

Proyecto NEPAI
Nucleo Especial para Analisis e Implementacion
Nicaragua Economic Policy Analysis & Implementation

MIFIN / MEDE

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

Documento Elaborado por John Strasma con ayuda de Javier Molina

Preparado bajo Contrato USAID #524-0339-C-00-4015-00
Febrero 1995
Managua Nicaragua

**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 America 53706

Se invitan comentarios y sugerencias a los autores, favor de dirigirse a
Tel (608) 262-6974, Fax (608) 262-4376
Correo electronico 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 ¿Que debe aparecer en cada cupon?	13
3 1 2 ¿Irian los cupones por separado, o adherido a los bonos?	14
3 1 3 ¿Cuántos cupones acompañarian 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 cupon o de los cupones que falten	21
B Descuento por los cupones que falten	22

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 Nicaraguense 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

d

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 aun 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 Lopez, 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

Recomendacion no 1 Sustituir el sistema actual de emitir "Certificados de Bonos de Pago de Indemnizacion" y emitir los mismos "Bonos de Pago de Indemnizacion "

Recomendacion 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 habil, en pocas horas, en la Tesoreria, un bono por otros de un mismo monto total y el mismo mes de vencimiento

Recomendacion no 3 Emitir los bonos a partir de ahora, con fecha del fin del mes en que se emiten (Para evitar quejas, se podria tambien emitirlos con fecha del comienzo del mes de emision -- asi se favorece al indemnizado con el "regalo" de unos días de interes)

Recomendacion no 4 Desde ahora en adelante, las resoluciones de la OCI deberian calcular el monto de indemnizacion en base a un día determinado en cada mes -- sea el ultimo o el primero -- para facilitar la venta y compra de los bonos Igualmente, se debe dejar claramente establecida la fecha de la indemnizacion es a la vez la fecha base para la aplicacion de la correccion 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 garantia al dorso de cada cupon

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

Recomendacion no 8 Que los fondos de pension y los Institutos de Bienestar con fondos de patrimonio, inviertan en los Bonos de Pago de Indemnización a traves de la Bolsa de Valores, con la intencion de retenerlos a su vencimiento, por su altísimo rendimiento

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

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

Recomendación número 11 Explicarle al público porque 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 Que 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 corrección monetaria), y el cumplimiento a la fecha por el deudor

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 la empresa o los activos

Recomendación número 14 Que 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 como ha sido utilizado el producto de la privatización de las empresas ya privatizadas ¿Que cantidad de deuda externa fue liquidada, cuales deudas de las empresas privatizadas quedaron canceladas, y a quienes, etc ? Y ¿Que fue el saldo neto? En el caso de un saldo neto positivo, ¿Como 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 esto, 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 inscribiendo 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 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 para el pago de los intereses que vencen en 1996 y 1997

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 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 antisísmica, 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 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

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 REVISION DE LA IMPLEMENTACION 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 mejoro en forma notable las condiciones de los Bonos de Pago de Indemnizacion. Ademas mediante el articulo 12 de la Ley 180, se establecio que el finiquito firmado por el indemnizado es suficiente para inscribir el traspaso juridico de la propiedad en el Registro, a favor del Estado haciendo factible para este, el traspaso definitivo del derecho de propiedad al ocupante actual.²

Se han hecho otros esfuerzos para consolidar el sistema de propiedad. Se creo un Vice-Ministerio de Finanzas expresamente para enfocar y agilizar todos los pasos administrativos en el proceso de indemnizacion y definicion 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 economia. Un estudio reciente estima que el 40% de los hogares en Nicaragua estan metido en un conflicto de propiedad, o temen llegar a un conflicto.³

² Antes el Registro exigio 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 indemnizacion pagado antes de mediados de 1994, solamente se exigio al confiscado, la firma de un finiquito. El Registro no acepto 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 titulo inscrito en el Registro, al ocupante aunque este califico y habia recibido la solvencia de la OTT. La Ley 180 soluciono parte del problema declarando que el Finiquito es suficiente para inscribir el traspaso juridico en el Registro a favor del Estado. Sin embargo, cuando el confiscado no acepta la indemnizacion, tampoco hay solucion 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 Analisis de la Situacion 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 fue 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 el 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 nicaraguenses". 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 nicaraguenses, 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 esto 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 remato el inmueble por no haber cancelado una deuda hipotecaria). Sin embargo, por algún error la CNRC le aprueba 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 estos 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 Nicaraguense 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 aun, 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 rapidamente el documento, porque son entidades distintas e independientes OCI sugiere que el interesado vaya al INRA para insistir, y el interesado quizas vive en otra parte, o ni siquiera sabe que el problema esta 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 rapidamente al interesado y a cualquier otra persona vinculada al proceso, del estatus actual de cada reclamo. Solamente de esta manera, podria detectarse los obstaculos que atrasen el tramite, y aclarar si es el interesado mismo que debe tomar el proximo paso. Se le podra informar cual documento falta, y donde lo tiene que entregar. Y si la demora se localiza por el lado del sistema de resolucion, se sabra en cual unidad esté detenido, y por cuanto tiempo.⁶

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

1.7 El Nombramiento del Vice-Ministro para la Propiedad

Esta recomendacion ha sido acogida y esta 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 administracion 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 esta avanzando en la reubicación en un solo edificio, moderno, de casi todas las oficinas del sector publico 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 mas rapidamente, si las partes desean resolverlos.

