

# LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA COMO RESPUESTA A LA CRISIS FISCAL DE PUERTO RICO Y LA RECUPERACIÓN LUEGO DEL HURACÁN MARÍA

## ARTÍCULO

MELBA I. ACOSTA FEBO\*

Introducción .....	822
I. Las finanzas gubernamentales y la pesada carga de la deuda .....	823
A. Notificación de Moody's de diciembre de 2012 y la llegada del 2013 .....	823
B. El cuatrienio 2013-2016 .....	828
C. La quiebra criolla de la AEE.....	832
D. El Informe Krueger .....	834
E. Reacción al Informe Krueger .....	836
F. Inicio de las negociaciones de consenso antes de PROMESA.....	838
G. Opciones de quiebra para Puerto Rico .....	839
II. La aprobación y las dificultades en la ejecución de PROMESA .....	840
A. Preparación del Plan Fiscal.....	841
C. Los servicios esenciales .....	845
D. La certificación, el alcance del plan aprobado por la Junta y los límites al poder de la Junta .....	846
E. El proceso de reestructuración de la deuda bajo el Título III .....	849
III. ¿Dónde estamos?.....	852
A. Y llegó María... ¿Ahora qué? Virtudes y vicios de PROMESA ante el Huracán.....	854
IV. ¿La PROMESA ha sido cumplida? Recomendaciones finales.....	859

---

\* Abogada de derecho corporativo y contadora pública autorizada. Se desempeñó como Secretaria de Hacienda y Presidenta del Banco Gubernamental de Fomento para Puerto Rico bajo la administración del gobernador Alejandro García Padilla, como Directora de la Oficina de Gerencia y Presupuesto bajo la administración de la gobernadora Sila M. Calderón Serra, y como Chief of Staff del Municipio de San Juan bajo la administración de la alcaldesa Sila M. Calderón Serra. Laboró como Chief Operating Officer y Chief Financial Officer en instituciones bancarias privadas. Ha trabajado como abogada de derecho corporativo y contributivo, notaria pública y como contadora pública autorizada en el sector privado. Actualmente labora en McConnell Valdes LLC. B.B.A. (Contabilidad), Universidad de Puerto Rico, Río Piedras; M.B.A. (Gerencia y Finanzas), Harvard Business School; J.D., Escuela de Derecho, Universidad de Puerto Rico. Directora Asociada, Revista Jurídica de la Universidad de Puerto Rico. Miembro de la Junta de Directores del Museo de Arte de Puerto Rico y la Fundación Luis Muñoz Marín. La autora fue protagonista de algunos de los eventos narrados en el artículo.

## INTRODUCCIÓN

LA APROBACIÓN DE LA LEGISLACIÓN FEDERAL CONOCIDA COMO P.R.O.M.E.S.A. (en adelante, “PROMESA”) durante el verano de 2016 suscita gran incertidumbre sobre cómo sería aplicada la ley a los procesos gubernamentales.<sup>1</sup> El tema recurrente de discusión durante los casi dos años desde su aprobación ha sido mayormente la Junta de Supervisión y Administración Financiera para Puerto Rico (en adelante, “la Junta”) y su interacción con el Gobierno de Puerto Rico. Esto era de esperarse, sobre todo luego de las recientes decisiones del Tribunal Supremo de Estados Unidos que tocaron la relación de Puerto Rico y los Estados Unidos de América: *Commonwealth of Puerto Rico v. Sánchez Valle*<sup>2</sup> y *Commonwealth of Puerto Rico v. Franklin Cal. Tax-Free Trust*.<sup>3</sup>

Sin embargo, la herramienta principal que nos otorga PROMESA —la autoridad legal para reestructurar la deuda— ha sido muy poco discutida; ello, en parte, porque no se ha alcanzado mucho en esta área. Esa disposición de PROMESA unida a la paralización de litigios (*stay*) que provee la ley son piezas claves en los momentos críticos como que enfrenta Puerto Rico luego del devastador paso del Huracán María, donde los recursos financieros del Gobierno son cada vez más escasos.<sup>4</sup> La falta de acceso al mercado y a poder obtener financiamiento agrava la posibilidad de reestablecer la normalidad en Puerto Rico, por lo que el Gobierno depende completamente de la asistencia provista por fondos federales y seguros públicos para la recuperación. El Administrador de la Agencia Federal para el Manejo de Emergencias (en adelante, “FEMA”), William B. (Brock) Long, ha dicho que estima que la agencia invertirá unos \$50 billones en la reconstrucción de Puerto Rico.<sup>5</sup> Por otro lado, el Departamento de Vivienda federal (en adelante, “HUD”, por sus siglas en inglés) ya asignó unos \$20 billones para trabajos de recuperación de vivienda, infraestructura y otros. Entre los dos, \$70 billones representan casi tres años de presupuestos consolidados del Gobierno. Esta cifra muestra la magnitud de los daños sufridos luego del Huracán y, a la vez, hace patente que Puerto Rico no podía responder al desastre, en parte por la falta de acceso a financiamiento.

Esta situación hace cada vez más evidente la razón por la cual es necesario reestructurar la deuda pública, a la vez que se realiza un ajuste fiscal profundo para que el Gobierno pueda seguir operando y prestando servicios a la ciudadanía. De más está decir cuán necesario nos era el contar con una herramienta legal para reestructurar la deuda pública; herramienta que nos fue provista bajo el Título III de PROMESA. Previo a considerar una posible reestructuración de la deuda bajo

---

1 Puerto Rico Oversight, Management, and Economic Stability Act § 2, 48 U.S.C. § 2101 (2016).

2 Puerto Rico v. Sanchez Valle, 136 S.Ct. 1863 (2016).

3 Puerto Rico v. Franklin California Tax-Free Trust, 136 S.Ct. 1938 (2016), consolidado con *Acosta-Febo v. Franklin California Tax-Free Trust*.

4 48 U.S.C. § 2161, incorporando la Sección 362 del Código de Quiebra Federal, 11 U.S.C. § 362.

5 Danica Coto, *FEMA: Reconstruir Puerto Rico costará hasta 50.000 millones*, ASSOCIATED PRESS (7 de abril de 2018), <https://www.apnews.com/idb8a2b503f6463db1a9af248682699f/FEMA:-Reconstruir-Puerto-Rico-costar%C3%A1-hasta-50.000-millones>.

PROMESA, es imprescindible conocer el trasfondo bajo el cual se da la aprobación de PROMESA, las opciones consideradas y cómo terminamos con la legislación vigente.

## I. LAS FINANZAS GUBERNAMENTALES Y LA PESADA CARGA DE LA DEUDA

### A. Notificación de Moody's de diciembre de 2012 y la llegada del 2013

El 13 de diciembre de 2012, a un mes de las elecciones y antes de que diera comienzo una nueva administración, Puerto Rico recibió la primera de varias rebajas en su calificación crediticia o *downgrades* por la agencia evaluadora de crédito *Moody's Investor Services* (en adelante, "*Moody's*"). Bajo el título *Moody's Investor Services downgrades Puerto Rico general obligation and related bonds to Baa3 from Baa1 and certain notched bonds to Ba1*,<sup>6</sup> alrededor de \$38 billones de deuda recibieron rebajas en su calificación con una perspectiva negativa. La agencia explicó su acción de la siguiente manera:

The downgrade to Baa3 and the assignment of a negative outlook reflect four primary rating drivers:

- Economic growth prospects remain weak after six years of recession and could be further dampened by the commonwealth's efforts to control spending and reform its retirement system, both of which are needed to stabilize the commonwealth's financial results. The lack of significant economic growth drivers and the commonwealth's declining population have also reduced prospects for a strong economic recovery.
- Debt levels are very high and continue to grow.
- Financial performance has been weak, including lackluster revenue growth and large structural budget gaps that have led to a persistent reliance on deficit financings and serial debt restructurings to support operations in recent years.
- Lack of meaningful pension reform and no clear timetable to do so. Reform of the commonwealth's severely underfunded retirement systems is needed to avoid asset depletion and future budget pressure.<sup>7</sup>

Entre las fortalezas del crédito de Puerto Rico, se listaron los siguientes factores:

- Politically and economically linked to the US, with benefit of the nation's strong financial, legal, and regulatory systems
- Large economy, with gross product exceeding that of 15 states and population exceeding that of 22 states
- Broad legal powers to raise revenues, adjust spending programs, and employ borrowing in order to maintain fiscal solvency

---

<sup>6</sup> *Moody's downgrades Puerto Rico general obligation and related bonds to Baa3 from Baa1 and certain notched bonds to Ba1*, MOODY'S (13 de diciembre de 2012), [https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Puerto-Rico-general-obligation-and-related-bonds-to--PR\\_262231](https://www.moodys.com/research/Moodys-downgrades-Puerto-Rico-general-obligation-and-related-bonds-to--PR_262231).

<sup>7</sup> *Id.*

- Constitutional first priority lien on revenues of the commonwealth for general obligation and commonwealth-guaranteed debt.<sup>8</sup>

Y entre los retos del crédito se mencionan los siguientes:

- Very large unfunded pension liability relative to revenues that we expect will claim an increasing share of the budget over the medium term
- Very high and growing government debt relative to the size of the economy, due in part to financing budget deficits
- High unemployment, low workforce participation, and high poverty levels compared to the US; average income levels remain well below 50% relative to the US mainland median
- Declining population
- Large size of commonwealth government relative to the economy (although recent government actions are reducing the size of the government employment sector)
- Multi-year trend of large General Fund operating deficits, financed by deficit borrowing
- Local economy that has been in recession since 2006.<sup>9</sup>

Según explica *Moody's*, las finanzas del gobierno de Puerto Rico por muchos años terminaron en rojo, esto según surge de los estados financieros auditados del Gobierno. Los estados financieros, documento sumamente denso, contienen una tabla denominada *Statement of Revenue and Expenditures – Budget and Actual – Budget Basis – General Fund* que resume en una página cómo terminó el llamado Fondo General de Puerto Rico. El Fondo General es la cuenta en donde entran la mayoría de los recaudos contributivos y otras partidas, y excluye ciertas partidas, entre ellas, los fondos federales y los llamados ingresos propios de las corporaciones públicas.<sup>10</sup> La tabla a continuación muestra cómo en los pasados años fiscales el Fondo General terminó mayormente en déficits, esto incluyendo el servicio de la deuda pagado:

---

8 *Id.*

9 *Id.*

10 El Fondo General es distinto a la llamada “Cuenta del Secretario”, o como recién se le ha llamado, el *Treasury Single Account* (“TSA”). Esta es una cuenta donde entra todo el efectivo que el Secretario de Hacienda administra e incluye, por ejemplo, los fondos federales. Mientras el Fondo General ronda los \$9 billones anuales, el TSA ha rondado los \$20 billones anuales.

