NEPAI PROJECT

Nicaragua Economic Policy Analysis & Implementation

ALGUNAS ALTERNATIVAS PARA EL USO DE RECURSOS PROVENIENTES DE LA VENTA DE ACCIONES DE TELCOR

A Report by Dr John Strasma

Prepared under USAID Contract #524-0339-C-00-4015-00
July, 1994
Managua, Nicaragua

1

ALGUNAS ALTERNATIVAS PARA EL USO DE RECURSOS PROVENIENTES DE LA VENTA DE ACCIONES DE TELCOR

Dr John Strasma[1]

Resumen Ejecutivo

Se proyectan emisiones totales de Bonos de Pago por Indemnización, netas de los Bonos redimidos en la compra de activos estatales, pago de deudas morosas, etc , de unos C/ 4 000 millones, o sea, más o menos US $500 millones, a completarse a fines de 1996

Las fuentes principales de recursos para respaldar los bonos son los recursos generados por la venta de acciones de TELCOR, más las sumas a pagarse por los ocupantes de las casas superiores de 100 metros cuadrados y de fincas superiores a una extensión determinada La emisión total de Bonos de Pago por Indemnización podría cubrirse mediante el uso de recursos obtenidos por la venta de acciones de TELCOR, pero esto requiere la venta de más del 40%, la cifra que se viene manejando para esta primera venta

Si se destinan recursos provenientes de la venta de acciones de TELCOR, a otros usos que no sean respaldar o redimir a los Bonos de Pago por Indemnización, entonces habrá que dedicar recursos de otra fuente (Por ejemplo, de la venta de la Empresa de Cementos, o de unos activos de la empresa eléctrica, o de la cartera de los bancos estatales)

A nadie le satisface la cotización actual de estos Bonos en el mercado, se encuentra entre el 15% y el 22%, con el porcentaje mayor para los Bonos de menor monto (C/ 5 000, por ejemplo), y para los Bonos de mayor antiguedad, ya que a los Bonos emitidos en 1993 se comienza a pagar el interés cada seis meses, a partir de agosto de 1995

Para hacer subir el precio de los Bonos en el mercado, hay tres

---

[1] Profesor de Economía, Universidad de Wisconsin, 10 de julio de 1995 Es de exclusiva responsabilidad del autor Cualquier error, y los juicios y recomendaciones, pueden o no coincidir con los juicios o intenciones del Ministerio de Finanzas y de la USAID

métodos que mas parecen factibles avalarlos con bonos extranjeros a traves de un fideicomiso en Nueva York, ofrecer comprar los Bonos de Pago en el mismo precio que el gobierno pagaría para comprar los bonos extranjeros para avalar a los Bonos de Pago, o llamar a una Subasta para retirar los Bonos de Pago que ofrecen los bonotenientes en menor precio A continuación se explica cada uno de estas alternativas, a veces con variantes Ademas, no son excluyentes, se puede utilizar una parte de los recursos de la venta de acciones de TELCOR en cada uno si asi desean los que deciden

Por último, procede notar que no es aconsejable utilizar los Bonos de Pago, en su valor nominal, para el pago de deudas morosas recientes Ya se dio una oportunidad a los morosos, de pagar sus cuentas, en la Ley 180

Al circular rumores que habria otra oportunidad, e incluso para deudas tan frescas como fines de 1994, los clientes que normalmente están al dia, ya comenzaron a caer en la mora frente al INSSBI y BANADES, contando con otra oportunidad de pagar con Bonos Este "riesgo moral" es peligroso para cualquier sistema financiero, y no conveniente dejar que se establezca

Por lo tanto, lo más que se podría hacer, es permitir nuevamente durante quizás tres meses, cancelar las deudas morosas **de antes de julio de 1993** O sea, una última oportunidad para los que ya contempló la Ley 180 Pero no se puede recomendar una nueva oportunidad para deudas mas recientes, a pagarse con bonos en su valor nominal Esto sería ruinoso para los bancos y las empresas públicas, y para el moral del cliente que paga puntualmente

Cabe recordar que ademas los ocupantes de las casas de la Ley 85 tienen derecho a pagar el valor catastral de la casa en bonos, hasta tres años, les quedan dos años para cumplir Se estiman que estos pagos llegarán a US$ 90 millones, para facilitar la operacion, unos tenedores de bonos ofrecen prestar los bonos a los ocupantes, a cambio de garantias hipotecarias, y a la tasa de interes normal para operaciones hipotecarias Estos pagos, más la venta de todas o casi todas las acciones de TELCOR, llegarian a cubrir la totalidad de los Bonos de Pago por Indemnizacion, emitidos y por emitir