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

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

⁶ Vease, ademas, Sanchez Mora, Roberto, "Apoyo a la Solucion al Problema de la Propiedad: relevamiento de datos y analisis de procedimientos, flujos, tiempo requerido para ejecucion 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 mejoro notablemente las condiciones de los Bonos de Pago de Indemnización (BPI). Elevo la tasa de interes, autorizo por Ley la emision de los Bonos, y dispuso por primera vez el pago de intereses por cada semestre vencido, luego de capitalizar el interes devengado durante los primeros 24 meses. El primer cupon vence en el mes 30 de la emision de cada bono.

Tal como ocurre en otros paises, esta ley autorizo 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 aprobacion de la Ley 180 aparecen en el grafico que sigue. Se paga una tasa mayor de interes, se paga el valor principal del bono en cuotas a partir del año 11, y se paga el interes en dinero, en vez de capitalizandolo a pagarse al final. hace que es mucho mas 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 mas difícil para un gobierno futuro dejar de cumplir, al igual que hace con otros valores fiscales de plazos mucho mas cortos.

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

Aun 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 maximo 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 mas "Certificados de Bonos de Pago de Indemnización" (Vease 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 mas alto que el límite legal de 10 000 Cordobas. 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.

Grafico no 1 Los Cambios Hechos por la Ley 180

	Ley 180	Antes
Plaza de vencimiento	15 años	20 años
Tasa de interes	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
Correccion monetaria	Segun el dólar	Segun el dolar
Exoneracion 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 --Garantias 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 teoria, hay bonos de 10 000, 5 000, 1 000 y 500 Cordobas. Y si uno insiste la Tesoreria le elaborara y le emitira mas de un certificado, fraccionando el monto de indemnizacion en cantidades mas convenientes. Pero en muchos casos, al indemnizado no se le ha ocurrido pedir esto. Y para el personal de la Tesoreria, es mas trabajo emitir certificados "pequeños" en vez de uno grande, ya que por cada certificado alguien debe llenar a maquina los detalles (vease el ejemplo) y a cada uno, hay que colocarle la firma en facsimile del señor Ministro de Finanzas. Posteriormente, el Tesorero de la Republica debe firmar manualmente cada certificado.⁷

2.3 Los Certificados Deprimen el Precio en la Bolsa de Valores

Ahora, el personal de la Tesoreria quiere atender bien al indemnizado. Si el tenedor de un certificado va a la Tesoreria 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 mas 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 telefonos o de impuestos. A ellos, no les sirve un Certificado de Bonos de Pago de Indemnizacion 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 fraccion de dicho valor.)

⁷ Un indemnizado nos dijo haber pedido que se le entregaran "certificados" de un monto maximo de 10 000 Cordobas cada uno, o sea el mismo valor de un "bono" en la ley. Como el indemnizado tenia derecho a una indemnizacion elevada la Tesoreria tendria que emitir casi mil certificados cada uno con la firma manuscrita del Tesorero, y los pormenores escritos por maquina. Al fin, segun el interesado el personal acepto 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 pidio a un agente de la Bolsa comprar bonos hasta por un monto determinado al menor precio posible. El agente pudo cumplir el dia siguiente en el 18% del valor nominal. La mayor parte encontro en manos de otro cliente del mismo Puesto de la Bolsa (empresa socia de la Bolsa) pero declaro que le costo horas y muchas llamadas telefonicas encontrar otro agente que tuviera cliente con ganas de vender un Certificado pequeño para completar el pedido. Curiosamente se baso la liquidacion en el valor nominal al dia de la transaccion mas la correccion monetaria pero no se incluyo el interes acumulado del 3% anual desde la emision. El vendedor perdio 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 Cordobas que corresponde a un bono emitido en un mes determinado. La precisión en cuanto al interés devengado sería menor, 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 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 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 Cordobas. 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 numero de certificados emitidos y todavia 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 maximo 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 correccion monetaria, monto que debe sumarse a los montos indicados en el cuadro)

Se sugiere un canje de todos los certificados actuales, sustituyendolos por bonos de fecha del final de mes, con cupones para el pago de interes a partir del mes 30, como dice la Lev 180 Obviamente, el canje debe ocurrir antes de agosto de 1995, cuando procede cancelar el interes a los primeros bonos emitidos Pero para mejorar la aceptacion de los bonos por los tenedores seria 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 mecanicos de los Cupones de Pago de Intereses

Primero, veamos como son los cupones, cuanto será su valor nominal, y como funcionara la cobranza de los cupones vencidos

3 1 1 ¿Que debe aparecer en cada cupon?