**TABLA 1. RESULTADOS FINANCIEROS DEL FONDO GENERAL ENTRE AÑOS FISCALES 2000-01 A 2016-17 (INCLUYE PAGO AL SERVICIO A LA DEUDA)**

<b>Año fiscal</b>	<b>(Déficit)/Surplus del Fondo General<sup>11</sup></b>
2000-01	(\$125,639,000)
2001-02	\$257,729,000
2002-03	(\$13,962,000)
2003-04	(\$107,718,000)
2004-05	\$75,222,000
2005-06	(\$461,241,000)
2006-07	(\$504,864,000)
2007-08	(\$674,407,000)
2008-09	\$320,141,000
2009-10	\$410,851,000
2010-11	\$343,892,000
2011-12	(\$699,611,000)
2012-13	(\$191,002,000)
2013-14	(288,719,000)
2014-15	No han sido emitidos
2015-16	No han sido emitidos
2016-17	No han sido emitidos

Los años fiscales 2008-09 al 2010-11 reflejan sobrantes, los cuales veremos más adelante que surgen por el financiamiento deficitario utilizado. Las cifras anteriores reflejan los déficits del Fondo General, pero si consideramos el presupuesto consolidado, de alrededor de \$26 billones, la situación es aun más difícil.<sup>12</sup>

Por muchos años, el presupuesto operacional del Gobierno ha contado con financiamiento deficitario para cubrir sus gastos operacionales. Por ejemplo, uno de los mecanismos más utilizados para este fin lo fue la deuda emitida por la Corporación del Fondo de Interés Apremiante de Puerto Rico, Ley Núm. 91-2006 (en adelante, "COFINA", según es conocida generalmente) una subsidiaria del Banco

<sup>11</sup> DEPARTAMENTO DE HACIENDA, COMPREHENSIVE ANNUAL FINANCIAL REPORTS, años fiscales 2000-01, en la pág. 6; 2001-02, en la pág. 25; 2002-03, en la pág. 27; 2003-04, en la pág. 28; 2004-05, en la pág. 30; 2005-06, en la pág. 29; 2006-07, en la pág. 29; 2007-08, en la pág. 28; 2008-09, en la pág. 46; 2009-10, en la pág. 52; 2010-11, en la pág. 58; 2011-12, en la pag. 44. DEPARTAMENTO DE HACIENDA, BASIC FINANCIAL STATEMENTS AND SUPPLEMENTARY INFORMATION, años fiscales 2012-13, en la pág. 246; 2013-14, en la pág. 317, disponibles en [http://www.gdb.pr.gov/investors\\_resources/commonwealth-cafr.html](http://www.gdb.pr.gov/investors_resources/commonwealth-cafr.html).

<sup>12</sup> Los estados financieros se preparan de manera consolidada. Contienen las operaciones de la totalidad del Gobierno, incluyendo las corporaciones públicas y otras entidades. El Fondo General es un componente del presupuesto consolidado y refleja mayormente los recaudos contributivos cobrados por el Departamento de Hacienda.

Gubernamental de Fomento para Puerto Rico (en adelante, “BGF”).<sup>13</sup> Para los siguientes años fiscales, según surge de los estados financieros, se utilizaron las siguientes cantidades de COFINA como uno de los mecanismos de financiamiento para cubrir los déficits operacionales:

TABLA 2. FONDOS PROVENIENTES DE COFINA UTILIZADOS PARA CUBRIR DÉFICITS OPERACIONALES

Año fiscal	Cantidad utilizada de emisiones de COFINA para gastos operacionales del Fondo General <sup>14</sup>
2008-09	\$3,455,064,000
2009-10	\$2,688,173,000
2010-11	\$1,551,965,000
2011-12	\$952,615,000
2012-13	\$459,148,000
2013-14	\$0

Es decir, durante los años fiscales 2008-09 al 2012-13 alrededor de \$9,100 millones de financiamiento de COFINA (deuda a largo plazo) fueron utilizados para cubrir gastos operaciones anuales del gobierno de Puerto Rico. Inclusive, podemos deducir que los sobrantes anteriormente referidos durante los años fiscales 2008-09 al 2010-11 surgen mayormente del financiamiento de COFINA que el Gobierno utilizó para costear sus operaciones. Si eliminamos estas partidas, los resultados también hubieran sido deficitarios, como el resto de los años fiscales. Por otro lado, a finales de año fiscal 2012-13 los libros del BGF reflejaban una cartera de préstamos otorgados a entidades del Gobierno de unos \$9.6 billones. Algunos de estos préstamos también fueron utilizados para cubrir los déficits operacionales del Gobierno.<sup>15</sup>

Además de la utilización de financiamiento deficitario, y ante la falta de recursos suficientes para operar el gobierno y pagar la deuda, el gobierno también utilizaba el refinanciamiento de la deuda como medida para reducir el servicio anual de esta. Dicha práctica, denominada por los banqueros como el *scoop and toss*, implicaba que año tras año —dado que no contaba con los recursos totales para pagar su deuda— el Gobierno al configurar el presupuesto incluía una cantidad menor y refinanciaba la mayoría de la deuda, yendo al mercado y emitiendo nuevos bonos o haciendo un *refunding*. Utilizaba así lo recibido para realizar el

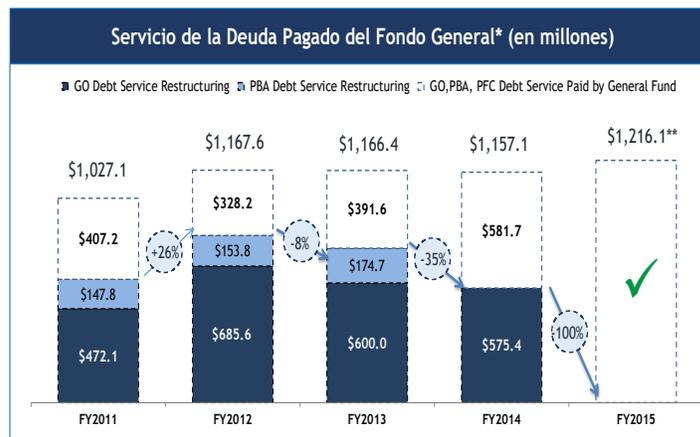
<sup>13</sup> Ley del Fondo de Interés Apremiante, Ley Núm. 91 de 13 de mayo de 2006, 13 LPRA § 11a (2016 & Supl. 2017).

<sup>14</sup> DEPARTAMENTO DE HACIENDA, COMPREHENSIVE ANNUAL FINANCIAL REPORT, años fiscales 2008-09, en la pág. 46; 2009-10, en la pág. 52; 2010-11, en la pág. 58, y 2011-12, en la pag. 44. DEPARTAMENTO DE HACIENDA, BASIC FINANCIAL STATEMENTS AND SUPPLEMENTARY INFORMATION, años fiscales 2012-13, en la pág. 246, y 2013-14, en la pág. 317, disponibles en [http://www.gdb.pr.gov/investors\\_resources/commonwealth-cafr.html](http://www.gdb.pr.gov/investors_resources/commonwealth-cafr.html).

<sup>15</sup> GOVERNMENT DEVELOPMENT BANK FOR PUERTO RICO, BASIC FINANCIAL STATEMENTS AND REQUIRED SUPPLEMENTARY INFORMATION, 30 de junio de 2014, en la pag. 9, disponible en <http://www.gdb.pr.gov/documents/2014GDBAuditedFinancialStatements.pdf>.

pago anual a la deuda. En ocasiones, al reemplazar deuda emitida con anterioridad por deuda nueva, alargaba el vencimiento de los bonos. Esta práctica de por sí, puede ser beneficiosa, si por ejemplo se retira deuda con tasas altas de interés, por deuda con tasas más bajas. El problema surge cuando se convierte en una práctica necesaria todos los años para poder configurar el presupuesto por la falta de recursos. Hacía ya unos años que los presupuestos no contenían la totalidad del pago al servicio de la deuda anual, sino que se presupuestaba una cantidad menor, pues se contaba con el mecanismo del refinanciamiento de la deuda. La gráfica a continuación demuestra los refinanciamientos de la deuda pagadera del Fondo General efectuados entre los años fiscales 2011 al 2015:

**GRÁFICA 1. REFINANCIAMIENTO ANUAL DEL SERVICIO DE LA DEUDA DEL GO Y DE AUTORIDAD DE EDIFICIOS PÚBLICOS (AEP) PARA LOGRAR ALIVIO EN EL PRESUPUESTO**



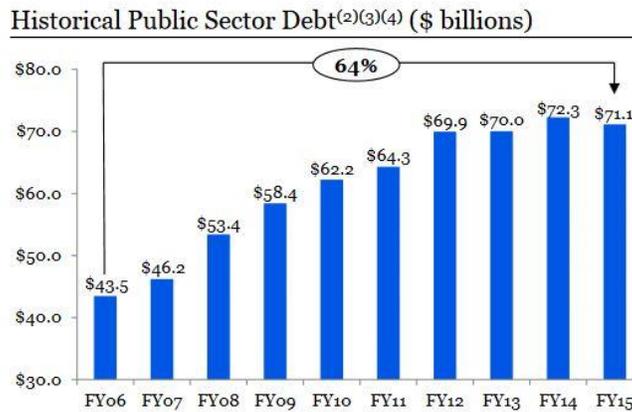
De la gráfica anterior surge que, por ejemplo, en el año fiscal 2012 el servicio de la deuda pagadero del Fondo General era de \$1,167.6 millones.<sup>16</sup> De esta cantidad el presupuesto contó con una asignación de \$328.2 millones para el pago de los bonos de Obligación General (en adelante, “GO”, por sus siglas en inglés), los de la Autoridad de Edificios Públicos (en adelante, “PBA”, por sus siglas en inglés) y los de *Public Finance Corporation* (en adelante, “PFC”) subsidiaria del BGF, y se refinanciaron \$685.6 millones del pago de GOs y \$153.8 millones del pago de PBA, para un total de servicio de la deuda refinanciado de \$839.4 millones. El problema es que, para continuar con esta práctica, el Gobierno necesitaba tener acceso al mercado en términos razonables. Al Puerto Rico perder este acceso, la práctica ya no era posible. Era necesario que Puerto Rico comenzara a presupuestar la cantidad completa del servicio a la deuda y esto implicaba que el presupuesto operacional del Gobierno requería alrededor de \$3.4 billones anuales del Fondo General

<sup>16</sup> ESTADO LIBRE ASOCIADO DE PUERTO RICO, UPDATE ON FISCAL AND ECONOMIC PROGRESS 16 (julio de 2014) [http://www.gdbpr.com/documents/FY15Q1\\_UpdateonFiscalandEconomicProgressWebcast\\_071714-Final.pdf](http://www.gdbpr.com/documents/FY15Q1_UpdateonFiscalandEconomicProgressWebcast_071714-Final.pdf).

para hacer el pago anual de la deuda según incurrida.<sup>17</sup> El Gobierno no contaba con estos fondos.

Así, la deuda siguió creciendo año tras año según demuestra la gráfica a continuación:

GRÁFICA 2. CRECIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA<sup>18</sup>



#### B. El cuatrienio 2013-2016

Durante los primeros dos años del cuatrienio 2013-2016, la administración del gobernador Alejandro J. García Padilla comenzó a tomar medidas para tratar de cerrar la brecha deficitaria del Fondo General. Entre ellas se tomaron medidas para aumentar recaudos, como lo fue la aprobación de la llamada *patente nacional*<sup>19</sup> (luego derogada), regresar el arbitrio establecido por la Ley Núm. 154-2010 al 4% inicial y prolongarlo por cinco años adicionales,<sup>20</sup> los aumentos al arbitrio sobre el

<sup>17</sup> Esta cantidad excluye el servicio de la deuda de las corporaciones públicas como la Autoridad de Energía Eléctrica (en adelante, “AEE”), la Autoridad de Acueductos y Alcantarillados (en adelante, “AAA”) y otras entidades independientes cuyo servicio a la deuda no dependía de los ingresos del Gobierno como la *Municipal Finance Agency*, subsidiaria del BGF (deuda de los municipios emitida en el mercado pagadera de la contribución sobre la propiedad) y el Fideicomiso de los Niños (deuda emitida y pagadera del dinero recibido por la transacción de las compañías tabacaleras), entre otras.

<sup>18</sup> WORKING GROUP FOR THE FISCAL AND ECONOMIC RECOVERY OF PUERTO RICO, PUERTO RICO FISCAL AND ECONOMIC GROWTH PLAN 12 (9 de septiembre de 2015), <http://www.gdb.pr.gov/documents/PuertoRicoFiscalandEconomicGrowthPlan9.9.15.pdf>.

