegaran a un acuerdo con los ganadores del remate.

Recibido las ofertas, se hace la aritmética. Si la suma de las mejores ofertas para todos los pisos es mayor que la mejor oferta para el edificio completo, se vende por pisos, y vice versa.

Ya que se trata de un activo fiscal, se permitiría a los interesados ofrecer el pago en bonos en su valor nominal. Y a la vez, ya que no todos de los interesados tienen bonos en su cartera, se les daría un plazo de, quizás, 30 días después de haber sido declarado ganador del edificio o de uno o más pisos, para comprar y entregar los bonos. (Sin embargo, sería razonable exigir que cada oferta venga acompañada del 10%, en bonos o en dinero efectivo, de garantía de mantenimiento de oferta. De esta manera, los interesados ya conocen tanto a los bonos, como a la Bolsa de Valores, y se crea una demanda de los bonos aún antes del remate.)

Recomendación número 23. Resolver la situación del edificio del Banco de América mediante un remate público. Los interesados deben presentar ofertas por el inmueble completo, y/o por pisos determinados. Si la suma de las mejores ofertas por pisos es mayor que la mejor oferta para el inmueble, se vende por pisos, y en caso contrario se vende como una unidad. Se permite pagar en bonos en su valor nominal.

8.3 Acelerar la Titulación de los Beneficiarios con Solvencias de la OOT.

La Ley 180 permite inscribir en favor del Estado, en el Registro de la Propiedad, a los bienes confiscados una vez que han sido indemnizados, con la presentación del Finiquito firmado por el ex-propietario. Este paso es imprescindible para poder entregarle título definitivo al beneficiario.

El Ministerio de Finanzas ya comenzó un programa acelerado de titulación en una zona bien ubicada, cerca del centro de Managua, con resultados positivos a la vista. Con la seguridad de un título definitivo debidamente inscrito en el Registro, los ocupantes ya pueden mejorar la casa actual, o demolerla y edificar algo mucho mejor. Algunos venderán la propiedad en un buen precio, reflejando su ubicación, y se trasladarán, utilizando el dinero de la venta para pagar una casa buena en otra zona menos cara.

Aunque este programa ya comenzó, lo vemos como tan positivo, tanto para los beneficiarios como para el resto de la sociedad, que recomendamos acelerarlo mediante mayores recursos.

Recomendación número 24: Acelerar la titulación individual de los lotes y las casas urbanas, saneadas por solvencias de la OTT. Así los beneficiarios pueden edificar, o venderlos libremente a otros que lo harán. De este modo, barrios de casas modestas pero bien ubicadas, se volverán centros de inversión y creación de empleos.

8.4 El Problema Político: Resolver los Conflictos de Propiedad de una Vez.

Los estudiosos están de acuerdo; Nicaragua tiene un muy elevado índice de conflictos por la propiedad. Mientras casi la mitad de los Nicaragüenses viven en un conflicto, o temen un conflicto, sobre su derecho de propiedad en un lote, casa o finca, no puede haber ni progreso ni paz duradera.

Un problema, por ejemplo, es el caso de un propietario que no quiere aceptar la indemnización, y un ocupante que no acepte la obligación de regresar la propiedad ocupada. Para los lotes, casas menores de 100 metros cuadrados edificados, y para las parcelas agrícolas pequeñas, parece haber un consenso total político de mantener la redistribución como un hecho consumado.

Lo que falta es una ley para obligarle al ex-propietario aceptar la indemnización en estos casos, y en caso de no poderle ubicar, autorizarle al Estado intervenir mediante el depósito de la indemnización en un Tribunal. En este caso, la nueva ley debe autorizarle al Estado inscribir la propiedad en su favor, y luego traspasarlo al beneficiario mediante un título inscrito en el

Registro. El ex-propietario puede retirar la indemnización cuando desea, pero no podría seguir bloqueando el traspaso definitivo, con la consecuente inseguridad y ambiente de conflicto. (Y si cuestiona el monto de la indemnización, lo puede elevar a los tribunales, pero no podría impedir la inscripción del título del beneficiario.)

Al parecer, falta poco para llegar a un consenso. Un problema ha sido la cara partidista que presentan algunos proyectos, pero otro ha sido el hecho de alta visibilidad en cuanto a relativamente pocas propiedades, ocupadas por personas que obviamente no son humildes y no califican como beneficiarios de los decretos 85, 86 o 88. No es obvio porqué un proyecto de ley para amparar a los humildes, tiene que incluir también a los que no son humildes.

Igualmente, según algunos entrevistados, las organizaciones militares y policiales no siempre parecen aceptar su papel de garantizar una sociedad de derecho, y a veces no hacen cumplir las órdenes judiciales. Los técnicos y los extranjeros no pueden resolver esta situación, pero parece que los Nicaragüenses sí la pueden resolver por la vía pacífica y política.