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

- + Numero de secuencia del cupon (desde 1 a 26 inclusive, en este caso)
- + Fecha de vencimiento del cupon
- + Monto en Cordobas que se pagara en esa fecha (no incluye correccion monetaria)
- + Tipo de cambio base para la correccion monetaria
- + Declaraciones por ejemplo, que el monto sera cancelado a su simple presentacion a la Tesoreria de la Republica, en o despues de su vencimiento, y que puede utilizarse para

⁹ El numero de certificados emitidos no es necesariamente igual al numero de personas indemnizadas En algunos casos el indemnizado pidio que se le emitieran mas de un certificado para facilitar su venta posterior Y desde luego una sola propiedad confiscada puede, en algunos casos llevar a la indemnizacion de mas de un propietario Igualmente un reclamo puede incluir mas de una propiedad confiscada y se dan casos en que una misma persona haya presentado mas 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 ¿Irian 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 quien 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 cual 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 cupon separado, que se podría mandar a imprimir.

CUADRO NO 1
CERTIFICADOS EMITIDOS Y NO REDIMIDOS

Mes de Emision	Numero 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 Tesoreria General de la Republica. Monto de interes 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 correccion monetaria desde el mes de la emision hasta el mes de vencimiento del cupon. Por ejemplo, si el tipo de cambio en la fecha de la emision fuera de C\$5/US\$1.00, y en la fecha de vencimiento fuera de C\$7.50, entonces el monto a pagarse sera lo indicado arriba para ese mes, mas 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 despues de octubre de 1994 y luego debe elevarse segun la correccion monetaria entre el mes de emision y el mes de pago.

¹² Ver nota anterior.

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

Recomendacion 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 llevaria 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 mas los intereses capitalizados de los primeros dos años). Si se combinan los dos montos en un solo cupon 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 cupon separados desde el comienzo.

El Cuadro 2 ilustra el monto de cada cupon, para un bono tipico, 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 Segun un ejecutivo del American Bank Note Company Mr. Richard John con un pliego de mas 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 tecnologia mas costosa para el pliego mayor.

3.2 Comentario La Mecanica 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 amortizacion de principal

1) De esta manera se hace mucho mas claro y transparente la seriedad del Bono con un documento impreso que precisa cada monto a pagarse, y la fecha exacta en la cual sera pagada. Esta formalidad subraya el compromiso del gobierno actual y los del futuro, a redimir los bonos y asi motiva a los inversionistas, nacionales y extranjeros a comprar los bonos como inversion 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 Cordobas cada uno puede vender un bono si solamente necesita unos pocos miles. Ya que parte del Bono no sera pagado antes de 10 años o mas, recibira una fraccion de su valor nominal. Pero tiene unos cupones que vencen en el año 1995 o 1996. Por ellos, recibira en la Bolsa de Valores, un monto mucho mas cercano al valor nominal, porque falta poco para su pago

Al comienzo del sistema nuevo de bonos con cupones, un cupon que vence en un año o menos, se vendera probablemente por el 80 o el 85% de su valor nominal, segun la tasa de interes en el mercado de valores, y por la desconfianza del tenedor si realmente se le va a pagar el cupon sin demora ni problema. Pero una vez que se ve que el cupon es pagado en su vencimiento sin ningun problema, este reflejara solamente el descuento tipico de una inversion a corto plazo en la Bolsa

Una vez vencido el cupon, el tenedor podra venderlo en 98 o 99% de su valor nominal, porque ya es equivalente a dinero líquido. El comprador no tiene que hacer nada mas que ir a la Tesoreria para cobrarlo, o alternativamente, depositarlo directamente en su cuenta corriente en cualquier banco en Nicaragua. (Vease recomendacion en 3.4, abajo)

CUADRO 2

Un bono típico, de 10 000 Córdobas, emitido en agosto de 1993
 Monto de interes 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 correccion 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 interes mas una amortización de C\$ 2 121,80

Mas correccion monetaria hasta la fecha del vencimiento

CUADRO 3

Un bono típico, de 10 000 Cordobas, 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

Mas 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 podran utilizarse en el pago de cualquier impuesto devengado. Esta garantia le asegura al tenedor de un cupon que nunca tendra que preocuparse de si el Tesorero de la Republica tiene dinero con el cual pagarle el monto de intereses vencidos. Sencillamente utiliza el cupon como parte de pago de cualquier impuesto, y el Estado da por cancelado el impuesto. En el Ministerio de Finanzas, se nos informaron que tambien 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 articulo 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 garantia al dorso de cada cupon.

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 deposito del tenedor, en su cuenta corriente o de ahorro, y descuenta el valor nominal del cupon del saldo de la cuenta del mismo gobierno en el mismo banco comercial, donde se depositan los ingresos por concepto de impuestos.