<sup>19</sup> Ley Núm. 40-2013, 13 LPR § 30090 (derogada 2014).

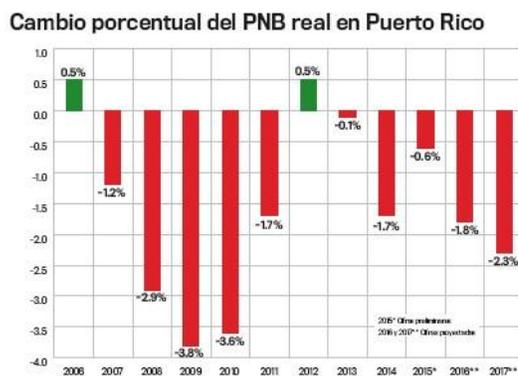
<sup>20</sup> Ley Núm. 2-2013, 13 LPR § 9085.

petróleo crudo (conocido como la *crudita*),<sup>21</sup> y luego en el 2015 el aumento al impuesto sobre ventas y uso (en adelante, “IVU”) de 7% a 11.5%<sup>22</sup>. Igualmente se tomaron medidas para reducir gastos, entre ellas, la aprobación de la Ley Núm. 66-2014 que congeló todos los aumentos de sueldo, bonificaciones y otros tipos de gastos.<sup>23</sup>

Aun con las medidas, y a pesar de que se aprobaban presupuestos balanceados,<sup>24</sup> el año fiscal continuaba finalizando con déficits. Al configurar los presupuestos, los mismos se presentan con ingresos igual a los gastos o *balanceados*, según lo requiere la Constitución de Puerto Rico. Sin embargo, algunos presupuestos se *balanceaban* con el financiamiento deficitario o con el refinanciamiento de la deuda, como ya hemos mencionado. A pesar de esto, por diversos aspectos (recaudos más bajos, gastos por encima, etc.), al cerrar el año fiscal, los presupuestos ya no estaban balanceados y año tras año se terminaba con déficits, según demuestran los estados financieros auditados. Al perder el acceso al mercado, ya el Gobierno no podía *balancear* sus presupuestos con financiamientos deficitarios ni con refinanciamiento de deuda. Tenía que incluir los ingresos iguales a los gastos y el Gobierno no contaba con los recursos para la cantidad de gastos que tenía, incluyendo el inmenso pago de la deuda pública.

Eventos ocurridos durante los pasados años, incluyendo la pérdida de la Sección 936 del Código de Rentas Internas federal y la altas tasa de emigración —que aún continúa ascendiendo— entre otros factores, tuvieron el efecto de ver años económicos sin crecimiento o con muy poco crecimiento, como lo refleja la gráfica a continuación:

GRÁFICA 3. CRECIMIENTO REAL DEL PNB EN PUERTO RICO <sup>25</sup>



21 Ley Núm. 31-2013, 13 LPR § 31626 (2016 & Supl. 2017); Ley Núm. 29-2015, 9 LPR § 2012a (2016 & Supl. 2017).

22 Ley Núm. 72-2015, 13 LPR § 32021 (2016 & Supl. 2017).

23 Ley Núm. 66-2014, 3 LPR §§ 9101-9153 (2016 & Supl. 2017).

24 En ocasiones, esto se logró con la ayuda de financiamiento. Véase ESTADO LIBRE ASOCIADO DE PUERTO RICO, FISCAL YEAR 2015 BUDGET HIGHLIGHTS, <http://www.gdbpr.com/documents/FY2015BudgetHighlights-Final.pdf>.

25 Rafael L. Santiago, *Proyecciones de Crecimiento Económico para el 2017*, EL NUEVO DÍA (19 de diciembre de 2016).

El resultado positivo del 2012 se debe en parte a los \$6.8 billones recibidos en virtud del *American Recovery and Reinvestment Act* (en adelante, “ARRA”).<sup>26</sup> La difícil situación fiscal, incluyendo un aumento en la emigración, se ha visto agravada luego del paso del Huracán María.<sup>27</sup> Dado lo anterior, en el 2015 el Gobierno decidió realizar un estudio para conocer si la deuda de Puerto Rico era sostenible.<sup>28</sup> Sobre este tema regresaremos más adelante.

Desde comienzos del 2013, se llevaron a cabo reuniones constantes con las tres *rating agencies*, *Moody's*, *Standard & Poor's* (en adelante, “S&P”) y *Fitch Ratings* (en adelante, “Fitch”) para informarles de las diversas medidas financieras iniciales que se estaban implantando, entre ellas la aprobación de las leyes Núm. 3-2013 y 160-2013 que reestructuraron los sistemas de retiro, la finalización de la transacción público-privada del aeropuerto con *Aerostar Airports Holdings, LLC* y el incremento a la crudita para que la Autoridad de Carreteras comenzara a pagar su deuda al BGF de sobre \$2 billones. Las reuniones y llamadas con estas entidades eran constantes.

El 26 de agosto de 2013, la revista *Barron's* publicó un artículo de portada sobre las finanzas de Puerto Rico.<sup>29</sup> El artículo abunda en la situación fiscal de Puerto Rico, la alta cantidad de deuda cuando se compara con otros estados, la débil economía, su prolongada recesión y menciona entre otras cosas que la deuda de Puerto Rico la tenían, no solo inversionistas que invertían en emisores riesgosos, sino también los llamados fondos mutuos y otros tipos de emisores más conservadores.

A pesar de que no contenía información muy distinta a la contenida en el reporte de *Moody's* de diciembre del 2012, este artículo cambió la forma en que la deuda de Puerto Rico se percibía en el mercado municipal de bonos de los Estados Unidos. Durante los próximos meses, el interés por la deuda de Puerto Rico y entender las finanzas del País fueron la orden del día. Una de las preguntas más frecuentes que los bonistas e inversores hacían era qué opciones tenía Puerto Rico en caso de no poder pagar su deuda y entrar en un impago (*default*) de su deuda. ¿Qué remedio tenía disponible Puerto Rico para radicar quiebra, dado que el Capítulo 9 del Código de Quiebras Federal no le aplicaba? Por otro lado, dado que Puerto Rico no era soberano, el *International Monetary Fund* (en adelante, “IMF”) no podía asistir a Puerto Rico, a diferencia de muchos otros países. ¿Quién pudiera entonces facilitar un rescate financiero para Puerto Rico en caso de ser necesario? ¿Lo haría el Congreso?

Durante el 2014, el Gobierno se preparaba para ir al mercado con motivos de levantar su liquidez. La AEE había emitido deuda en agosto de 2013 y la tasa de interés que acordó pagar para realizar la transacción (7%) estaba por encima de

---

<sup>26</sup> American Recovery and Reinvestment Act, Public Law 111-5, 123 Stat. 183-84 (Feb. 17, 2009).

<sup>27</sup> José J. Villamil, *Perspectivas Económicas luego del Huracán María*, Presentación en The Condado Plaza Hilton (6 de diciembre de 2017), <http://www.camarapr.org/Pres-Lamboy/Persp-2017/1-Jose-J-Villamil.pdf>.

<sup>28</sup> ANNE O. KRUEGER ET AL., *PUERTO RICO – A WAY FORWARD* (29 de junio de 2015) (enmendado 13 de julio de 2015), <https://noticiasmicrojuris.files.wordpress.com/2016/10/promesa-krueger-update.pdf>.

<sup>29</sup> Andrew Bary, *Troubling Winds*, BARRON'S (26 de agosto de 2013), <https://www.barrons.com/articles/troubling-winds-1377331108>.

las tasas que usualmente se veían en el mercado municipal. A pesar de que el Gobierno consideró emitir deuda a través de varios emisores, entre ellos la Autoridad de Carreteras y COFINA, basándose en la recomendación de sus asesores y banqueros, el BGF concluyó que una emisión de bonos de GO, que tenían la garantía del Estado Libre Asociado, sería la deuda que tendría mayor recepción en el mercado. Antes de ir al mercado, el Gobierno solicitó a sus asesores que determinaran si la deuda del Gobierno era sostenible. En ese momento, la contestación de los asesores fue que la deuda del Gobierno central era sostenible; sin embargo, había dudas con relación a la deuda emitida por las corporaciones públicas, por lo que el Gobierno debía independizar y hacer autosuficientes sus corporaciones públicas, como la AEE, para así no drenar más las arcas del Gobierno. Ya ni el Gobierno ni el BGF podían subsidiar las operaciones perdidas de estas corporaciones. La necesidad de lograr que las corporaciones públicas se independizaran es lo que eventualmente lleva al desarrollo de la legislación conocida como la *Quiebra Criolla*,<sup>30</sup> la cual hubiese hecho posible que las corporaciones públicas reestructurasen sus deudas fuera del marco del Capítulo 9 del Código de Quiebras Federal.<sup>31</sup> Otras opciones, como subir tarifas en estas corporaciones públicas, también fueron consideradas tal y como lo fueron los aumentos a la *crudita*.

Para el mes de febrero de 2014, luego de toda la presión provocada, entre otras cosas, por el artículo de *Barron's*, y luego de diversas reuniones y presentaciones con los *rating agencies*, estos procedieron a degradar la deuda por debajo del nivel de inversión, a lo conocido como *junk* o deuda chatarra. Fue la primera vez que la deuda de Puerto Rico bajaba a este nivel. Obviamente esta decisión era reflejo de la realidad que vivíamos, la cantidad inmensa de deuda, la débil economía que por años veíamos, los déficits fiscales con los que Puerto Rico terminaba cada año y ciertamente el déficit actuarial que los dos sistemas mayores de retiro reflejaban, en aquel momento ascendiente a unos \$30 billones entre los dos.<sup>32</sup> Así, Puerto Rico fue al mercado en marzo del 2014 y logró vender deuda para proveerle liquidez a las operaciones, pero a un alto interés de 8% con una tasa de descuento de 93%, para una tasa efectiva de 8.73%.<sup>33</sup> La legislación que autorizó la emisión de bonos también autorizó que los mismos fueran emitidos bajo las leyes de Nueva York en lugar de las del Estado Libre Asociado, otra indicación de lo difícil que se le estaba

---

<sup>30</sup> Ley para el Cumplimiento con las Deudas y para la Recuperación de las Corporaciones Públicas de Puerto Rico, Ley Núm. 71-2014, 13 LPRA §§ 111-113nn (2016).

<sup>31</sup> *Puerto Rico Public Corporation Debt Enforcement and Recovery Act*, 128 HARV. L. REV. 1320 (2015), disponible en <https://harvardlawreview.org/2015/02/puerto-rico-public-corporation-debt-enforcement-and-recovery-act/>.

<sup>32</sup> Actualmente la cifra sobrepasa los \$50 billones. Véase Carlos Antonio Otero, *Quiebra para los Sistemas de Retiro*, EL VOCERO (21 de mayo de 2017), [https://www.elvocero.com/gobierno/fortaleza/quiebra-para-los-sistemas-de-retiro/article\\_273233b9-2375-5f8e-9ac6-fa882f8e1938.html](https://www.elvocero.com/gobierno/fortaleza/quiebra-para-los-sistemas-de-retiro/article_273233b9-2375-5f8e-9ac6-fa882f8e1938.html).