CUADRO RESUMEN

Fuente	Recursos Generados	Cantidad de Bonos Absorbidos o Garantizados (Valor Facial)
TELCOR:		
Venta del 40%	US $100 millones	US $200 millones
Venta de 20% mas	US $50 millones	US $100 millones
Emisiones totales, Serie A		US $ 300 millones
Ventas directas		
Venta de otros 20% de las acciones a los tenedores de bonos, al 50% del valor nominal (Serie B Emisión de US $100 millones)		US $ 100 millones
Uso del 20% restante de TELCOR		
Otros Ventas de acciones en efectivo, ventas de acciones a los trabajadores, y ventas de acciones retenidas por el Gobierno Financian viviendas, garantías de préstamos de fomento, etc		
CASAS GRANDES.		
Cédulas hipotecarias respaldadas por hipotecas sobre las casas y fincas grandes		US $ 90 millones
ACTIVOS VARIOS Banco de America, deudas en mora, casco urbano, cartera vencida, etc		US $ 10 millones
Total, Emisiones Estimadas		US $ 500 millones

ALGUNAS ALTERNATIVAS PARA EL USO DE RECURSOS PROVENIENTES DE LA VENTA DE ACCIONES DE TELCOR

Dr John Strasma[1]

Resumen Ejecutivo

Se proyectan emisiones totales de Bonos de Pago de Indemnizacion, netas de los Bonos redimidos en la compra de activos estatales, pago de deudas morosas, etc , de unos C/ 4 000 millones, o sea, mas o menos US $500 millones, a completarse a fines de 1996

A nadie le satisface la cotizacion actual de estos Bonos en el mercado, se encuentra entre el 15% y el 22%, con el porcentaje mayor para los Bonos de menor monto (C/ 5 000, por ejemplo), y para los Bonos de mayor antiguedad, ya que a los Bonos emitidos en 1993 se comienza a pagar el interés cada seis meses, a partir de agosto de 1995

Para hacer subir el precio de los Bonos en el mercado, hay tres metodos que más parecen factibles avalarlos con bonos extranjeros a través de un fideicomiso en Nueva York, ofrecer comprar los Bonos de Pago en el mismo precio que el gobierno pagaría para comprar los bonos extranjeros para avalar a los Bonos de Pago, o llamar a una Subasta para retirar los Bonos de Pago que ofrecen los bonotenientes en menor precio A continuacion se explica cada uno de estas alternativas, a veces con variantes Además, no son excluyentes, se puede utilizar una parte de los recursos de la venta de acciones de TELCOR en cada uno si así desean los que deciden

Por último, procede notar que no es aconsejable utilizar los Bonos de Pago, en su valor nominal, para el pago de deudas morosas recientes Ya se dio una oportunidad a los morosos, de pagar sus cuentas, en la Ley 180 Pero al circular rumores que habría otra oportunidad, e incluso para deudas

---

[1] Profesor de Economía, Universidad de Wisconsin 10 de julio de 1995 Es de exclusiva responsabilidad del autor Cualquier error, y los juicios y recomendaciones, pueden o no coincidir con los juicios o intenciones del Ministerio de Finanzas y de la USAID

tan frescas como fines de 1994, los clientes que normalmente están al día, ya comenzaron a caer en la mora frente al INSSBI y BANADES, contando con otra oportunidad de pagar con Bonos Este "riesgo moral" es peligroso para cualquier sistema financiera, y no conveniente dejar que se establezca Por lo tanto, lo más que se podría hacer, es permitir nuevamente durante quizas tres meses, cancelar las deudas morosas **de antes de julio de 1993** O sea, una última oportunidad para los que ya contempló la Ley 180 Pero nunca una nueva amnistía para deudas más recientes, porque esto es ruinoso para los bancos y las empresas públicas, y para el moral del cliente que paga puntualmente

Las Alternativas en el Uso de los Recursos Provenientes de la Venta de Acciones de TELCOR

Se supone que el monto ofrecido por el mejor postor para el 40% de las acciones resulta entre US $90 millones y US $160 millones Una posibilidad es dividirlo por porcentajes, otra es fijar un monto mínimo que se destinara a cierto uso, y luego dividir entre porcentajes el saldo por sobre ese monto Para efectos de estos ejemplos, optamos por la segunda, ya que permite indicar con certeza la cantidad de bonos a garantizarse (o a redimirse), a pesar del hecho que no se sabrá el monto exacto de la subasta hasta realizar la subasta