Recomendacion no 7 Emitir un decreto o instructivo a los bancos comerciales, autorizandoles recibir los cupones vencidos, como dinero efectivo. Los bancos descontaran el valor nominal de los cupones del saldo del mismo Gobierno, en la cuenta de cobranza de impuestos. Remitiran 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 confusion inicial acerca de la separacion 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 dificil. 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 calculo 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 tendran mucho gusto en buscar precisamente los cupones que falten. Debido al hecho de que los cupones (y los bonos mismos) tienen distintas fechas de emision, y que los cupones de vencimiento mas temprano valen mas que los cupones de vencimiento lejano, habria que precisar que el interesado debe presentar los cupones con fecha original de emision igual o antes de la fecha de emision del bono mismo, para que fuesen aceptados como parte de pago

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

A Reemplazo del cupon o de los cupones que falten

Supongase que un tenedor de un bono de Córdoba 10 000, emitido en agosto de 1993 haya separado y vendido el primer y el segundo cupon (mes 30 y mes 36 desde la emision). Si el valor del bono es de Cordobas 10 000, el valor con interes del 3% capitalizado al mes 24 es Cordobas 10 609 al 31 de agosto de 1995. Luego, al 4.5% anual, el interes devengado al mes 30 y al mes 36 sera Cordobas 238,70 en cada cupon, y su vencimiento sera a fines de febrero y de agosto de 1996

Ahora, supongase que el tenedor compra algo en un remate de la Aduana justamente en el segundo aniversario de la emision del bono, o sea, en agosto de 1995. Le faltan los dos primeros cupones, porque los separo y vendio para resolver un pequeño problema de flujo de dinero. (Probablemente consiguio alrededor del 85% del valor nominal, ya que falta poco para su vencimiento y pago y el comprador podra 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 cupon 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 mas frecuente, no sera dificil en absoluto encontrarlo. Puede costarle mas o menos que el 85% de su valor nominal -- segun la oferta y la demanda en el momento en que los busque en la Bolsa. ¿Pero los podra encontrar?

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

problema, valen mas 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 mas 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 operacion se hace en agosto de 1995 (mes 24 de la emision)

Valor nominal del cupon = C\$ 238,70, antes de la correccion monetaria
(10 000 + el 3% capitalizado durante dos años, por 4.5%/año, por 0.5 año)

Por la ausencia del cupon no 1, que vence el 29 de febrero de 1996, se le descuenta el interes del 4.5%, durante medio año (porque se hace la operacion en agosto de 1995) se le rebaja al valor nominal del bono, la suma de Cordobas 233,45

$$(C\$ 238,70 / (1.00 + 0.0225)) = C\$ 233,45$$

Por la ausencia del cupon 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

$$(C\$ 238,70 / (1.00 + 0.045)) = C\$ 228,42$$

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 valido para comprar activos fiscales	C\$ 10 147,13
(Este monto sera aumentado, por la correccion 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 emision. Ya que ahora se propone que la amortizacion del valor se pague en cinco cuotas, habran cinco cupones de amortizacion del valor principal (Vease especialmente la muestra brasileña). Sin embargo, el "Bono" quiere decir el

cuerpo entero del documento, con uno o mas cupones de amortizacion adheridos
Puede o no tener adheridos todavia, los cupones de pago de interes

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 ¿Porque 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 amortizacion del valor principal

Segundo, si se aceptaran los cupones, como sustituto de dinero efectivo para adquirir activos fiscales, se procederia a calcular su valor en la Bolsa y no su valor nominal, ni tampoco su valor actualizado, descontandolos por la tasa de interés que paga el cupon 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 aparecerian los mas lejanos

Obviamente, se puede realizar una ganancia considerable al entregar un Bono, pero se esta entregando el valor que contemplo la Asamblea Nacional, y hay que respetar esa decision No hay que pedirle ademas, que amplie esta facultad, ya existen Bonos suficientes para satisfacer la demanda para este proposito

4 LOS PRECIOS DE LOS BONOS EN LA BOLSA DE VALORES

En el debate publico alrededor de la Ley 180, los pronosticos anticiparon una alza en el precio de los certificados de Bonos de Pago de Indemnizacion en la Bolsa de Valores. Segun un comisionista de la Bolsa de Valores algunas personas compraron bonos con la idea de duplicar su inversion en pocas semanas vendiendolos 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 inversion financiera motivada por la tasa de interes, aumentada por la Ley 180, mas otras facilidades contempladas en la Ley 180.

La Ley 180 fue aprobada el 12 de julio de 1994. El precio mas 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 comento que la aprobacion de la Ley de Revalorizacion de Bonos de Pago por Indemnizacion (Ley 180) deberia haber hecho saltar el precio de los bonos a unos 52 centavos por Cordoba de valor facial. Atribuyo esta proyeccion al Ministro de Finanzas, sin precisar la fecha ni las bases de tal proyeccion, las que pueden haber sido muy distinto de las condiciones de la Ley aprobada.

El seminario informo que la mayoria de los analistas financieros anticiparon que se situaria en unos 47 centavos. Segun el comentarista, cotizaciones alrededor del 27% en la Bolsa indicarian que los inversionistas exigen un rendimiento real del orden de 18%, lo que indicaria una percepcion de riesgo del no pago.

¹⁴ La transaccion 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 mayoria de las transacciones durante el mes de agosto se realizaron en el 26%.