<sup>33</sup> BANCO GUBERNAMENTAL DE FOMENTO, \$3,500,000,000 COMMONWEALTH OF PUERTO RICO, GENERAL OBLIGATION BONDS OF 2014, SERIES A, disponible en [http://www.gdbpr.com/investors\\_resources/documents/CommonwealthPRGO2014SeriesA-FinalOS.PDF](http://www.gdbpr.com/investors_resources/documents/CommonwealthPRGO2014SeriesA-FinalOS.PDF). Véase Al Yoon *et al.*, *Puerto Rico Buys Some Time with Bond Sale*, THE WALL ST. J. (11 de marzo de 2014), <https://www.wsj.com/articles/no-headline-available-1394547910>; *Puerto Rico sells \$3.5B in general obligation bonds on high demand*, FOX NEWS (11 de marzo de 2014), <http://www.foxnews.com/world/2014/03/11/puerto-rico-sells-35b-in-general-obligation-bonds-on-high-demand.html>.

haciendo a Puerto Rico emitir deuda en el mercado. Los factores de riesgo incluidos en la transacción, primeros en una transacción de GOs, daban indicaciones claras de la realidad fiscal del País. Dado todo lo anterior, quienes mayormente participaron de esta emisión fueron firmas que invierten en deuda riesgosa.<sup>34</sup>

Durante los años 2014 al 2016, el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (en adelante, el “Tesoro Federal”) comienza a visitar al Gobierno de Puerto Rico con cierta frecuencia para entender nuestra situación fiscal y ver cómo podían ayudar proveyendo asistencia técnica. Diversos funcionarios, incluyendo al propio Secretario Jack Lew, se reunieron tanto con la Rama Ejecutiva como con la Rama Legislativa. Como resultado, los oficiales del Tesoro Federal fueron claves en todo lo relativo a la aprobación de PROMESA, sobre todo en lograr que miembros del Congreso entendieran la situación fiscal de Puerto Rico. Igualmente, el Gobierno mantuvo interacción constante con oficiales de la Junta de la Reserva Federal (en adelante, la “Reserva”). En varias ocasiones se indagó sobre si la Reserva podía asistir al Gobierno de Puerto Rico proveyéndole liquidez a través de algún financiamiento menos oneroso que el disponible en el mercado. Tanto los oficiales de la Reserva como del Tesoro Federal entendían que, sin autorización congresional, no era posible tal ayuda. Sin embargo, otras personas sí entendían que la Reserva tenía los mecanismos necesarios para ayudar a Puerto Rico proveyendo liquidez.<sup>35</sup> También se solicitó a oficiales del Tesoro Federal que consideraran garantizar deuda de Puerto Rico para bajar así la tasa de interés, utilizando un programa conocido como el *Exchange Stabilization Fund*.<sup>36</sup> El programa, aunque típicamente se usaba para situaciones donde había diversas tasas de intercambio, se había utilizado en el pasado en aspectos fiscales domésticos en los Estados Unidos, por lo que había precedente para este curso de acción. A pesar de contar con opiniones legales de que era posible utilizarlo en el caso de Puerto Rico, no fue posible convencer al Tesoro Federal.

### C. La quiebra criolla de la AEE

En el verano del 2014, la AEE no contaba con los fondos para repagar la línea de crédito que utilizaba para la compra de combustible, conocida como el *fuel line*. Esta línea de crédito, la cual era otorgada por un consorcio de bancos, típicamente se renovaba anualmente (*roll-over*). Sin embargo, en ese momento, dada la condición fiscal de Puerto Rico, los bancos no aceptaron la renovación y exigieron el pago, a pesar de las múltiples gestiones para tratar de que se renovara. Los acreedores insistían en que el BGF les pagara, lo que era inconsistente con la promesa de independizar a las corporaciones públicas con relación al Gobierno central. En

---

<sup>34</sup> Yoon *et al.*, *supra* nota 33.

<sup>35</sup> Por ejemplo, los variados argumentos que ofrece Arturo Estrella, pasado economista de la Reserva, en un estudio auspiciado por la Fundación Carvajal. Véase ARTURO E. ESTRELLA, PUERTO RICO GOVERNMENT DEBT AND THE U.S. FEDERAL GOVERNMENT: POTENTIAL ASSISTANCE TOOLS AND POLICY PRACTICE (2014), disponible en <http://sincomillas.com/wp-content/uploads/2015/10/Estudio-Fundación-Carvajal.pdf>.

<sup>36</sup> UNITED STATES DEPARTMENT OF THE TREASURY, EXCHANGE STABILIZATION FUND, <https://www.treasury.gov/resource-center/international/ESF/Pages/esf-index.aspx>.

todo caso, dado que la AEE no tenía la cantidad suficiente para efectuar el repago de línea (aproximadamente \$700 millones), el BGF no estaba en posición de prestarle el dinero, y dado que Puerto Rico estaba excluido del Capítulo 9 del Código de Quiebras federal, el Gobierno decidió radicar la Quiebra Criolla para autorizar a las corporaciones públicas a acogerse a un régimen de quiebra local.<sup>37</sup> La ley contenía, al igual que PROMESA, dos capítulos que permitían primero tratar de lograr un acuerdo por consenso con los acreedores, y si no era posible, acceder a los tribunales para llevar un proceso de quiebra.<sup>38</sup>

A pesar de que la AEE nunca se acogió a las disposiciones de la Quiebra Criolla, luego de su aprobación comenzaron las negociaciones con los bonistas, las cuales se prolongaron durante casi dos años; en marzo del 2016, se logró un acuerdo voluntario,<sup>39</sup> el cual fue denegado posteriormente por la Junta.<sup>40</sup> De igual modo, un grupo de bonistas cuestionó la constitucionalidad de la llamada Quiebra Criolla y el Tribunal Supremo de Estados Unidos determinó que la ley era inconstitucional debido a que el estatuto concernía campo ocupado por el Código de Quiebras federal.<sup>41</sup>

---

<sup>37</sup> Ley para el Cumplimiento con las Deudas y para la Recuperación de las Corporaciones Públicas de Puerto Rico, Ley Núm. 71-2014, 13 LPRA §§ 111-113nn (2016).

<sup>38</sup> Comunicado de prensa, gobernador Alejandro García Padilla, Governor Alejandro Garcia-Padilla presents Bill for Debt Enforce and Recovery of Public Corporations (25 de junio de 2014), *disponible en* <http://www.gdbpr.com/documents/06-25-14-PressRelease-RecoveryAct-Final.pdf>.

<sup>39</sup> Amended and Restated Restructuring Support Agreement (14 de marzo de 2016), *disponible en* [http://www.gdb.pr.gov/investors\\_resources/documents/PREPA-ARRSA-SPVAmendment-March142016-EXECUTED-REDACTED.PDF](http://www.gdb.pr.gov/investors_resources/documents/PREPA-ARRSA-SPVAmendment-March142016-EXECUTED-REDACTED.PDF).

<sup>40</sup> Comunicado de prensa, Junta de Supervisión y Administración Financiera para Puerto Rico, Oversight Board does not approve PREPA's RSA (27 de junio de 2017), *disponible en* <https://juntasupervision.pr.gov/wp-content/uploads/wpfd/49/5953131bafo86.pdf>.

<sup>41</sup> El Tribunal indicó lo siguiente:

By excluding Puerto Rico “for the purpose of *defining who may be a debtor under chapter 9*,” §101(52) (emphasis added), the Code prevents Puerto Rico from authorizing its municipalities to seek Chapter 9 relief. Without that authorization, Puerto Rico’s municipalities cannot qualify as Chapter 9 debtors. §109(c)(2). But Puerto Rico remains a “State” for other purposes related to Chapter 9, including that chapter’s pre-emption provision. That provision bars Puerto Rico from enacting its own municipal bankruptcy scheme to restructure the debt of its insolvent public utilities companies.

Puerto Rico v. Franklin California Tax-Free Trust, 136 S.Ct. 1938 (2016). Siempre hemos pensado que una de las razones para esta decisión, la cual fue emitida el 13 de junio de 2016, era la cercanía en la que se encontraba la aprobación por el Congreso de la ley PROMESA, lo cual ocurrió el 30 de junio de 2016. PROMESA le dio a Puerto Rico el régimen de quiebras con el que no contaba y ciertamente uno más abarcador que el provisto por la Quiebra Criolla. Dado que el Congreso estaba próximo a expresarse sobre el asunto, se podía asumir que no era necesario que el Tribunal Supremo determinara otra cosa. *Puerto Rico’s Public Corporation Debt Restructuring Law Ruled Unconstitutional*, JONES DAY (mar./abr. 2015), <http://www.jonesday.com/puerto-ricos-public-corporation-debt-restructuring-law-ruled-unconstitutional-03-27-2015/>.

D. *El Informe Krueger*

A principios del 2015, a pesar de las medidas para aumentar recaudos y reducir gastos, la brecha continuaba creciendo, obviamente reflejando la debilidad en la economía al igual que la alta emigración que seguía ocurriendo, entre otros. Dado esto, el BGF procede con la realización de un estudio independiente sobre la sostenibilidad de la deuda del Gobierno Central de parte de economistas de calibre mundial. A pesar de que el IMF expresó que estaba disponible a realizarlo, el Tesoro Federal, como era de esperarse, no vio con buenos ojos esta gestión, dado que Puerto Rico no era un país soberano. En un momento, el Tesoro Federal expresó su interés en realizarlo, pero más adelante desistió de la idea debido a que si el resultado del estudio era que la deuda no era sostenible, y Puerto Rico necesitaba algún tipo de rescate financiero, similares a los financiamientos que el IMF proveía a los países con problemas fiscales, el Tesoro Federal no estaba en condición de otorgar ninguna ayuda sin autorización del Congreso.

Dado esto y por recomendación de expertos, el BGF contrató a Anne Krueger para realizar dicho estudio, quien había ocupado las posiciones de *First Deputy Managing Director* del IMF y Economista en Jefe del Banco Mundial. Krueger trabajó junto a los economistas Andrew Wolfe y Ranjit Teja para producir el estudio que luego sería conocido como el Informe Krueger.<sup>42</sup> El Informe Krueger confirmó que Puerto Rico necesita hacer ajustes estructurales para reactivar su economía a la vez que realizar ajustes fiscales para aumentar ingresos y reducir gastos.<sup>43</sup> Sin embargo, el estudio concluye que, aun con estas medidas, la deuda no es sostenible de la manera en que había sido contratada, sino que era necesario un alivio de la deuda que se podría obtener a través de un intercambio voluntario de bonos ya emitidos por bonos nuevos con un perfil que tuviera un servicio a la deuda menor y a más largo plazo (o *reprofiling* de la deuda).<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> ANNE O. KRUEGER ET AL., *supra* nota 28.

<sup>43</sup> Reza el informe:

*A comprehensive approach is needed.* The problems are too interdependent. For example, fiscal adjustment alone might strengthen confidence in long-term public finances and thereby support demand. But too much fiscal tightening could also depress demand in the near-term and would do nothing to address the supply side problems at the root of Puerto Rico's growth problem. Similarly, structural reforms alone would still leave large fiscal financing gaps. Hence the need for complementary structural reforms to boost growth and debt restructuring to avoid an economically harsh and politically unviable cut in the fiscal deficit. A combination of structural reforms, fiscal adjustment, and debt restructuring ensures that all problems are addressed. And, importantly, it shares the costs and benefits of adjustment across all stakeholders.

*Id.* en la pág. 16.