Para hacer subir el valor de los bonos, y por lo tanto su precio en la Bolsa de Valores, es mucho más eficaz destinar un monto definido a los bonos, que un porcentaje Por lo tanto, si se venden 40% de las acciones, se ha propuesto destinar los primeros US $100 millones a los bonos, mas un 20% del excedente, en el caso de producirse Igualmente, si al final se decide vender el 60% de las acciones, se destinaría US $150 millones a los bonos, más un porcentaje del excedente

Estos US $100 o $150 millones podrán utilizarse en distintas maneras para apoyar al valor de los bonos

1 Adquirir bonos de otro país, de valor muy definida, como garantía

6

del pago de la amortizacion de estos Bonos de Pago de Indemnizacion en su vencimiento Con US $100 millones, se puede garantizar el pago de unos US $220 millones en Bonos de Pago de Indemnizacion (vease cuadro I)

Para una operación de este tipo, que se llama "Bonos Brady" en honor al Ministro de Finanzas de EE UU que lanzó este tipo de garantía para ciertos bonos emitidos por México y después por varios paises latinoamericanos, se contrata un fideicomiso en un banco o empresa de valores en Nueva York El fideicomiso retiene los bonos que respaldan la garantía en depósito, y en el caso de incumplimiento por un gobierno, en el pago del valor nominal de un bono así garantizado, el bonoteniente puede recurrir al fideicomiso para cobrarlo Esta garantía da tranquilidad al bonoteniente, porque el recurso está fuera del alcance del gobierno deudor El bono latinoamericano, de esta manera, será pagado en su vencimiento independientemente de cualquier evento o cambio político en el pais de emisión Desde el comienzo, se ha cumplido 100% en el pago oportuno de todos los bonos emitidos con una garantía de este tipo Y una vez que un gobierno haya cumplido en el pago oportuno de bonos a largo plazo, los inversionistas tomen confianza y en el futuro, ese gobierno puede colocar bonos de captación de recursos, sin necesidad de repetir la garantía de este tipo

Cuadro 1

Costo de un Bono de Cupon Cero de EE UU
con el Mismo Vencimiento de un
Bono de Pago de Indemnizacion
de C/ 3 750 de valor nominal actualizado
(equivalente de US $500,00)

Fecha de la Emisión (Supóngase en mayo de cada año)		1993	1994	1995
Vencimientos de Cuotas de Amortización (20% cada uno)		Costo, 1 de junio de 1995, de Bonos de Cupón Cero con los mismos Vencimientos		
Fecha	Valor			
Mayo de 2004	US $100,00	$ 57,00	--	--
Mayo de 2005	US $100,00	52,90	52,90	--
Mayo de 2006	US $100,00	49,40	49,40	49,40
Mayo de 2007	US $100,00	45,88	45,88	45,88
Mayo de 2008	US $100,00	42,56	42,56	42,56
Mayo de 2009	US $100,00	---	39,53	39,53
Mayo de 2010	US $100,00	---	---	36,69
Costo Total, para US $500,00		$ 247,74	$ 230,27	$ 214,06
Razón promedio, Valor/costo		49,55 %	46,05 %	42,81%

Notes 1) Del Wall Street Journal, 1 de junio de 1995, p C22 Son las

8

mejores ofertas (precios más bajos) al cierre del día anterior Cuando hay cotizaciones de ventas de bonos sin cupones de interes adheridos, las citamos En caso contrario, usamos el precio de los cupones de interes mismos, como el mejor indicador

2) Las cotizaciones en el diario estan en unidades y en fracciones de dólar de 1/32 Por lo tanto, un precio de 46 16 quiere decir US $ 46 16/32, o $ 46,50, para cada cien dolares en valor nominal o facial, que se cobrara en la fecha de vencimiento

3) Aunque no paga interés alguno, el bono sube en precio cada año porque se acerca la fecha de pago Estos precios corresponden a una tasa de interés implícita entre 6,3% y 6,8% Es el equivalente en Nueva York del LIBOR de Londres, como "metro" para indicar el valor del dinero en el tiempo, libre de riesgo de mora o no-pago [2]

2 **ALTERNATIVA** Para efectos prácticos es lo mismo, para el gobierno de Nicaragua, utilizar los recursos procedentes de la venta de acciones en TELCOR, para comprar bonos norteamericanos para garantizar el pago del valor principal de los bonos nicaraguenses, o pagar el mismo monto a los tenedores y retirar los bonos nicaraguenses [3]

Según esta alternativa, el Gobierno de Nicaragua ofrecería comprar a los tenedores que desean vender, Bonos de Pago de Indemnizacion, en el