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

Segun el comentarista, los especuladores vendieron en el 27%, felices de haber ganado en pocos dias el 58%, al revender bonos que habian comprado entre el 16 y el 18%. Por esto, es que el precio no siguió en aumento. Además cito incertidumbre sobre la privatizacion del TELCOR, fuente principal a la vista de recursos para la redencion de los bonos

Termino el comentarista de Cable Centroamericano estimando que de todas maneras, aun sin TELCOR, el precio llegaria 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 rendiria al menos el 18% anual, en dolares

En Mercado Financiero¹⁶, Raul Lacayo opino que faltaba mayor informacion al publico sobre las cantidades de bonos a emitirse y cantidades a redimirse, y que el Gobierno debiera de intervenir, comprando en el mercado a traves del INSSBI, INISER y fondos de pension. Además, comento que falta simplificar el mecanismo de pago de intereses y la presentacion del bono en general. Destaco que si el Gobierno acepta el compromiso a fondo por mantener el valor de los bonos, habra interes 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 reflexion. Estas son la falta de precision en cuanto a las garantias 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 inversion financiera

4 2 1 La Falta de Transparencia en Cuanto a los Recursos para Pagar a los Bonos

Segun la Ley 180, los recursos para pagar el interes que devengan los bonos, vendra de la venta de activos y empresas del Estado, pero de todas maneras el Presupuesto General de la Nacion debe contemplar las partidas necesarias para completar el pago del interes. 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, pagina 17

No esta tan nitido, 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 inversion fiscal que favorezca solamente a una minoria de los nicaraguenses 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 interes 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 mas, son muy pocos que los compran en la Bolsa como inversion financiera muy rentable.

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

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

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

¹⁷ La Ley no aclara a cual minoria se puede afectar. Solamente lo dice implicitamente, dice que para el pago de los intereses semestrales, el texto dice "no se aprobaran nuevos impuestos o incrementos de los existentes ni se afectaran los planes de inversion publica ni los programas sociales que benefician a la mavoria de los nicaraguenses" (Arto 10)

Recomendación número 8 Que los fondos de pension 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 Nicaraguense, 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 dio en arriendo con opcion de compra 12,171 manzanas y equipos de riego ¹⁹ En el Ingenio "Benjamín Zeledon" 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, segun CORNAP, el Complejo Turistico 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"

Segun el Decreto 56-92, "las empresas, bienes o participaciones descritos arriba serán ofertadas dentro del proceso de privatizacion en un periodo no mayor de cuatro años " O sea, el proceso terminaria a mas tardar en 1996

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

Queremos dejar muy claro que en nuestras entrevistas con los empleados de CORNAP, responsables de la privatizacion, no hemos encontrado indicios de tal problema Al contrario, los "Avances" del Proceso de Privatizacion 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, segun los confiscados, no se ha anunciado la fecha ni la forma

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

19 Fuente citada

20 Fuente citada

21 Fuente citada, pagina 34

22 Fuente citada, pagina 41

en que se proyecta realizar la venta. Quizas entre ellos habria 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 tenia CORNAP en enero de 1991 al llegar a fines de diciembre de 1994 solamente quedaron 10 empresas por privatizar. CORNAP ha recibido asistencia tecnica 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"

Segun el artículo 6 de la Ley 180, los Bonos de Pago podran ser redimidos mediante licitacion con recursos provenientes de excedentes neto en efectivo de la privatizacion o con fondos de Cooperacion Externa obtenidos especialmente para este proposito

No se anticipa ninguna donacion externa con el proposito de redimir bonos de pago de indemnizacion. Basicamente, las instituciones internacionales y otros gobiernos normalmente estiman que los asuntos de tierras y casas rurales y urbanas son algo interno a cada pais, 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. Segun ellos, hasta la fecha, no ha aparecido o no se sabe que se ha utilizado para redimir bonos a través de la Bolsa de Valores o de otra manera. La transparencia y la informacion amplia obviamente procede, ya que las empresas y activos han sido del sector publico

La Presidencia de CORNAP tambien nos comunico que hasta diciembre de 1994, se habia 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 asi ha sostenido el precio de los bonos en el mercado

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

Hay otro aspecto importante de la labor de CORNAP. Devolvio a los dueños legitimos 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 porque 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 fue 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 fue 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, fue por concepto de mejoras hechas por el Gobierno durante el lapso en que la empresa fue del sector público

24 Fuente citada, página 55

Tratandose de bienes publicos, exigen claridad "¿A quien fueron vendidas, a que plazo, con que tipo de interes, con que correccion monetaria y con cuales garantías?" Desconfiados, preguntan, "¿Se han cumplido con las cuotas de pago?" Y si hay mora, preguntan "¿Que medidas estan tomandose para hacer efectiva las garantias y recuperar a la empresa o a los activos vendidos?" Y luego proponen que toda empresa recuperada por incumplimiento de un comprador, sea licitada publicamente para que los tenedores de bonos puedan comprarla directamente en subasta con los bonos