<sup>44</sup> Este indicaba que:

Even after factoring in a major fiscal effort, a large residual financing gap persists into the next decade – implying a need for debt relief. On the assumptions embodied in Table 3, to close the residual financing gap, the government would need to seek relief from a significant – but progressively declining – proportion of the principal and interest falling due during FY2016-22 the residual financing gap disappears by FY2023. The precise amount of debt

Así, una de las recomendaciones concretas del Informe Krueger fue que, al analizar el déficit, el Gobierno tenía que abandonar la práctica de solo referirse al déficit del Fondo General —que rondaba por los \$9 billones— puesto que esta medida subestimaba el problema real y, entre otras cosas, excluía numerosas agencias que dependían del Fondo General para operar; por ejemplo, la Universidad de Puerto Rico y algunas que incurrían en déficit, en muchas ocasiones, operando a base de préstamos del BGF:

*The standard measure of the fiscal balance in Puerto Rico, using General Fund accounts, greatly understates the true deficit and the challenge ahead. There are three fundamental problems. First, the General Fund is on a cash basis: if, say, the education department delays payments for school supplies, the purchase is not recorded as spending, thus understating the deficit. (Only a year later, after boxes of missing invoices have been hauled to the Treasury and recorded for the CAFR audit, does a truer picture emerge of the fiscal deficit on an accruals basis.) Second, the General Fund excludes numerous agencies – some 150 in total, including large ones like the health insurer ASES and smaller ones like the public buildings administration – that also run deficits, as well as the GDB, which operates like an arm of the government. Third, the General Fund excludes some \$300-400 million per year of capital expenditure; these too deplete cash balances or raise debt and must be counted. These missing items – missing due to the conceptual framework of the General Fund rather than any intention to mislead – are not accounting niceties but directly impact government operations. For example, if the interest payments the GDB has to make depletes its cash balances, this impacts the Commonwealth’s credit rating and market access – even if the General Fund cash deficit were zero. Similarly, if the numerous small agencies run large deficits, these reduce the cash balances available to the Commonwealth. An analysis of fiscal and debt sustainability cannot be conducted on so narrow a measure as the balance in the General Fund.<sup>45</sup>*

De otro lado, el informe recomienda usar una definición más amplia de Gobierno, más allá del Fondo General, al igual que hacer ciertos ajustes al cómputo del déficit, siguiendo los parámetros del IMF. Esta definición más amplia del Gobierno es la que en la actualidad el Gobierno Central y la Junta utilizan en los

---

relief will need to be calibrated to the specifics of the reform and the likely path of the economy, both of which are uncertain at this stage.

*Debt relief could be obtained through a voluntary exchange of old bonds for new ones with a later/lower debt service profile. To agree to it, bondholders would need to be convinced that the specific reforms on the table are indeed a best use of debt relief, and that – by keeping the government functioning as it phases in organizationally and politically difficult measures – the reform program will increase the expected value of their claims. Negotiations with creditors will doubtlessly be challenging: there is no US precedent for anything of this scale and scope, and there is the added complication of extensive pledging of specific revenue streams to specific debts. But difficult or not, the projections are clear that the issue can no longer be avoided.*

*Id.* en la pag. 21. Las opciones de reestructuración de deuda incluyen acciones menos onerosas como extender la madurez de la deuda y cambiar tasas de interés, también conocido como *reprofiling*, o acciones más fuertes, tales como recortes al principal. Todas son opciones disponibles y que han sido utilizadas tanto en reestructuraciones de deuda municipal como en las de deuda soberana.

<sup>45</sup> *Id.* en la pág. 11.

variados planes fiscales presentados; esta nueva medida incluye ingresos de unos \$20 billones:

*Accordingly, we construct a measure of the deficit incorporating estimates of non-cash spending and a broader definition of central government.* First, to ensure that both cash and non-cash spending are captured in our metric, we begin by using the fact that the flow deficit must add up to (1) net debt issued to the private sector by the Commonwealth and the GDB; (2) the accumulation of payables (due to suppliers and tax refunds); (3) the run down of cash balances, and (4) other non-debt creating financing such as asset sales. This measure of the deficit, as used by the IMF, includes all of these financing items. Second, we use a wider definition of the central government, which here is comprised of the Treasury and other primary government units (as defined in Puerto Rico), including those receiving formula-based budgetary transfers (e.g., University of Puerto Rico), the GDB and COFINA. To get the central government primary deficit, we add General Fund revenues, COFINA revenues, and the net operating surplus of the GDB (revenue less administrative expenses) and deduct General Fund expenses (excluding debt service), the net operating deficits (excluding debt service) of the primary units, non-enterprise component units (e.g., ASES), and capital expenditures; federal transfers and spending cancel out but are included as an indicator of the size of the central government in the economy. Effectively the central government includes all parts of the public sector except the municipalities, the retirement funds, and the three largest enterprises (PREPA, PRASA, and HTA).<sup>46</sup>

Al reconocer que aun con las medidas de ajuste fiscal recomendadas la deuda no es sostenible de la manera en que estaba contratada, el informe concluye:

*Debt relief could be obtained through a voluntary exchange of old bonds for new ones with a later/lower debt service profile.* To agree to it, bondholders would need to be convinced that the specific reforms on the table are indeed a best use of debt relief, and that – by keeping the government functioning as it phases in organizationally and politically difficult measures – the reform program will increase the expected value of their claims. Negotiations with creditors will doubtlessly be challenging: there is no US precedent for anything of this scale and scope, and there is the added complication of extensive pledging of specific revenue streams to specific debts. But difficult or not, the projections are clear that the issue can no longer be avoided.<sup>47</sup>

Sin embargo, ya hoy sabemos que la magnitud del problema es tal que cambiar el perfil de la deuda no es suficiente; la reestructuración de la deuda probablemente requerirá un recorte del principal.

#### *E. Reacción al Informe Krueger*

Al emitir el Informe Krueger, el gobernador Alejandro J. García Padilla anunció que la deuda de Puerto Rico era impagable. El anuncio se hizo a través de un

---

<sup>46</sup> *Id.* Más adelante, se decidió incluir en la definición de Gobierno a la Autoridad de Carreteras y Transportación (en adelante, “ACT”), dado que la misma, a diferencia de la AEE y la AAA, necesita de apoyo del Gobierno Central para poder llevar a cabo sus operaciones.

<sup>47</sup> *Id.* en la pág. 21.

medio americano de alta circulación. En la entrevista, explicó que la deuda era impagable, o no sostenible, como había sido contratada, pero que, según planteó el Informe Krueger, logrando un ajuste fiscal y negociando con los bonistas un *reprofiling* de la deuda, esta pudiera ser sostenible. El medio mayormente recogió el hecho de que la deuda era impagable.<sup>48</sup>

Luego del anuncio, el Gobernador nombró un grupo de trabajo que estuvo a cargo de confeccionar varios planes de ajuste fiscal, previo a PROMESA, que dieron base a los planes actuales. A pesar de que dichos planes contenían buenas propuestas de aumento de ingresos y de activación de desarrollo económico<sup>49</sup> eran algo tímidos en cuanto al recorte de gasto.<sup>50</sup> Con el pasar del tiempo, la información financiera del gobierno, la cual siempre ha sido difícil de producir debido a la multiplicidad de sistemas, bases de información y la complejidad del aparato gubernamental, se fue depurando y así también los planes fiscales hasta el actual, el cual ya ha sido certificado por la Junta.

También se presentó y aprobó legislación para crear una junta de supervisión fiscal, de creación local, pero que tuviera representación del gobierno federal. La misma fue aprobada como la Ley Orgánica de la Junta de Supervisión Fiscal y Recuperación Económica de Puerto Rico, Ley Núm. 208-2015.<sup>51</sup> La ley sufrió cambios en el proceso de aprobación por la Legislatura, puesto que se disminuyeron algunos de los poderes que la junta tendría. Dado que se le iba a exigir al Gobierno la imposición de una junta fiscal como requisito para darnos la autoridad legal para reestructurar la deuda, el Ejecutivo deseaba legislar una junta local para que no se le impusiera a Puerto Rico una junta federal, como ocurrió. De todas formas, aun luego de aprobada la legislación, nunca se nombraron los miembros en la junta, dado que más adelante y en conversaciones con personal del Tesoro Federal, se le informó al Gobierno que una junta de nombramiento local no tendría la misma acogida en el Congreso que una de corte federal.<sup>52</sup>

---

<sup>48</sup> Michael Corkery & Mary Williams Walsh, *Puerto Rico's Governor Says Island's Debts Are 'Not Payable'*, THE NEW YORK TIMES (28 de junio de 2015), <https://www.nytimes.com/2015/06/29/business/dealbook/puerto-ricos-governor-says-islands-debts-are-not-payable.html>.

<sup>49</sup> WORKING GROUP FOR THE FISCAL AND ECONOMIC RECOVERY OF PUERTO RICO, PUERTO RICO FISCAL AND ECONOMIC GROWTH PLAN, *supra* nota 18. WORKING GROUP FOR THE FISCAL AND ECONOMIC RECOVERY OF PUERTO RICO, *PUERTO RICO FISCAL AND ECONOMIC GROWTH PLAN UPDATE PRESENTATION* (18 de enero de 2016), <http://www.gdb.pr.gov/documents/PRFEGPUpdatePresentation1.18.16-2.pdf>; COMMONWEALTH OF PUERTO RICO FISCAL PLAN (14 de octubre de 2016), <http://www.gdb.pr.gov/documents/16.10.14FiscalPlanvFinal.pdf>.

<sup>50</sup> Carta del Gobernador Alejandro García Padilla a la Junta de Supervisión y Administración Financiera para Puerto Rico (29 de noviembre de 2016), *disponible en* <https://juntasupervision.pr.gov/wp-content/uploads/wpdf/50/583f297900639.pdf>.

<sup>51</sup> Ley Orgánica de la Junta de Supervisión Fiscal y Recuperación Económica de Puerto Rico, Ley Núm. 208-2015, 3 LPRA §§ 9231-51 (2016 & Supl. 2017)(derogada 2017).

<sup>52</sup> Esta información es resultado de conversaciones personales de la autora y de otros funcionarios del Estado Libre Asociado de Puerto Rico.

F. *Inicio de las negociaciones de consenso antes de PROMESA*

Las negociaciones de consenso con los diversos grupos de bonistas comenzaron a principios del 2016, periodo durante el cual se hicieron tres propuestas.<sup>53</sup> Una primera oferta se hizo el 1 de febrero de 2016, a la cual siguió una segunda el 11 de abril de 2016 y una última oferta el 14 de junio de 2016. El servicio de la deuda del componente de deuda que estaba bajo negociación (alrededor de \$49 billones) era aproximadamente \$3.4 billones anuales. La primera oferta consistía en un intercambio de bonos emitidos por nuevos bonos, con diversos recortes según el tipo de deuda. El servicio a la deuda que se planteaba en promedio era de \$1.701 billones anuales. Consistía en que los bonistas recibirían nuevos instrumentos de deuda por un por ciento del principal y el recorte al principal se recibiría como un bono de crecimiento o “*growth bond*” que comenzaría a pagarse solo si se daban ciertas condiciones de crecimiento y recaudos. Tanto la primera como la segunda propuesta, con ciertas características distintas y con un servicio a la deuda anual aumentado a \$1.850 billones, fueron rechazadas.

Una última propuesta se hizo donde se aumentaba el servicio de la deuda a \$2.050 billones anuales en promedio y alargaba aun más el término de los bonos. Las propuestas presentadas introducían el concepto conocido como el *Superbond*, i.e. el intercambio de toda la deuda bajo estructuración emitida por diversos emisores por deuda emitida por una sola entidad emisora de deuda (*bonding authority*) a ser validada por el gobierno federal. Así, se deseaba simplificar la emisión de deuda en Puerto Rico en donde unos 18 emisores han emitido deuda pública.<sup>54</sup> Cuando se hizo esta tercera y última oferta, algunos bonistas expresaron su deseo por no continuar las negociaciones porque preferían esperar al inminente cambio de gobierno (el gobernador García Padilla no buscó la reelección) y confiaban en que algunos candidatos entendían que se podía pagar la totalidad de la deuda, sin descuento.<sup>55</sup> Otros bonistas deseaban continuar las negociaciones, pero para este entonces, ya PROMESA había sido aprobada, trayendo un nuevo régimen de reestructuración de deuda para Puerto Rico.