---

[2] El "London Interbank Offer Rate" o LIBOR es la tasa de interés que uno de los bancos más grandes y seguros de Londres cobra a otro banco igualmente grande y seguro en Londres, para prestar entre sí montos de reservas monetarias de un día para otro Son préstamos de un día plazo De hecho la tasa implícita de descuento para los bonos de cupón cero de la Tesorería de EE UU corresponde mejor a una tasa libre de riesgos, pero a largo plazo Segun cuadros que aparecieron en el Wall Street Journal del 1 de junio de 1995, esta tasa de interés para préstamos totalmente libre de riesgo de no-pago en su vencimiento, era 6,38% para valores con vencimiento en mayo de 2004, subiendo ligeramente al 6,77% para valores con vencimiento en mayo de 2011

[3] Agradezco a Luis Raul Cerna, dirigente de la Asociación de Tenedores de Bonos, que fue el primero en sugerirme esta alternativa El propone la versión 2A, de compra solamente de los cupones de amortización de principal, como si un valor nicaraguense fuera exactamente tan libre de riesgos como un bono del gobierno norteamericano

precio del mismo bono extranjero que serviría de garantía En este caso, con US $100 millones se puede retirar de la emisión aproximadamente US $220 de Bonos de Pago de Indemnización, casi la mitad del monto total que se anticipa emitir y mas o menos el monto de los bonos emitidos hasta ahora, neto de las retenciones en compra de activos del estado y en el pago de deudas morosos

Hay dos modalidades distintas, para llevar a cabo esta alternativa

2A Comprar solamente los cupones de amortización del Bono de Pago de Indemnización, en el precio de mercado de los valores libre de riesgos en Nueva York (Véase el Cuadro I) Se podría cobrarle al interesado una comisión del 2%, por el servicio En esta alternativa, el bonoteniente retiene los cupones de interés, para cobrarles cuando vencen cada semestre Si desea liquidar también los cupones de interés, tendrá que aceptar el precio que puede obtener en el mercado (o en la Bolsa de Valores de Nicaragua), lo que representa un descuento fuerte, típico del mercado de crédito en Nicaragua, debido tanto al riesgo percibido de no-pago, como a la demanda fuerte de crédito y la oferta limitada de crédito, en Nicaragua, en la actualidad

2B Comprar el bono completo, incluyendo los cupones de interés En este caso, se acepta el hecho de que hay riesgos para los valores financieros de cualquier país en vías de desarrollo Los precios del café y algodón suben y bajan, hay terremotos y huracanes, y nunca se puede pensar que un bono de ningún gobierno latinoamericano es totalmente libre de riesgos Por lo tanto, nunca tiene el valor exacto de un bono del Tesorero de los EE UU con el mismo vencimiento

Sin embargo, los Bonos de Pago de Indemnización no son bonos de cupón cero Devengan intereses, del 3% al comienzo, durante dos años, y luego 4,5% durante cinco años, para terminar pagando el 5% durante los últimos ocho años Este tasa es una aproximación razonable de lo que puede llamarse el "riesgo del país en vías de desarrollo " Por lo tanto, es razonable decirle al bonoteniente, que para cobrar los dólares que no se invierte en un bono extranjero para garantizarle el pago del Bono de Pago de Indemnización, debe entregar tanto los cupones de interés como los cupones

de amortización

En ambas alternativas, no se le obliga a nadie participar Siempre puede el confiscado guardar el Bono de Pago de Indemnización hasta su vencimiento, cuando podrá cobrarlo en dinero efectivo, utilizarlo en el pago de cualquier impuesto, o depositarlo en su cuenta corriente en un banco Y siempre cuenta con la alternativa de vender los Bonos de Pago de Indemnizacion a través de la Bolsa de Valores, o de utilizarlos en la compra de ciertos activos del Gobierno O sea, cobra el 100% de la indemnizacion entre los años 11 y 15 de emisión, o cobra anticipadamente, pero con algun descuento por cobrar antes del vencimiento

También queda otra alternativa más, también sugerida por varios de los entrevistados, confiscados y otros En la tercera alternativa, se usarian recursos provenientes de la venta de acciones de TELCOR para comprar bonos en subastas públicas

3 UNA SUBASTA PARA COMPRAR Y RETIRAR BONOS En esta alternativa, el Gobierno de Nicaragua ofrecería comprar directamente los Bonos de Pago de Indemnización, mediante una subasta, a los tenedores que ofrecen vender más barato Entre los que ya recibieron sus Bonos, los más impacientes venderían mas barato Por ejemplo, en este momento, con US $20 millones se podría comprar y retirar unos US $67 millones en bonos, si las ofertas más baratos promediaran el 30% del valor nominal del Bono de Pago de Indemnizacion, lo que me parece muy probable para la primera subasta