CORNAP no subestimo el aspecto de cobranzas de lo vendido a credito. Creo una Unidad Finiquitadora, para formalizar los aspectos vinculados al finiquito de las transacciones, y la verificacion de cumplimiento de contratos incluyendo la cobranza ²⁵ Por lo tanto, lo unico que faltaria para tranquilizar a los tenedores de bonos, es dar a la prensa, los informes internos de su labor, especificamente en cuanto a los terminos de los creditos, 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 mas 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 privatizo 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, tratandose de la venta de bienes publicos, no habria razon para no informarle al publico del cumplimiento de pago por todos, empresarios y trabajadores. Y si estos no pueden cumplir, la publicidad puede ayudar a canalizar hacia ellos, asistencia tecnica u otra para superar los problemas

Recomendación número 12 Que se facilite a los medios comunicativos y por ella, al publico los informes internos de CORNAP, acerca de lo que se vendio con facilidades de pago, aclarando la identidad del comprador en cada caso, las garantias dadas, los plazos y las condiciones de pago (prima, cuotas, fechas, tasa de interes, y correccion monetaria), y el cumplimiento a la fecha por el deudor. Tratandose de la venta de activos y empresas del sector publico, no debe haber ningun problema para facilitar esta informacion a cualquier persona

25 Fuente citada, pagina 7

Recomendación numero 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 numero 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 ambigua. 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 aplicara ninguna parte de esta 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 Cordobas "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 como ha sido utilizado el producto de la privatización de las empresas ya privatizadas. ¿Que cantidad de deuda externa fue liquidada, cuales deudas de las empresas privatizadas quedaron canceladas, y a quienes, etc.? Y ¿Que fue el saldo neto? En el caso de un saldo neto positivo, ¿Como ha sido utilizado en favor de los tenedores de bonos? O si se ha vendido una empresa con facilidades de pago, ¿Como y cuando se recibirán las cuotas adeudadas? Y en este caso, ¿Como y cuando 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

Seria logico exigir que este pago ocurre por lo menos tan rapido como son los vencimientos de los cupones y las amortizaciones de los bonos. De esta forma, los deudores darian al Gobierno los recursos para cancelar los intereses y las cuotas de amortizacion 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 demas contribuyentes no tienen por que subsidiar a los traspasos de estas propiedades no-humildes.

La forma más practica y logica 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 numero 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 indemnizacion, pagando en dinero efectivo una prima dentro de 60 dias y luego en cuotas no inferiores al monto que el gobierno debe desembolsar para pagar el interes y la amortizacion de los bonos correspondientes. O sea, debe cancelarlo todo en el plazo de 15 años maximo. 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 periodos de seis y de doce meses. Puesto que los bonos pueden adquirirse en la Bolsa en una fraccion de su valor nominal, fue una buena oportunidad para los deudores.

Recomendacion número 17 Se recomienda redactar y aprobar una Ley que autorice la cancelacion 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 promulgacion de la ley.

²⁶ La ley actual solamente les obliga cancelar durante 20 años, "a su conveniencia". Seria conveniente aclarar publicamente cuantos de estos deudores han encontrado "conveniente" comenzar a pagar dicha deuda, cuanto han pagado a la fecha, y cuales 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 baja, 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 edificadas, 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 acepta cobrar el valor de los inmuebles mas grandes confiscados, a los ocupantes actuales, se puede especializar este monto tambien a la redencion 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 privatizacion, una alternativa estaria en especializar algun ingreso extraordinario del Estado para garantizar el pago de los bonos. Un ingreso obvio de este tipo seria el producto del impuesto al cafe de exportacion

Normalmente, se recomienda no especializar los impuestos, pero en el caso especial de un impuesto extraordinario, que se recauda solamente cuando los precios del cafe suben, quizás podria 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, retirandolos. 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 preocupacion de los inversionistas potenciales en los bonos, como inversion financiera a largo plazo, está principalmente en la inseguridad del pago final puntual del valor nominal de cada bono. Esta preocupacion ha sido resuelto en cuanto a la deuda externa de unos paises mediante un fideicomiso externo, basado en valores de la Tesoreria de los Estados Unidos de America. El sistema suele llamarse "Bonos Brady", en recuerdo del entonces Secretario de Tesoreria, 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 pais (digamos, Nicaragua) dispone de unos recursos reales en dolares, 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 mas o menos el 27% del valor nominal ²⁷
- 3) En su vencimiento, o sea, en 15 años, ese mismo bono se cancelara con el 100% de su valor nominal. Pero mientras tanto no se cancela nada de intereses sobre ello. Los cupones de interes se han separado y otra inversionista cobra cada cupon de interes cuando vence. (Los bonos sin cupones de interes adheridos se llaman "strips")
- 4) Mediante contrato de fideicomiso, normalmente con el Banco del Sistema de Reserva Federal en Nueva York, el pais 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 nicaraguenses que en 15 años les cancelara el 100% del valor nominal de los bonos nicaraguenses, en dolares.