Durante este período el Gobierno también entró en un impago de su deuda.<sup>56</sup> Los mayores impagos surgieron en mayo del 2016, cuando el BGF no pudo realizar

---

<sup>53</sup> *Puerto Rico Restructuring Proposal*, WORKING GROUP FOR THE FISCAL AND ECONOMIC RECOVERY OF PUERTO RICO (1 de febrero de 2016), [http://www.gdb.pr.gov/documents/16\\_02\\_01FinalProposal-Revised.pdf](http://www.gdb.pr.gov/documents/16_02_01FinalProposal-Revised.pdf); *Puerto Rico Restructuring Counterproposal*; WORKING GROUP FOR THE FISCAL AND ECONOMIC RECOVERY OF PUERTO RICO (11 de abril de 2016), <http://www.gdb.pr.gov/documents/Working-GroupforPuertoRicoRestructuringCounterproposal.pdf>; *Puerto Rico Revised Restructuring Proposal*, PUERTO RICO FISCAL AGENCY AND FINANCIAL ADVISORY AUTHORITY (14 de junio de 2016), <http://www.gdb.pr.gov/documents/PressReleaseGDB-FAFAA-06-21-16-Final.pdf>.

<sup>54</sup> Sobre el *growth bond* y el *Superbond*, véase Richard J. Cooper & Luke A. Barefoot, *What should Puerto Rico offer its creditors*, LAW 360 (15 de marzo de 2017), <https://www.law360.com/articles/900858>.

<sup>55</sup> Joanisabel González, *Ricardo Rosselló: “la deuda puede pagarse”*, EL NUEVO DÍA (7 de junio de 2016), <https://www.elnuevodia.com/noticias/politica/nota/ricardorosselloladeudapuedepagarse-2207860/>.

<sup>56</sup> Estos fueron los impagos más altos, pero el primero ocurrió en agosto del 2015, cuando no fue posible realizar un pago de unos \$96 millones a bonos del *Public Finance Agency*. Estos bonos solo son

un pago de sobre \$400 millones<sup>57</sup> y luego el Estado Libre Asociado durante el verano del 2016, viéndose imposibilitado de realizar un pago de alrededor de \$1,000 millones de los cuales sobre \$700 millones era un pago de GOs.<sup>58</sup>

Todo lo anterior hizo patente lo difícil que sería llegar a un acuerdo de consenso con bonistas sin tener un régimen de quiebra como el Capítulo 9 del Código de Quiebras federal. Por otro lado, tampoco se contaba con legislación que incluyera un mecanismo de “*collective action clause*” que permitiera a una supermayoría de bonistas acordar cambios a los términos de la deuda en una reestructuración que fuera jurídicamente vinculante para el resto de los bonistas, incluyendo aquellos que voten en contra de la reestructuración o que se nieguen a participar del proceso (*holdouts*).<sup>59</sup> Tampoco se contaba con un mecanismo de “*cram-down*” que permitiera, a través de un tribunal, reducir el principal de la deuda. El primero de estos conceptos es una herramienta comúnmente utilizada en reestructuraciones de deuda soberana. El segundo es parte del Código de Quiebras Federal. Puerto Rico no contaba con ninguno.

A manera de ejemplo, para el 2016 se negociaba con los principales bonistas del BGF, un grupo de firmas que entre todas poseían cerca de \$1 billón de los \$3.7 billones de las notas emitidas por el BGF. Aunque no se logró un acuerdo final en aquel momento, si se hubiese logrado, este grupo, que era el más grande, no representaba la mayoría de la deuda, por lo que lograr un acuerdo con este grupo no hubiera resuelto el problema de la deuda del BGF si el resto de los bonistas no aceptaban el acuerdo alcanzado. Este ejemplo demuestra la necesidad de un régimen de quiebras, donde la mayoría de los bonistas se sienten a la mesa a negociar, un régimen que PROMESA introdujo.

### G. Opciones de quiebra para Puerto Rico

Durante este tiempo, la primera iniciativa para proveer a Puerto Rico un régimen federal de quiebras fue la del pasado Comisionado Residente Pedro Pierluisi, quien radicó legislación para extender el Capítulo 9 del Código de Quiebras federal a la Isla.<sup>60</sup> El Capítulo 9 aplicaba a Puerto Rico, pero una enmienda introducida en el 1984 eliminó la aplicación a Puerto Rico de un plumazo, dejando a la isla

---

pagaderos de asignaciones legislativas del presupuesto y la asignación anual de ese año fue eliminada durante la aprobación del presupuesto, ya dando paso a la aceptación de las dificultades fiscales que enfrentaba el Gobierno.

<sup>57</sup> Heather Gillers, *Puerto Rico Development Bank Won't Make Most of a Debt Payment Monday*, WALL ST. J. (2 de mayo de 2016) <https://www.wsj.com/articles/puerto-rico-development-bank-wont-make-most-of-a-debt-payment-monday-1462139697> .

<sup>58</sup> Heather Gillers & Nick Timiraos, *Puerto Rico Defaults on Constitutionally Guaranteed Debt*, WALL ST. J. (1 de julio de 2016), <https://www.wsj.com/articles/puerto-rico-to-default-on-constitutionally-guaranteed-debt-1467378242>.

<sup>59</sup> Para una discusión de este tema, véase Antonio J. Pietrantonio, *Collective Action Clauses for Puerto Rican Bonds: Borrowing Costs, Practical Considerations and Lessons from Sovereign Debt*, 84 REV. JUR. UPR 1195, 1199 (2015).

<sup>60</sup> Puerto Rico Chapter 9 Uniformity Act of 2015, H.R. 870, 114th Cong. (2015), <https://www.congress.gov/114/bills/hr870/BILLS-114hr870ih.pdf>.

desprovista de un mecanismo legal para radicar quiebra.<sup>61</sup> No se ha podido determinar con precisión la razón de esta enmienda. Pero, ciertamente tuvo el efecto de dejar a Puerto Rico sin una herramienta para el momento que vivía.

El extender el Capítulo 9 a Puerto Rico, aunque positivo, no representaba una solución. El Capítulo 9 permite a las ciudades y corporaciones públicas radicar quiebra, tal como lo hizo la ciudad de Detroit. Sin embargo, dado que los estados no pueden acogerse a la quiebra, el Capítulo 9 no resolvía los problemas de Puerto Rico. Si bien es cierto que corporaciones como AEE podían utilizarlo para radicar quiebra, la deuda del Gobierno Central no podía reestructurarse, por lo cual este mecanismo no proveía el alivio que las finanzas del Gobierno necesitaban. Luego de la realización de varias vistas congresionales sobre el Capítulo 9 y las finanzas del Gobierno, comienza una discusión sobre proveerle a Puerto Rico una herramienta más amplia, la cual se comenzó a llamar el *Big Chapter 9*; este mecanismo sí hubiese permitido reestructurar la deuda del ELA. Aunque en principio se vio la idea como positiva, luego hubo renuencia de aprobar una ley que se pudiera entender ofrecía a Puerto Rico una ventaja sobre los estados. Es dentro de este contexto que se comienza a discutir el desarrollo de un régimen de quiebras que fuera aplicable a los territorios, y que, de esta forma, fuera diferente a lo aplicable a los estados. Surge así el concepto del *Territorial Chapter 9* que más adelante sigue desarrollándose y culmina con la aprobación de PROMESA.

Durante la discusión pública el Gobierno fue informado por oficiales del Tesoro Federal que el darle la autoridad legal a Puerto Rico para reestructurar su deuda tenía que ir de la mano de la imposición de una junta de control fiscal. Había muchas presiones en el Congreso para lograr eso, sobre todo de parte de los bonistas. No fue una decisión fácil de aceptar, y el Gobernador combatió la misma, pero ese era el precio de recibir la autoridad legal para reestructurar la deuda de Puerto Rico, un mecanismo clave para poder mover a Puerto Rico hacia adelante en este contexto.

## II. LA APROBACIÓN Y LAS DIFICULTADES EN LA EJECUCIÓN DE PROMESA

Como se esperaba, el proceso de aprobación de PROMESA no fue un asunto sencillo, y las presiones por diversos grupos de bonistas aumentaban para insertar lenguaje que resultare beneficioso a su posición. Por ejemplo, un grupo de bonistas de GOs logró insertar una referencia en PROMESA a que el plan fiscal a ser preparado bajo el Título II de PROMESA (el "Plan Fiscal") debería seguir las prioridades constitucionales del pago de la deuda, o sea, asegurar que la deuda con garantías constitucionales, como son los bonos de obligaciones generales, tuviera prioridad sobre otros desembolsos.<sup>62</sup>

---

<sup>61</sup> La definición de "Estado" del Código de Quiebras federal surge de la Sección 101(52) que lee: "(52) The term 'State' includes the District of Columbia and Puerto Rico, except for the purpose of defining who may be a debtor under chapter 9 of this title". 11 U.S.C. § 101(52).

<sup>62</sup> Philippe Schoene Roura & Rosario Fajardo, *Much-anticipated PROMESA draft surfaces*, CARIBBEAN BUSINESS (19 de mayo de 2016), <http://caribbeanbusiness.com/promesa-draft-on-the-verge-of-release/>

Luego de debates y discusión, y según entendemos, intentos de descarrilar la aprobación de PROMESA, la misma fue firmada por el presidente Barack H. Obama el 30 de junio de 2016. PROMESA le dio a Puerto Rico la capacidad legal de reestructurar la deuda, a cambio, entre otras cosas, de entregar la autoridad final del Gobernador y de la Asamblea Legislativa a una junta de personas del sector privado seleccionados por miembros del Congreso y por el Presidente de los Estados Unidos. Si bien es cierto que tiene sus virtudes, PROMESA también tiene problemas de ejecución, muchos de los cuales los hemos visto durante los pasados dos años desde su aprobación.

#### A. *Preparación del Plan Fiscal*

El Título I establece la Junta, la cual se crea a tenor con el Artículo IV, Sección 3 de la Constitución de los Estados Unidos.<sup>63</sup> Se aclara que la Junta es una entidad del gobierno del territorio y no una entidad del gobierno federal. Asimismo, la Ley reconoce que entre las responsabilidades de la Junta se encuentran el aprobar el Plan Fiscal,<sup>64</sup> aprobar presupuestos,<sup>65</sup> tomar ciertas acciones si el presupuesto no cumple con el plan,<sup>66</sup> garantizar el cumplimiento del Plan Fiscal,<sup>67</sup> proveer recomendaciones sobre estabilidad fiscal y responsabilidad gerencial,<sup>68</sup> responsabilidad sobre la reestructuración de la deuda,<sup>69</sup> sobre la emisión de deuda,<sup>70</sup> y los reportes que puede requerir,<sup>71</sup> entre muchas otras.

El Plan Fiscal es la base para poder comenzar el proceso de la reestructuración de la deuda bajo el Título III. Según la Ley, el Plan Fiscal a ser sometido no debe ser menor de cinco años y deberá proveer para lograr la responsabilidad fiscal y el acceso a los mercados de capital. Dicho Plan tiene que incluir variados elementos, los cuales, al mirarlos en conjunto, son casi imposibles de cumplir en su totalidad. Entre ellos, tiene que proveer estimados de ingresos y gastos de acuerdo a los métodos de contabilidad acordados, garantizar el financiamiento necesario para los servicios públicos esenciales, proveer los recursos para los sistemas de pensión,

---

(última visita 2 de junio de 2018) (“With 18 different types of credits at play, creditors have been jockeying for position for months, with each competing interest seeking to shield their credits as much as possible from haircuts. Those with the most protected bonds want their credits to be among the first in line—GOs at the top of the list, followed by Sales Tax Financing Corp. [Cofina by its Spanish acronym], and so on with the rest of the affected credit claims. GOs are backed by the Puerto Rico Constitution, while Cofina is backed by a portion of the island’s sales & use tax”).