Alternativamente, se podría subastar la compra y retiro de bonos sin distinguir entre los ya emitidos y los por emitir Concretamente, un confiscado u otro tenedor de bonos podría ofrecer un certificado que ya recibió, o podria ofrecer una cantidad determinada de bonos para entrega en una fecha futura, basado en lo que espera recibir al aceptar la indemnización

Comentario Comparando Ofertas de Bonos de Distintas Fechas

Los Bonos de Pago de Indemnización devengan intereses del 3% (capitalizado durante dos años, compuesto anualmente), y luego el 4,5% al año, pagado semestralmente, durante los próximos 5 años, y finalmente, el 5,0% al año, también pagado semestralmente Ademas, el valor nominal es cancelado mediante cinco cupones de amortización, los que vencen 11, 12, 13, 14 y 15 años desde la emisión Cada cupón de amortización vale en su vencimiento, el 20% del valor nominal más el interés del 3% capitalizado durante los dos primeros años Los primeros bonos fueron emitidos en febrero de 1993, y siguen emitiéndose al ritmo de las resoluciones definitivas de indemnización Se anticipa que el monto total de bonos emitidos y a emitirse, neto de los bonos redimidos en el pago de deudas morosas y en la compra de activos y empresas estatales, será C/ 500 millones A fines de junio de 1995, se había emitido C/ 250 millones, y 50 millones fueron redimidos, dejando una emisión neta a la fecha, de C/ 200 millones en circulacion Se espera terminar con todo el proceso a fines de 1996, justamente en vísperas de un nuevo gobierno

¿Cómo podrán compararse ofertas de bonos emitidos en fechas distintas, para decidir cuál le conviene más al gobierno aceptar?

Para ser justo entre los que ofrecen bonos emitidos en 1993, 1994, o 1995, además de los que recibirán bonos en 1996, se haría cálculos matematicos del valor actual del bono según la fecha de emisión O sea, entre un bono emitido en 1993 y un bono emitido el mes pasado, para comparar el precio que el bonoteniente ofrece aceptar, se suma el interes acumulado y la corrección monetaria, al monto nominal del bono, para ver cuales ofertas aceptar

12

Cuadro 2

La Subasta de Compra de Bonos para Retirarlos

Supóngase que se ofrecen dos bonos de C/ 100 000 cada uno, en una subasta realizada el 31 de octubre de 1995 El bonoteniente A ofrece aceptar C/ 31 000 y el bonoteniente B ofrece aceptar C/ 30 000 El bono que ofrece A, fue emitido en octubre de 1993, y el bono que ofrece B, fue emitido en octubre de 1995 ¿Cuál es la mejor oferta?

Bono	A	B
Valor nominal	100 000	100 000
Fecha de emisión	Octubre de 1993	Octubre de 1995
Interés acumulado	6 090 (3% anual, compuesto anualmente)	---
Valor con intereses	106 090	100 000
Corrección monetaria	8 000 (8% x 100 000)	---
Valor Total Nominal	114 090 (valor nominal, octubre de 1995)	100 000
Precio que aceptaria	31 000	30 000
Razón Precio/valor nominal	27 17%	30 0%

Obviamente, oferta A es mas interesante para el Gobierno, que oferta B Aceptar la oferta A, en 31 000 Córdobas, retira del mercado un bono de valor nominal mucho mayor que la oferta B en 30 000 Córdobas

Alternativamente, se puede estimar el monto a pagarse en el

vencimiento de cada bono ofrecido, y la fecha del vencimiento, descontándolo a la fecha de la subasta Como el bono de A vence dos años antes del bono de B, nuevamente la oferta A resulta ser mucho mejor para el gobierno aceptar

Para los bonos aún no emitidos, el oferente indica la fecha en que podrá entregar los bonos que ofrece, y se descuenta para estimar su valor nominal actual, para poder realizar los cálculos de la conveniencia de cada oferta En el caso de ser aceptado su oferta, el bonoteniente oferente debe entregar bonos del monto pactado, en la fecha ofrecida

Si por cualquier motivo no los hubiera recibido aún, debe comprarlos en el mercado para poder cumplir Y si incumple, pierde el depósito de garantía que haya dejado (Sugerimos el 10% del monto de bonos ofrecidos Desde luego, la garantía puede depositarse en la forma de bonos en su valor nominal (Ley 180, art)