6.2 Un Ejemplo

Supongase que de la venta del 40% de las acciones de TELCOR se decide dedicar US \$50 millones a la garantia de pago de los bonos de indemnizacion. Supongase por el momento, que el compromiso fuera de pagar el valor nominal solamente a los 15 años de su emision, y supongase ademas que todos fueron emitidos recientemente, en noviembre de 1994. En este caso, venceria 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 dolares, el valor nominal. Carga lo pagado a la cuenta del Gobierno de Nicaragua, restandolo 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 edicion con fecha de 28 de noviembre de 1994, p. C-18. El mercado estuvo mas o menos en una tasa implicita de interes del 7,6% al año, para los bonos de 15 años. Dicha tasa habia subido mucho ultimamente, a raiz 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 aun 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 cuanto alcanzaran 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 creacion de un fondo de garantia para los bonos de pago de indemnizacion. 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 especificamente una modalidad no recomendable, que aparecio en los diarios a fines del año. Ese proyecto destinaria los fondos procedentes de la venta de acciones de TELCOR, a la construccion de viviendas de parte del Estado. Las viviendas serian vendidas, con facilidades de pago, y -- segun el anteproyecto -- el dinero cancelado por los compradores, se utilizaria para cancelar los intereses y las cuotas de amortizacion 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 pagarian. Dada la historia de "piñatas" y viviendas regaladas, las leyes de suspension de desalojos, y la morosidad en los programas de creditos 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 Indemnizacion, si no es a traves de un programa reciente, en Nicaragua, que haya recuperado efectivamente el dinero y los intereses correspondientes, sin morosidad, sin refinanciamientos, con correccion monetaria, y sin costos administrativos elevados.

7 El Caso Especial de los Confiscados Norteamericanos

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

No es el proposito de este Informe entrar en materia del derecho internacional en estos casos. Sin embargo, hemos descubierto que los bonos de indemnizacion 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 Indemnizacion, una exencion completa a los bonos y a los intereses que devengan, de la tributacion nicaraguense. Pero la legislacion nacional no puede exonerar a los ciudadanos extranjeros, de la tributacion de su otra patria. Y la tributacion 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 tributacion 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 interes 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 legislacion 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.

¿Cuanto 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 mas o menos el 28%. Esto quiere decir que el interes neto, desde el mes 30, no es del 4,5%. Despues de declarar y pagar el impuesto a los EE UU , le quedara solamente el 3.24% neto. (Desde luego, lo mismo pasa con los intereses que pueda ganar sobre certificados de deposito bancario, u valores del mismo gobierno norteamericano. Solamente estan exentos los intereses sobre los bonos de gobiernos municipales y estatales, y por lo tanto ellos devengan tasas de interes bastante bajo.)

Puesto de otra manera, una persona que invoca la ciudadania norteamericana para perseguir su reclamo de indemnizacion, tambien tiene un deber de tributar sobre los bonos, que no tiene el ciudadano nicaraguense.

7.2 Los Bonos y los Impuestos Sucesorios

Consideraciones similares se pueden aplicar en el calculo de los impuestos sucesorios. El impuesto federal de sucesiones, y los impuestos estatales en EE UU , no exime los bonos de pago de indemnizacion. Si bien estan al portador (una vez endosado por el primer bonoteniendo), la fiscalizacion es algo dificil.

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

7.3 Las Ventajas de los Bonos para los Norteamericanos²⁸

Sin embargo, los ciudadanos y residentes de EE UU pueden tambien obtener ciertos beneficios financieros de los bonos de indemnizacion, 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 perdidas de capital.

O sea, una persona o una empresa que haya realizado ganancias de capital en otras inversiones, puede rebajar de ellas cualquier perdida 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 aqui para orientar su propia declaracion 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.

Conclusion El ciudadano nicaraguense 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. Supongase 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 pérdida 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 mas dinero del beneficio tributario, en EE UU , que lo que recibió en la Bolsa de Valores Y entre uno y otro, recibio mas que el doble del 18% que creia recibir Recibio neto, el 18% de 100% mas el 32% de 82% (la perdida" en la Bolsa) En total, los bonos que un nicaraguense 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 perdida 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 mas sorprendente en la tributacion norteamericana, relacionado con los Bonos de Pago de Indemnizacion Si el tenedor los entrega en calidad de donacion 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, recibira 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 donacion (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 paises, y que gustosamente entra en programas en apoyo de la educacion superior del pais que emitió los bonos Hay otros programas parecidos y el autor tendria mucho gusto en ayudar a cualquier lector, sin costo ni compromiso, encontrar uno de su gusto

impuestos. O sea, recibe sustancialmente mas al regalar los bonos, que lo que recibiria al venderlos el 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 interes y amortizacion, y dona los Cordobas a una institucion nicaraguense educativa con la cual mantiene un programa de intercambio y asistencia tecnica

7 5 Los Programas de Canje de Bonos para el Desarrollo

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

En su forma mas 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 proteccion ambiental, a una entidad sin fines de lucro, en Nicaragua. Luego, piden que el Gobierno cancele esa deuda, en Córdoba, antes de su vencimiento normal y antes de pagar otra deuda. Luego la entidad no-gubernamental gasta los Cordobas en su programa, en beneficio de sus propósitos