Recomendación número 25: Insistir en los esfuerzos políticos para resolver en forma transparente y justa, los conflictos pendientes en cuanto a la propiedad. Esto puede incluir una Ley para formalizar de una vez, los traspasos a personas humildes, que obtuvieron una solvencia de la OOT, aun cuando el ex-propietario no acepte la indemnización.

ANEXOS

1. Certificado de Pago por Indemnización.

(Los documentos actuales. No son bonos. Corresponden a unos bonos conceptuales, inscritos en la Tesorería, pero dichos bonos existen solamente en este certificado. El fraccionamiento del Certificado es posible, pero es tedioso tanto para el interesado como para los funcionarios quienes lo elaboran.)

2. Muestra de un Bono del Gobierno de Brasil, con cupones adheridos.

Nótese los números de control, lo que se hace por computadora con una economía muy grande de esfuerzo y costo.

3. Muestra de un Bono del Gobierno de Africa del Sur, con cupones adheridos.

Al igual que el ejemplo brasileño, tiene números de control por computadora. (Este ha sido disminuido para caber en un libro; el original es más grande.)

4. Muestra de un cupón no adherido. Una alternativa.

De optarse por la alternativa, se podría entregar junto con bonos de la Ley 180, en el canje que debe ocurrir en 1995 para facilitar el pago de los intereses y las amortizaciones escalonadas mandadas por esa Ley. Aun si se decide usar cupones no adheridos, se recomienda incorporar un sistema computarizado de control y reconciliación, y sustituir la firma manual por una firma facsimile. La firma manual solamente correspondería a la última revisión de la Resolución de Indemnización, la que emite la OCI dirigida a la Tesorería. El Tesorero podría firmar esta Resolución, para certificar haberla revisada, pero los Bonos estandarizados llevarían firmas facsimiles.



BONOS DE PAGO POR INDEMNIZACION DE LA REPUBLICA DE NICARAGUA

CERTIFICADO No. 001377

VALOR TOTAL DEL CERTIFICADO

C \$ 10,000.00

CERTIFICADO DE PAGO POR INDEMNIZACION

EL GOBIERNO DE LA REPUBLICA DE NICARAGUA POR ESTE
CERTIFICADO DE PAGO POR INDEMNIZACION, PAGARA

A (O A SU ORDEN): **DAYSI PLATH DE ORTEGA.=**

LA SUMA DE: **DIEZ MIL CORDOBAS NETOS.=**

C \$ 10,000.00

EL PRESENTE CERTIFICADO, REPRESENTA **1 (UNO)** BONOS A LA ORDEN, CON VALOR NOMINAL
CADA UNO DE C \$ **10,000.00** BONOS DE LA CLASE "A" NUMERADOS DEL **07566** AL **07566**
INCLUSIVE.

LOS CERTIFICADOS DE PAGO POR INDEMNIZACION CORRESPONDEN A LA EMISION QUE POR UN VALOR
C\$ 500,000,000.00 AUTORIZO EL MINISTERIO DE FINANZAS MEDIANTE ACUERDO DE CREACION PUBLICADO
EN GACETA DIARIO OFICIAL No. 249 DEL 31 DE DICIEMBRE DE 1992. ESTE ACUERDO DE EMISION HA SIDO
REGISTRADO EN CONTRALORIA GENERAL DE LA REPUBLICA

GARANTIA: ESTE CERTIFICADO ESTA GARANTIZADO POR LA REPUBLICA DE NICARAGUA Y ESTA SUJETO AL
MANTENIMIENTO DEL VALOR EN RELACION AL DOLAR DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMERICA.

TASA DE INTERES: LOS BONOS O CERTIFICADOS POR PAGO DE INDEMNIZACIONES DE-
VENGARAN UN INTERES DEL 3 % ANUAL, CAPITALIZABLE ANUALMENTE.

FECHA DE EMISION: MANAGUA, 23 de Abril de 1993. 6.08.93


MINISTRO DE FINANZAS



Ministro de Finanzas

TESORERO GENERAL DE LA REPUBLICA



BEST AVAILABLE COPY



Gobierno de la Republica de Nicaragua
Ministerio de Finanzas

CUPON DE INTERESES DE CERTIFICADOS DE BONOS DE PAGO
POR INDEMNIZACION

CUPON No. _____

LA EMISION DE ESTE CUPON DE INTERESES, CORRESPONDE AL CERTIFICADO DE BONO DE PAGO POR INDEMNIZACION

No. _____ QUE AMPARA LOS BONOS DEL No. _____ AL No. _____ EMITIDO EL DIA _____

_____ Y CORRESPONDE A LA CANCELACION DE LOS INTERESES

DEVENGADOS DURANTE EL PERIODO DEL _____ AL _____

EL PAGO EFECTIVO DE ESTE CUPON SE HARA A NOMBRE DEL PORTADOR EL DIA _____

Y POR LA SUMA DE _____ (_____)

AL TIPO DE CAMBIO CS. _____ X \$ 1.00 DOLAR US.