Alternativa Una Subasta con Piso y con Techo

Algunos tenedores de bonos han expresado su descontento con las subastas, alegando que los precios alcanzados para mercaderías subastadas son "muy elevadas" y por lo tanto, no economizan mucho al comprar con bonos aun en su valor nominal o facial A la vez, el Gobierno podría estar temeroso de una conspiración entre los oferentes, para pedir precios mas elevados para los bonos que lo que espera el Gobierno Una solución parcial a los problemas percibidos por ambos, estaría en anunciar de anticipado un "piso" y un "techo" para el precio de lo compra de Bonos de Pago por subasta

El precio "tope" obviamente sería el precio del bono extranjero, sin riesgo alguno Para evitar las complicaciones de fecha de emision, se podría aproximar esto, diciendo que en ningún caso el Gobierno aceptaría ofertas de venta de Bonos de Pago, en un precio mayor que 45 (Vease el Cuadro I)

A la vez, para tranquilidad de los tenedores, el Gobierno podria

anunciar que a todo oferente, se le compraría el Bono de Pago en por lo menos cierto precio (digamos, 35), aunque las ofertas de Bonos de Pago fueron mas numerosas que lo esperado, y aunque entre los oferentes, habian personas dispuestos de vender en 34 o menos Este "piso" se determinaria en base de la tasa de descuento del bono extranjero sin riesgo, mas un monto prudente para cubrir los riesgos inevitables de inversiones a largo plazo en un pais en vias de desarrollo Si este riesgo se estima en 4 puntos más que la tasa de descuento en Nueva York, entonces el "piso" reflejaria dicha descuento

Otra solución, desde luego, es hacer la Subasta a viva voce, o sea, dejar que los oferentes asisten a una reunion publica, para hacer ofertas verbalmente Siempre se aceptarían ofertas por escrito, pero el administrador daría lectura a ellas, y los que estuvieran presentes podrian ofrecer vender Bonos de Pago más barato, a fin de asegurarse la venta Sin embargo, esta alternativa no parece ser muy justo con los confiscados que viven fuera de Managua Para ellos, existe otra alternativa la Subasta con oportunidad no-competitiva, algo parecido

Una Subasta que Acepta Ofertas No-Competitivas

A veces, los bonotenientes pueden molestarse por el mecanismo de la subasta por ofertas escritas y selladas, por el incertidumbre Algunos quieren vender a todo costo, en el primer remate, pero están indignado porque nadie puede decirles cuán bajo es el precio tienen que ofrecer, para asegurarse de vender los bonos

Se puede ayudarles, permitiendo la presentacion de ofertas no-competitivas, hasta por cierto monto (quizas C/ 100 000) por un bonoteniente En este caso, se le asegura al interesado que su oferta sera aceptada Y el precio será precisamente el precio promedio que acepta el gobierno en la subasta, entre las ofertas competitivas

El Mecanismo Se suman los valores nominales de los bonos ofrecidos en base no-competitiva Se resta este monto al monto total de dinero a subastarse en bonos Se ordenan las ofertas competitivas en secuencia

15

según la razon precio ofrecido/valor nominal

Se aceptan provisionalmente todas las ofertas hasta haber agotado el dinero, incluyendo todas las ofertas no-competitivas en un precio provisional Se ajuste el cálculo hasta agotar el dinero ofrecido, ajustándose el precio de las ofertas no-competitivas cada vez que se incluyen o se excluyen ofertas competitivas

Un Ejemplo

Monto de dinero a subastarse con bonos C/ 100 millones
Monto de ofertas no-competitivas 374, de bonos con valor nominal total de C/ 20 millones (Hasta C/ 100 000 por oferente)
Monto de ofertas competitivas 1 250, de bonos con valor nominal total de C/ 514 millones

A Supóngase que al precio de 30% o menos, y un precio promedio del 28%, se ve que se puede comprar bonos de valor nominal de C/ 200 millones Esto ocupa C/ 56 millones del dinero disponible Al 30% para las ofertas no-competitivas, se ocupan C/ 6 millones más Se habrían gastado C/ 62 millones, quedan C/ 38 millones en dinero

B Segunda aproximación Al precio de 35% o menos, con un precio promedio del 33%, se ve que se puede comprar bonos de valor nominal de C/ 400 millones Esto ocuparía C/ 126 millones, pero solamente hay C/ 100 millones y parte de esto hay que ocuparla para las ofertas no-competitivas

C Tercera aproximación Al precio de 33% o menos, con un precio promedio del 31%, se ve que se puede comprar bonos de valor nominal de C/ 302 6 millones, lo que al 31% ocupa C/ 93,8 millones de dinero efectivo Con los C/ 6,2 millones, se compran las C/ 20 millones

de bonos en las ofertas no-competitivas, también al 31% (el promedio de las ofertas competitivas aceptadas)