<sup>63</sup> La Sección 3 del Artículo IV de la Constitución federal le otorga al Congreso la facultad de disponer de e implementar todas las normas y reglamentos que sean necesarias para los territorios. Puerto Rico Oversight, Management, and Economic Stability Act (P.R.O.M.E.S.A.), 48 U.S.C. § 2121 (2016).

<sup>64</sup> *Id.* § 2141.

<sup>65</sup> *Id.* § 2142.

<sup>66</sup> *Id.* § 2143.

<sup>67</sup> *Id.* § 2144.

<sup>68</sup> *Id.* § 2145.

<sup>69</sup> *Id.* § 2146.

<sup>70</sup> *Id.* § 2147.

<sup>71</sup> *Id.* § 2148.

eliminar los déficits estructurales, proveer para el pago de deuda que sea sostenible, incluir las inversiones en mejoras capitales necesarias para promover el desarrollo económico, proveer un análisis de la sostenibilidad de la deuda, mejoras a la gobernanza y responsabilidad fiscal y a los controles financieros y respetar las prioridades legítimas relativas o gravámenes legítimos, según apliquen, en la Constitución, en otras leyes o acuerdos de un territorio cubierto o instrumentalidad territorial cubierta y en vigor antes de la fecha de adopción de PROMESA, entre otros asuntos.<sup>72</sup> La definición de algunos de estos requisitos es ambigua, lo cual pudiese dar paso a litigios. Lograr configurar un Plan Fiscal que cumpla con todos estos objetivos es una tarea improbable; financiar los servicios esenciales, proveer los recursos para las pensiones, invertir en mejoras capitales necesarias para el desarrollo económico y proveer para el pago de deuda que sea sostenible son todos requisitos que compiten unos contra otros debido a los limitados fondos del gobierno. Esto lo podemos ver en el Plan certificado por la Junta durante el mes de mayo de 2018,<sup>73</sup> donde se incluye un recorte a las pensiones, se recortan servicios que pudiesen ser considerados como esenciales como es el presupuesto de la Universidad de Puerto Rico, se incluye muy poco para realizar mejoras capitales necesarias (luego de María, estas serán mayormente financiadas por fondos federales) y se plantea un recorte de más de la mitad de la deuda existente. Ciertamente el lograr acuerdos de reestructuración bajo el Título III será una difícil encomienda, entre otras cosas debido a que algunos bonistas entenderán que sus acreencias han sido relegadas detrás de otras prioridades.

### *B. Prioridad de pagos*

El último elemento, respetar las prioridades legítimas relativas o gravámenes legítimos, según apliquen en la Constitución, leyes o acuerdos, es ciertamente uno de los asuntos más neurálgicos de la elaboración del Plan Fiscal. Esta mención fue promovida por grupos de bonistas de GO, y al quedar incluida se consideró como un verdadero logro para ellos ya que entendieron que lograron insertar la protección constitucional de los GOs a PROMESA.<sup>74</sup> Inclusive, se pudo notar un aumento en el precio de los GOs en el mercado luego de que la Cámara Federal aprobara la versión de PROMESA que incluía esta mención. Y es, precisamente, la aplicación de esta sección en el Plan la que está siendo cuestionada por algunos bonistas ya que entienden que la prioridad utilizada por el Gobierno no ha sido la correcta. La interpretación de algunos grupos es que el Gobierno no ha obedecido esta premisa

---

<sup>72</sup> *Id.* § 2141(b).

<sup>73</sup> *New Fiscal Plan for Puerto Rico: Restoring Growth and Prosperity*, FINANCIAL OVERSIGHT AND MANAGEMENT BOARD FOR PUERTO RICO (30 de mayo de 2018), <https://juntasupervision.pr.gov/wp-content/uploads/wpfd/50/5b100021056bb.pdf>.

<sup>74</sup> Puerto Rico – More Defaults Ahead, JANNEY FIXED INCOME STRATEGY (2 de junio de 2016), <https://www.janney.com/File%20Library/Unassigned/PR-Update-June-2016.pdf> (“Language in the bill requires that any debt restructuring ‘respect the relative priorities or lawful liens, as may be applicable, in the constitution, other laws, or agreements of a covered territory’ and must be ‘in the best interests of the creditors.’ This would seem to be supportive of general obligation bonds, since general obligation principal and interest are prioritized in the Puerto Rico constitution.”).

en los planes fiscales entregados y la Junta tampoco ha hecho lo propio por hacerla cumplir.<sup>75</sup> Los planes fiscales hasta ahora han incluido los ingresos y primero que nada el pago de los gastos operacionales del Gobierno, más medidas de ajuste fiscal y reformas estructurales, pero siempre dejando fuera el servicio de la deuda, o más bien, se incluye recibiendo el sobrante, o el llamado *primary surplus*.<sup>76</sup> Oficiales del gobierno han dicho que serán los jueces nombrados para mediar en la reestructuración de la deuda, los que decidirían que cantidad se puede incluir para el servicio de la deuda.<sup>77</sup> Esta interpretación ha sido positiva para el Gobierno, pues hasta ahora le ha permitido tratar prioritariamente a la prestación de servicios sobre el pago de la deuda. Si ello es constitucional o no bajo las leyes de Puerto Rico, hay dudas. Sin embargo, según PROMESA, una vez el Plan Fiscal es certificado, el mismo es final y firme y no es revisable judicialmente.<sup>78</sup>

---

<sup>75</sup> Carta de un grupo de bonistas a la Junta de Supervisión y Administración Financiera para Puerto Rico (27 de marzo de 2017), <https://www.scribd.com/document/343224256/Joint-Creditor-Letter-to-Oversight-Board-on-Fiscal-Plan-for-Puerto-Rico> (“The Fiscal Plan simply ignores one of the enumerated requirements that Congress imposed on any fiscal plan, namely, that it ‘respect the relative lawful priorities or lawful liens, as may be applicable, in the constitution, other laws, or agreements of a covered territory or covered territorial instrumentality in effect prior to the date of enactment of this Act.’ Congress authorized the Oversight Board to certify a fiscal plan that ‘satisfies such requirements.’ If a fiscal plan ‘does not satisfy such requirements’ then the ‘Board shall provide to the Governor a notice of violation.’ Here, the Commonwealth acknowledged that the Fiscal Plan did not comply with Section 201(b)(1)(N), and the Oversight Board stated that it did not have enough information to determine the Fiscal Plan’s compliance with Sections 201(b)(1) (N). Instead of requiring correction, the Oversight Board certified the Fiscal Plan.”) (“Puerto Rico’s Constitution—expressly referenced in Section 201(b)(1)(N)— clearly provides that, when available resources are insufficient to cover all of the Commonwealth’s obligations, Constitutional Debt shall be paid first. Moreover, Puerto Rico’s Management and Budget Office Organic Act recognizes the constitutional requirement that payment on Constitutional Debt shall come first, and specifies that payments or disbursements related to certain contracts, public health, safety, education, welfare, pensions, and capital works and improvements shall only be made after payments on Constitutional Debt.”) (“By providing that payment on Constitutional Debt comes after all of the Commonwealth’s expenditures, the Fiscal Plan violates Puerto Rico’s Constitution and Section 201(b)(1)(N). We call upon you to correct this error or to explain why you believe this is not an error.”) (citas omitidas).

<sup>76</sup> *What is a Primary Surplus (Deficit)?*, MERK FUNDS, <http://www.merkfunds.com/currency-asset-class/glossary/primary-surplus.html> (última visita 2 de junio de 2018) (“Countries’ primary surplus (deficit) refers to the component of the fiscal surplus (deficit) that is comprised of current government spending less current income from taxes, and excludes interest paid on government debt. If a country has larger levels of income relative to current spending, it is said to have a primary surplus; if a country has larger levels of current spending relative to income, it is said to have a primary deficit.”).

<sup>77</sup> Según dispone PROMESA en su Título III, el juez presidente de la Corte Suprema de Estados Unidos John Roberts nombró a la jueza del Distrito Sur de Nueva York, Laura Taylor Swain, a cargo de los casos bajo el Título III de PROMESA de Puerto Rico. Lawrence Hurley, *U.S. chief justice taps New York judge to handle Puerto Rico bankruptcy*, REUTERS (5 de mayo de 2017), <https://www.reuters.com/article/usa-court-puertorico/u-s-chief-justice-taps-new-york-judge-to-handle-puerto-rico-bankruptcy-idUSL1N171N8>. Esta, a su vez, nombró a un panel de cinco jueces, liderado por la jueza Barbara Houser de Dallas, a cargo de la mediación sobre la reestructuración de la deuda entre el gobierno y los bonistas. Nick Brown, *Stockton bankruptcy judge among five tapped to mediate Puerto Rico debt fights*, REUTERS (14 de junio de 2017), <https://www.reuters.com/article/puertorico-debt-bankruptcy-idUSL1N1JB2MH>.

<sup>78</sup> Puerto Rico Oversight, Management, and Economic Stability Act (P.R.O.M.E.S.A.), 48 U.S.C. § 2126 (2016).

Sobre este tema, Robert (Rob) Bishop, congresista que preside el Comité de Recursos Naturales de la Cámara de Representantes y una figura influyente en la aprobación de PROMESA, envió una comunicación a la Junta expresando su insatisfacción con relación a la implementación de la ley. El congresista menciona la necesidad de que se respeten las prioridades relativas legítimas o gravámenes legítimos en la preparación del Plan Fiscal y parece indicar que los Planes Fiscales presentados no respetan los requisitos que el Congreso impuso para la elaboración del Plan Fiscal.<sup>79</sup>

En cuanto a las prioridades de la Constitución, el Artículo VI, sección 8 de la Constitución de Puerto Rico establece que: “[c]uando los recursos disponibles para un año económico no basten para cubrir las asignaciones aprobadas para ese año, se procederá en primer término, al pago de intereses y amortización de la deuda pública, y luego se harán los demás desembolsos de acuerdo con la norma de prioridades que se establezca por ley”.<sup>80</sup> El término “deuda pública” para propósitos de la Constitución se entiende que solo aplica a aquella deuda en la cual se ha empeñado “la buena fe, el crédito y el poder de imponer contribuciones del Estado Libre Asociado,”<sup>81</sup> o sea, los GOs y cualquier otra deuda que haya sido garantizada por el Estado Libre Asociado.

Luego del pago de la deuda, el artículo 4(c) de la Ley Orgánica de la Oficina de Gerencia y Presupuesto (en adelante, “OGP”) contiene el orden para hacer los demás desembolsos.<sup>82</sup> En segundo lugar de prioridad siguen los compromisos contraídos en virtud de contratos legales en vigor, sentencias en casos de expropiación forzosa y obligaciones ineludibles para salvaguardar el crédito, la reputación y el buen nombre del Gobierno del Estado Libre Asociado; en tercer lugar los gastos operacionales en las áreas de salud, seguridad, educación, bienestar social, las aportaciones a los sistemas de retiro; y, finalmente, obras y mejoras permanentes ya contratadas y pagos de contratos y compromisos contraídos con cargo a asignaciones especiales.<sup>83</sup> Es bajo esta disposición que los bonistas de los GOs entienden que lo primero que debe ser desembolsado por el Gobierno, antes que cualquier otro gasto, inclusive de servicios esenciales, es el servicio de la deuda pública.