ESTE CUPON ESTA SUJETO A LA CLAUSULA DE MANTENIMIENTO DEL VALOR CON RESPECTO AL DOLAR DE LOS E.E.U.U.

MANAGUA, _____ DE _____ DE 199 _____

TESORERO GENERAL DE LA REPUBLICA

FORMULARIOS STANDARD INC. S.A. TEL: 222-1211, 222-4113 RUC No. 030381-1-9313

BEST AVAILABLE COPY

ASPECTS OF THE PROPERTY PROBLEM IN NICARAGUA: REPORT ON PROGRESS, WITH RECOMMENDATIONS¹

Executive Summary

Important steps have been taken toward the resolution of the property problem in Nicaragua, especially concerning the terms of the indemnization bonds. However, many cases are still unresolved, and in many of those the former owner refuses to accept any compensation and still seeks to recover his or her property. Many of the beneficiaries who received "solvensias" from the OOT still lack full title. The "solvensia" is an administrative action that does not change ownership recorded in the Registry of Lands, and the person who still appears there as owner can and sometimes does appear and threaten to seek eviction through the courts.

The indemnization process appears to be working better than a year ago, and it is expected to work more smoothly still when all of the agencies concerned with property issues are in one building, coordinated by a new Vice-Minister of Finance for Property. Law 180 [besides improving terms of the bonds] authorized re-registry of property in the name of the State as soon as indemnization is paid. That has made it possible to begin issuing titles to urban lots and houses to their occupants who qualified as beneficiaries and hence received "solvensias" from the OOT.

Some former owners continue to complain because the amount of indemnization paid in bonds is less than they demand, or because the price at which they could cash in the bonds at once on the Stock Exchange has risen less than was hoped after the favorable changes in bond terms in Law 180. Therefore, the Ministry of Finance asked for an updating of previous studies, with special attention to the implementation of a system of coupons for the payment of interest and amortization of the bonds.

This Report begins with a summary of the implementation of the Project to Strengthen the Property System. It then evaluates the implementation of the system of payments with coupons, including its impact on the ease of transactions and on the price of the bonds in the market. Then the Report analyzes some new uses for the bonds, which could raise their market price. Finally, the Report analyzes the present system of privatization of state assets and firms, an important part of the backing for the bonds. The Report especially provides detail as to how one would implement a system of guarantee of payment of the bonds, via a Trust backed with zero-coupon U. S. Treasury bonds [strips], purchased with a major share of the proceeds from the sale of shares in TELCOR.

¹ Report presented to the Minister of Finance on Feb. 13, 1995 by Prof. John Strasma, of the Land Tenure Center of the University of Wisconsin-Madison, Madison, Wisconsin, USA 53706. I greatly appreciate the assistance of Ing. Leopoldo López, Dr. Roger Valle, and their respective colleagues and staff. This study is attached to the NEPAI Project. However, all judgments and any errors are the sole responsibility of the author. The conclusions and recommendations may or may not coincide with those of the Ministry of Finance, the NEPAI Project, or USAID.

The principal Recommendations are:

- 1) Replace the present payment in "Certificates of Bonds" with payment in bonds.
- 2) Modify all decrees or rules requiring the Treasurer to sign every bond by hand; authorize the use of a facsimile signature. Issue bonds in the values specified by law, and allow their exchange at the Treasury, for others of the same total value and maturity month.
- 3) Issue all bonds with the date of the last day of the month of issue. (Or the first day of the month, which would give some present bondholders a few extra days of interest.) [This would include the coupon-bearing bonds to be issued soon in exchange for existing certificates.]
- 4) From now on, OCI resolutions would quantify indemnization up to the specific day of the month chosen (first or last, presumably), to facilitate sale and purchase of the bonds. Likewise, each bond should have the same day of the month as the base for indexing to the dollar.
- 5) The new bonds should be printed with coupons attached, not printed separately, unless the government wants to increase the number of them that are offered for sale at once on the Stock Exchange.
- 6) Government should issue a decree guaranteeing that coupons for the payment of interest and amortization on any government security may, once matured, be used in payment of any tax, as if they were money. This guarantee should also be printed on the back of each coupon.
- 7) Issue a decree or instruction to commercial banks, authorizing them to receive matured coupons as if they are cash [the banks collect from the tax payments the banks already receive and hold for the government].
- 8) Pension funds and Welfare Agencies with endowment funds, should invest in the Indemnization Bonds through the Stock Exchange, and hold them to maturity, because they yield very good returns on present market prices.
- 9) Inform the public frequently, via the press, radio and television, as to the quantity of bonds redeemed in the privatizations managed by CORNAP, in Customs sales, etc.
- 10) Calculate and publish an estimate as to the amount that should be recovered through the sale of the ten enterprises yet to be sold, and a calendar of the approximate dates on which they will be auctioned off.
- 11) Explain to the public why CORNAP deems it better to negotiate the sale of enterprises directly with the buyers, for any enterprise which is not auctioned to the highest bidder, with bonds being accepted at nominal value as a means of payment.