De esta manera, se permite al pequeño bonoteniente vender sin riesgo de vender mas barato que lo necesario, y sin el peligro de pedir un precio demasiado alto y así quedar sin vender sus bonos Este mecanismo es especialmente útil para el pequeño bonoteniente, el jubilado, el que vive en otro país, etc

EL IMPACTO DE ESTAS ALTERNATIVAS EN LA COTIZACION DE LOS BONOS EN LA BOLSA DE VALORES

Las tres alternativas harían subir el precio de los Bonos de Pago de Indemnización en la Bolsa de Valores, casi de inmediato, pero de montos diferentes A mi juicio, el impacto se puede analizar mejor proyectando el impacto en la oferta y en la demanda de los Bonos de Pago de Indemnizacion

1 PRECEDENTE Al aprobarse la Ley 180, muchas personas esperaron que el precio de los Bonos de Pago de Indemnización subiría a un nivel entre 30 y 40 El valor actual de los BPI tendría que reflejar el aumento de la tasa de interés, el haber recortado a 15 años el plazo (en vez de 20), y el cambio para pagar los intereses en dinero efectivo cada semestre, a partir del mes 30 de emitido cada bono

De inmediato, el precio de los bonos subio, llegando a un máximo del 26%, y luego cayó nuevamente hasta terminar casi en lo mismo, entre 14 y 17 ¿Porque? Porque aunque el valor intrínseco del BPI subio, no habían en el mercado muchas personas buscando comprar valores a diez o once años plazo La rentabilidad fue excelente Tomando de base la tasa del 5%, si uno compra valores en la sexta parte de su valor nominal (17%), se gana seis veces 5%, o sea, el 30% de interes anual, durante hasta quince años, libre de impuestos, y con corrección monetaria Es un rendimiento elevadísimo

Pero quiénes estaban en el mercado? Solamente personas que habían

comprado en el 17%, y que vieron una oportunidad de vender en 26, casi duplicando su dinero en cuestión de meses Inundaron el mercado, con este enfoque cortoplacista Sencillamente no les interesó el rendimiento del 30% anual, con corrección monetaria Buscaron su piñata de corto plazo, y punto

Lamentablemente, mis entrevistas indican que todavía prevalece esta actitud entre muchos poseedores de los Bonos de Pago de Indemnización Están en perfecta libertad para vender, por supuesto Pero mientras hay oferta de C/ 100 millones y demanda de C/ 10 millones, en un precio de -- digamos -- 40, no se puede pedirle a la Bolsa sostener un precio de 40

PRONOSTICO [4] En base de mis entrevistas, me atrevo opinar que el uso de recursos de la venta de acciones de TELCOR hará subir el precio de los Bonos en la Bolsa de Valores, en cualquiera de las alternativas, pero de grados diferentes

1) El aumento más grande sería resultado de la Alternativa 2 Al saber que en una fecha no muy lejos, el bonoteniente podrá canjear el Bono de Pago de Indemnización por una suma entre $40 y $50 por cada cien dólares de valor nominal, la cotización en la Bolsa subirá a algo como el 35% En este precio, habrá compradores, porque saben que en seis meses, podrán vender el Bono al Gobierno en algo como el 45% Es una ganancia segura, sin riesgo, siempre que la Asamblea Nacional aprueba la venta de las acciones de TELCOR y su uso en la manera descrita Al salir publicado la nueva Ley, el precio subiría al 41 o 42%, un descuento que solamente reflejaría el tiempo para vender las acciones de TELCOR y organizar la compra de los Bonos de Pago

2) El aumento próximamente mas grande sería por la creación de la garantía externa, mediante la compra de los valores sin intereses, a través de un fideicomiso Si parece que la Asamblea Nacional aprobará la venta de

---

[4] Me hago un deber de recordarle al lector, que este informe es un intento de analizar el impacto probable de ciertas medidas que podría adoptar el Gobierno de Nicaragua El autor no gana la vida como profesional aconsejando a inversionistas particulares en Nicaragua, aunque ha entrevistado a personas que sí trabajan profesionalmente en dicha actividad Por lo tanto, las cifras indicadas aquí son el juicio profesional mío, pero de ninguna manera son garantizadas, ni son recomendaciones para que alguien compre o vende bonos Mis Términos de Referencia aparecen en el Anexo 3)

18

acciones de TELCOR con este plan, estimo que el precio de los Bonos de Pago de Indemnizacion en el mercado subirá a 30 de inmediato, para subir lentamente a medida que la Asamblea se acerca a la aprobacion definitiva, hasta 38%