El problema con muchas ofertas de este tipo, es que descansan en una ilusion de ofrecer algo sin costo. De hecho, al pagar cualquier deuda antes de su vencimiento, el Gobierno aumenta la cantidad de Córdoba en circulacion. 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 favorecerian a Nicaragua, que debe alentarse, y que ayudarian 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 mas

La entidad sin fines de lucro puede cobrar el interes 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 aqui a 15 años, también tendra necesidad de fondos para sus programas. Por lo tanto, esa institucion pasa a ser un inversionista a largo plazo, que falta para crear un mercado de valores publicos en Nicaragua

7 5 2 Algunas Entidades Podrian Utilizar los Bonos Ahora Mismo

Algunas instituciones nicaraguenses podrian ocupar los bonos de inmediato, en pago de cuentas atrasadas de luz o telefonos, 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 aplicarian a las entidades sin fines de lucro. Asi es que una persona o empresa puede donar bonos en su valor nominal a una entidad de este tipo, y ella a la vez podria 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 direccion 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 -- exijan 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 America 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 pais y altamente conveniente

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

8 El Casco Central, la Titulación y la Resolucion de los Conflictos

Finalmente, es conveniente analizar la situacion actual del Casco Central de Managua, incluyendo el edificio del Banco de America. Ademas, conviene insistir en la necesidad de una resolución definitiva de los conflictos de la propiedad en Nicaragua, lo que parece estar mas 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 tecnicas de construcción anti-sismica, y ahora parece perfectamente factible limpiar los escombros e lanzar una reconstrucción de esta zona por completo. Tampoco es necesario ningun gran esfuerzo del sector publico, bastaria un concurso para proyectos urbanisticos que puedan presentar los especialistas mundiales en busqueda 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 urbanisticos con muy buenos resultados

Recomendación numero 22 Aprovechando los adelantos en la construcción anti-sismica, rematar tambien los lotes vacios en el Casco Central de Managua, lo que creara inversiones y creación de empleos, en favor de toda la sociedad. Se debe orientar mediante un gran proyecto urbanistico, 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 ubicacion cerca de la Asamblea Nacional, algunos oficinas estan ocupadas en forma semi-precaria por el poder Legislativo. Sin embargo, el

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

Recomendamos que se llame a un remate o subasta publica de una vez antes del fin de 1995 Para facilitar la participacion de inversionistas medianas, recomendamos que se piden 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 vision 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 mas altos, o si sus pretensiones o capital son mas 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 aplicarian en el caso de venta por pisos Igualmente, habria que definir la situacion 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 aritmetica 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, quizas, 30 dias despues de haber sido declarado ganador del edificio o de uno o mas pisos, para comprar y entregar los bonos (Sin embargo, seria razonable exigir que cada oferta venga acompañada del 10%, en bonos o en dinero efectivo, de garantia 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 aun antes del remate)

Recomendación número 23 Resolver la situacion del edificio del Banco de America mediante un remate publico 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 OOT. 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 Nicaraguenses 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 a 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 porque 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 ordenes judiciales Los técnicos y los extranjeros no pueden resolver esta situación, pero parece que los Nicaraguenses 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

Notese los numeros de control, lo que se hace por computadora con una economia 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 mas grande)

4 Muestra de un cupon no adherido Una alternativa

De optarse por la alternativa, se podria 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 reconciliacion, y sustituir la firma manual por una firma facsimile La firma manual solamente correspondería a la ultima revisión de la Resolucion de Indemnización, la que emite la OCI dirigida a la Tesoreria El Tesorero podria firmar esta Resolucion, para certificar haberla revisada, pero los Bonos estandarizados llevarian 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 PUBLICADA 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 10

MINISTRO DE FINANZAS



Ministro de Finanzas

TESORERO GENERAL DE LA REPUBLICA
MANAGUA

BEST AVAILABLE COPY

51

Eurobond Certificate (front)

0001000 LU0002726551 00 000000

ECU 1 000 ECU 1 000



REPUBLIC OF SOUTH AFRICA

ECU 40,000,000 Retractable Bonds due 1999

BEARER BOND OF ECU 1,000

The Republic of South Africa for value received hereby promises to pay to bearer the principal sum of

ONE THOUSAND ECU

on March 28 1999 (or on such earlier date as such principal sum may become payable) and to pay interest thereon all in accordance with and subject to the terms and conditions set forth on the reserve hereof

This Bond is one of a series issued by the Republic of South Africa in accordance with section 10 of the Exchequer and Audit Act 1975 (Act 66 of 1975)

March 28 1984

REPUBLIC OF SOUTH AFRICA

Op J. H. ...

Minister of Finance



53

Eurobond Certificate (back)

TERMS AND CONDITIONS OF THE BONDS

[The following text is extremely small and illegible due to the quality of the scan.]



GOBIERNO DE LA REPUBLICA DE NICARAGUA
 MINISTERIO DE FINANZAS

CUPON DE INTERESES DE CERTIFICADOS DE BONOS DE PAGO
 POR INDEMNIZACION CUPON No



FORMULARIOS I NO RD N 3 16 9 223 7 223 34 CN 0 1 9 3

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 C\$ _____ 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

BEST AVAILABLE COPY

55