12) Provide the media, and through them the public, with access to CORNAP's internal reports that clarify cases in which enterprises were sold on credit terms. [Since these were public sector assets, transparency will dampen fears or rumors of corruption.] Identify the buyer, the collateral for the credit, the terms (down payment, installment payments, dates due, interest rate, whether indexed to the dollar, and report on the degree to which they buyer is current on these obligations.

13) In the event that a buyer defaults on payments for enterprises or assets bought on credit, foreclose promptly on the assets or enterprise.

14) In such cases, auction the assets or enterprise again, accepting bonds at nominal value in payment.

15) The Government should publish an account of the use of the proceeds of assets and enterprises already privatized. What amount of external debt was cancelled? What amount of debt of the enterprises was paid off, and to whom? What was the net balance, and if it was positive, in what way was it used to help the bondholders [as promised in a decree].

16) Modify Law 180 to make it clearer that persons who occupied buildings of more than 100 square meters of construction, and persons who occupied farms above a similar value, must pay the Government the total value of the indemnization given the former owner. They must pay in cash, making a down payment within 60 days and then in installments each month during what is left of the 15 year term of the bonds. [In effect, the occupant must pay off the bonds.] [Payment is to include interest and indexation to the dollar, same as the bonds.]

In the event of default on this obligation, the occupant/debtor must vacate the property and return it to the former owner as quickly as the appropriate court so orders.

17) Draft and enact a Law authorizing the payment for these houses or farms in bonds, at their nominal value, provided it be done for the entire value of the property [the amount paid the ex-owner], and that it be done within six months of enactment of the law. (In other words, redeem and give the Government, to cancel, the same amount of bonds that was given to the ex-owner.)

18) Clarify, in that same law, that the National Assembly will not include in any future law that suspends evictions, any person who is in default on payments of a loan, rental, or other obligation linked with the properties over 100 square meters of construction, or the agricultural equivalent. For these defaulters, the creditor could foreclose, record title for himself in the Registry, and count on the police to carry out the eviction if necessary.

19) Earmark the revenue from the coffee tax, to the extent that it exceeds the average revenue for the last five years, to buy indemnization bonds on the Stock Exchange, retiring them. The Government should report twice a year to the National Assembly the amount of revenue collected, and the number and nominal value of bonds that have been retired in this way.

20) Earmark US \$140 million from the privatization of TELCOR, to create a system of guarantees through a Trust with a bank in the USA. Once the emission of indemnization bonds is complete, at the end of 1995 or in early 1996, [and all bonds not already retired are covered by zero-coupon bonds or "strips" with maturities to match those of the bonds], then any balance of the \$140 million would be transferred to the Government of Nicaragua to help pay interest falling due in 1996 and 1997.

21) Do not assign resources from the sale of stock in TELCOR to other programs that state that the funds will subsequently be recovered and used to pay for the indemnization bonds, except through existing programs that have actually recovered money lent and interest, without defaults, overdues, refinancing, and that provide for dollar indexing and that have reasonably low administrative costs. [Refers to proposals to use TELCOR proceeds to finance housing, with the payments by those who get housing being supposed to pay off the bonds. The fear is that those who get the housing loans will default on them, and then the TELCOR money is gone and with it, the resources that are supposed to redeem the bonds when due.]

22) Taking advantages of recent improvements in earthquake-proof construction, auction the vacant lots in the Center of Managua. Construction there will create investment and jobs for Nicaragua. It could be guided by a Master Plan, managed by the winner of the top prize in a world competition for urban planners.

23) Define the status of the Banco de America building once and for all, by auction. Bidders could bid for the entire structure, and/or for a specific floor or floors. If the sum of the best bids for each floor exceeds the highest bid for the entire building, then it will be sold by floors, as a condominium, and if the highest bid for entire structure exceeds the total of the highest bids by floors, then it will be sold as a unit.

24) Accelerate the issuance of individual titles to the occupants of houses and lots who have "solvencias" from the OOT. With secure title, the beneficiaries will build [better homes] or sell freely to others who will do so. Thus neighborhoods of shacks in prime locations will become magnets for investment and job creation.

25) Continue political efforts to resolve the existing conflicts over property, with justice and transparency. This could include a Law to legalize and register, once and for all, the transfers to the poor who obtained "solvencias" from the OOT, even if the ex-owner refuses to accept indemnization.