Porque no sube de inmediato al rango de 40 hasta 50 (véase el Cuadro 1)? No por falta de valor intrínseco Vale entre 40 y 50, porque el Bono de Pago de Indemnización estará respaldado por una garantia de absoluta seguridad

Pero nuevamente, me consta que hay cientos de personas que desean vender a corto plazo, para obtener una ganancia de capital del 100% Y no hay muchas personas en Nicaragua que buscan inversiones financieras a quince años plazo, por muy seguro que sean Por lo tanto, a pesar de la seguridad de pago en el vencimiento, sencillamente la oferta a corto plazo inundaria nuevamente la demanda en un precio como del 40%

Con el tiempo, llegara la demanda externa, de inversionistas sofisticados, que llegan a entender que el Bono de Pago de Indemnización de Nicaragua ES el equivalente de un bono de la Tesorería norteamericana, y que ademas paga intereses Pero en este momento, se rumorea de demanda de tales personas por un monto de quizás US $10 a 20 millones, versus una oferta que me veo obligado a proyectar en US $50 millones, a corto plazo

Las Alternativas IIa y IIb tienen la gran ventaja, de quitar del mercado, cada bono que se presenta para el pago directo en el mismo precio del Bono de Cupón Cero Por lo tanto, la oferta y la demanda son iguales Y además, los bonotenientes saben que la emisión habrá sido reducido fuertemente, de modo que los que no necesitan liquidar de inmediato se atreven pensar seriamente retener los Bonos de Pago de Indemnización como inversión financiera altamente rentable Además, habiendo visto que el Gobierno cumple con el pago de intereses y con la compra en descuento de los que quieren vender, habra cierta confianza en comprar y retener los Bonos que no hayan sido entregados

La Tercera Alternativa, la SUBASTA, es obviamente de mayor interes

para el Ministerio de Finanzas y el Gobierno, porque probablemente la impaciencia y en enfoque cortoplacista de los bonotenientes, hará que el precio no sube más que al 30

Si el Gobierno desea maximizar la cantidad de bonos que retira con una suma de dinero procedente de la venta de acciones de TELCOR, creo que debe optar por la tercera alternativa Pero si desea maximizar el aumento de la cotización de los bonos, debe optar por la Alternativa 2 Esto le ayudará también en la negociación con los confiscados que aún no haya recibido sus bonos, porque por fin los confiscados verán en el mercado, prueba de que el valor real de los Bonos de Pago de Indemnización es del nivel apropiado para un valor a plazo, y descontado con la tasa de interés de Nueva York, y no de Managua

Y si el Gobierno desea maximizar el estímulo al desarrollo del mercado financiero en Managua y en América Central, optará por la primera alternativa Los Bonos de Pago con garantía de fideicomiso externo, subirán paulatinamente en un monto perfectamente previsible, de acuerdo al valor actuarial del bono extranjero (Véase el Cuadro I para apreciar como el valor en el mercado del bono es mayor cada año, a medida que se acerca la redención del bono en el 100% en la fecha de su vencimiento)

Por último, cabe apuntar que estas alternativas no son excluyentes Se podría dedicar una parte de los recursos de la venta de acciones de TELCOR a una subasta, y el resto a la compra de bonos externos para garantizar a los Bonos de Pago que no se retiran en la subasta O se puede ofrecer descontar directamente los Bonos de Pago de los tenedores que prefieren la segunda alternativa -- y luego comprar bonos extranjeros para avalar los Bonos de tenedores que no se presentaron en el plazo de la oferta de descuento directo

Además, como todavía hay confiscados que no han recibido sus Bonos de Pago, se puede montar una Subasta o una Oportunidad de Descuento Directo ahora, para los Bonos emitidos hasta una fecha determinada Luego, se realizaría la operación de garantía en fideicomiso para los Bonos ya emitidos que no se presentan en esa oportunidad Mientras tanto, los nuevos Bonos de Pago que se emiten en favor de los confiscados a partir de la fecha

de la primera subasta o oportunidad de descuento, serian de la Serie B, y para ellos, habría subasta o oportunidad de descuento directo en 1996, cuando ya esté completa la emisión de bonos

Finalmente, si el Gobierno y la Asamblea se pusiesen de acuerdo en una forma de uso de los recursos de TELCOR segun estos modelos, algunos de los confiscados indecisos, optarían aceptar la indemnización ahora, a fin de participar en la primera serie de bonos y por lo tanto, aprovechar la primer rueda de estas alternativas Para ellos, será un incentivo claro, ver que la cotizacion de los Bonos ya habrá subido en la Bolsa, por ver claramente la forma y la fecha de las alternativas aquí presentadas