Mientras esta es la interpretación de los bonistas de GO, en la batalla legal que libran contra los bonistas de COFINA,<sup>84</sup> estos segundos plantean otra visión.

---

<sup>79</sup> Carta del Representante Rob Bishop, Presidente del Comité de Recursos Naturales de la Cámara de Representantes de los Estados Unidos, a la Junta de Supervisión y Administración Financiera para Puerto Rico (29 de marzo de 2018), [https://media.noticel.com/02com-noti-media-us-east-1/document\\_dev/2018/03/31/FINAL-Letter-to-OB-Re-Rev-FPs-032918\\_1522502281487\\_10881255\\_ver1.o.pdf](https://media.noticel.com/02com-noti-media-us-east-1/document_dev/2018/03/31/FINAL-Letter-to-OB-Re-Rev-FPs-032918_1522502281487_10881255_ver1.o.pdf).

<sup>80</sup> CONST. PR art. VI, § 8.

<sup>81</sup> *Id.* § 2.

<sup>82</sup> Ley Orgánica de la Oficina de Gerencia y Presupuesto, Ley Núm. 147 de 18 de junio de 1980, 23 LPRA § 104(c) (2015).

<sup>83</sup> *Id.* Para una discusión sobre el tema, véase *La deuda pública: Mitos y realidades*, CENTRO PARA UNA NUEVA ECONOMÍA (5 de julio de 2015), <http://grupocne.org/2015/07/05/la-deuda-publica-mitos-y-realidades/>.

<sup>84</sup> Steven Church, *Puerto Rico Bondholders Make Final Court Pitches in Key Dispute*, BLOOMBERG (10 de abril de 2018), <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-04-10/puerto-rico-bondholders-make-final-court-pitches-in-key-dispute>.

Uno de los argumentos que hacen los bonistas de COFINA es que los bonos GO, a pesar de tener las garantías constitucionales, no tienen una fuente dedicada de ingresos, tal y como por ley se ha dispuesto el repago de los bonos de COFINA; ello, utilizando los primeros recaudos del IVU. Frente a los tribunales está la determinación de este asunto, una compleja y que ciertamente pudiera tener efecto en el mercado municipal de bonos. Si el tribunal decide en contra de COFINA, la decisión pudiera afectar otras emisiones en el mercado de deuda municipal que siguen una estructura similar a la de COFINA (la de un *special purpose vehicle* o “SPV”).<sup>85</sup> Igualmente si el tribunal resuelve en contra de los GOs, pudiera negativamente impactar emisiones de bonos de obligaciones generales de otras municipalidades. Idealmente estos dos grupos pudieran llegar a acuerdos fuera del tribunal evitando así una decisión negativa para el grupo perdedor. El 5 de junio de 2018 ambos grupos sometieron una moción solicitando al tribunal que no tomara ninguna decisión, durante un término de 60 días, con relación a ciertas mociones de sentencia sumaria radicadas, ya que el grupo había llegado a un acuerdo en principio para transar la disputa. En dicho acuerdo, ambas partes desean pactar una distribución porcentual a cada grupo de los recaudos del IVU que están pignorados a COFINA. La propuesta denota un esfuerzo genuino en llegar a un acuerdo sobre este tema tan neurálgico.<sup>86</sup> Este tema de las controversias entre bonistas es un ejemplo de lo complicado que podría ser lograr acuerdos de reestructuración de deuda bajo el Título III, cuando Puerto Rico cuenta con 18 tipos de emisores distintos, todos con diversos reclamos, derechos y colateral asociados a sus acreencias. Esta es otra de las razones por la cuales el Título III, que encamina un proceso supervisado por el tribunal, es tan necesario para poder lidiar con los reclamos de todos estos grupos, que compiten unos contra los otros.

### C. Los servicios esenciales

Otro de los aspectos que ha causado discusión es la definición de servicios esenciales. ¿Qué se entiende por este término? Una definición clara ha sido difícil de lograr e implementar. En la carta enviada a la Junta por el congresista Rob Bishop, este comenta que un buen comienzo sería precisamente definir lo que son los servicios esenciales para definir así donde debería haber recortes de gastos,

---

<sup>85</sup> *The Next Chapter: Creating an understanding of Special Purpose Vehicles*, PWC (diciembre de 2011), <https://www.pwc.com/gx/en/banking-capital-markets/publications/assets/pdf/next-chapter-creating-understanding-of-spvs.pdf> (“A Special Purpose Vehicle (SPV) sometimes referred to as a Special Purpose Entity (SPE) is an off-balance sheet vehicle (OBSV) comprised of a legal entity created by the sponsor or originator, typically a major investment bank or insurance company, to fulfil a temporary objective of the sponsoring firm. SPVs can be viewed as a method of disaggregating the risks of an underlying pool of exposures held by the SPV and reallocating them to investors willing to take on those risks. This allows investors access to investment opportunities which would not otherwise exist, and provides a new source of revenue generation for the sponsoring firm.”).

<sup>86</sup> Joanisabel González, *Cofina y el Gobierno se repartirían los recaudos del IVU*, EL NUEVO DÍA (8 de junio de 2018), <https://www.elnuevodia.com/negocios/economia/nota/cofinayelgobiernoserepartirianlosrecaudosdelivu-2427198/>.

dado que uno de los requisitos del Plan Fiscal es que “garantizará el financiamiento necesario para los servicios públicos esenciales”.<sup>87</sup> Se esperaría que aquello que no cualifique como un servicio esencial pudiera ser eliminado o reducido. Si bien es cierto que PROMESA no requiere que se haga esta definición, también es cierto que la misma ayudaría a entender las razones por las cuales se escoge proteger unos gastos sobre otros.

Una interpretación, relativamente limitante, es que solo los servicios que lista la Ley Orgánica de la OGP deberían ser considerados como servicios esenciales y que los recursos deberían ser dedicados en ese orden, luego del pago de la deuda pública: gastos relativos a salud, seguridad, educación, bienestar social, aportaciones a los sistemas de retiro, obras y mejoras permanentes ya contratadas y pagos de contratos y compromisos contraídos con cargo a asignaciones especiales. Ciertamente esto no es lo que acontece actualmente. La definición de lo que son servicios esenciales cobra aún mayor relevancia luego del paso del Huracán María por Puerto Rico, puesto que los recursos del Gobierno no son suficientes para mantener los servicios y poder hacer frente a la recuperación luego de los daños sufridos.

*D. La certificación, el alcance del plan aprobado por la Junta y los límites al poder de la Junta*

Bajo PROMESA, cuando el Gobernador somete el Plan, la Junta puede: (1) aprobarlo emitiendo una certificación de cumplimiento o (2) notificar que el Plan sometido no cumple a través de una notificación de violación y proveer recomendaciones para su revisión. Si el plan no cumple, el Gobernador debe enviar un plan revisado que cumpla con los requisitos. Si el Gobernador no lo hace, entonces la Junta desarrollará el Plan y lo enviará al Gobernador y a la Legislatura y se considerará aprobado. Durante la certificación del primer Plan, en 2017, la Junta impuso ciertas condiciones con relación a ciertos niveles de recortes; de no ser suficientes, entrarían medidas adicionales de reducción de la jornada laboral y de otros beneficios a los empleados del Gobierno. Luego, surgió una disputa sobre si estas condiciones eran parte del Plan —según sostenía la Junta— o recomendaciones, según la sección 205(a) de PROMESA, la cual dispone que la Junta puede presentar recomendaciones al Gobernador o la Legislatura sobre acciones que el Gobierno puede tomar para cumplir con el Plan Fiscal, ello con el propósito de promover la estabilidad financiera y el crecimiento económico y para otros fines. El Gobierno en ese momento decidió no implantarlas y la Junta radicó una demanda para hacer al Gobierno cumplir.<sup>88</sup> Luego del paso de María, la demanda fue retirada.<sup>89</sup>

---

<sup>87</sup> Puerto Rico Oversight, Management, and Economic Stability Act (P.R.O.M.E.S.A.), 48 U.S.C. § 2141 (2016).

<sup>88</sup> Joanisabel González, *La Junta de Supervisión Fiscal demanda al gobernador Ricardo Rosselló*, EL NUEVO DÍA (28 de agosto de 2017), <https://www.elnuevodia.com/noticias/politica/nota/lajuntadesupervisionfiscaldemandaaricardorossello-2352899/>.

<sup>89</sup> *Junta retira demanda al Gobierno de P.R. para reducir jornada laboral*, NOTICEL (30 de septiembre de 2017), <http://www.noticel.com/ahora/junta-retira-demanda-al-gobierno-de-pr-para-reducir-jornada-laboral/628552817>.

Luego de la devastación tras el paso de María, el Plan Fiscal certificado se echó a un lado y el Gobierno elaboró un plan revisado, del cual se sometieron variadas versiones. Finalmente, el 19 de abril de 2018 la Junta aprobó su propio plan, basado en el del Gobierno, pero con ciertas modificaciones que fueron cuestionadas por el Gobierno, entre ellas, la aprobación de una reforma laboral que elimina beneficios y la reducción de las pensiones.<sup>90</sup> Finalmente, el Gobierno y la Junta llegaron a acuerdos en cuanto a estos asuntos y algunos fueron eliminados del Plan Fiscal, como lo fue la reducción de los días de vacaciones, enfermedad y el bono de Navidad. Luego de esto, el 30 de mayo de 2018, la Junta certificó un nuevo Plan Fiscal incluyendo estos acuerdos.<sup>91</sup>

La interpretación del Gobierno sobre las modificaciones de la Junta al Plan, según comunicación enviada por el Gobernador a la Junta, es que la Junta podía intervenir en temas fiscales pero está impedida de intervenir en asuntos de política pública, en relación a los cuales solo puede ofrecer recomendaciones. Específicamente, planteó que la Junta no puede entrar en temas que requieran legislación, enmiendas a leyes o a contratos o afecten las operaciones diarias del Gobierno.<sup>92</sup> Esta definición relativamente limitante de los poderes de la Junta —ciertamente contraria a lo planteado por el representante Bishop— podría en un futuro desembocar en litigios adicionales y refleja algunas de las dificultades en la implantación de PROMESA. Entre otros, el Gobierno basaba su posición en la postura tomada por la jueza Swain sobre el nombramiento de Noel Zamot como *Chief Transformation Officer* de PREPA, con todos los poderes de un *Chief Executive Officer*, nombramiento que no fue avalado por el Tribunal:

Similar principles animate the PROMESA provisions defining the FOMB's [Fiscal Oversight Management Board's] powerful role in the development and certification of fiscal plans and budgets under PROMESA sections 201 and 202. These foundational documents provide blueprints for revenues, expenses, debt, and capital resources, and they are used to substantiate methods for responsible financial management. The FOMB's authority to withhold approval and to make recommendations clearly gives it significant leverage to guide and to cabin the expectations of the Commonwealth entities responsible for proposing and refining the plans and budgets. But nothing in the fiscal plan, budgeting, and enforcement provisions of PROMESA sections 201, 202, 203, and 204 suggests that the FOMB is the principal body empowered to manage PREPA's day-to-day functions, or that it has direct authority to alter PREPA's reporting structure and install a CTO. *Although the FOMB's fiscal plan and budgeting powers give it a strong and substantially determinative voice in overall strategy regarding the Commonwealth's revenues, expenses, and general direction for responsible financial management, they*

---

<sup>90</sup> *New Fiscal Plan for Puerto Rico: Restoring Growth and Prosperity*, *supra* nota 73.

<sup>91</sup> *Junta de Supervisión Fiscal recertifica por unanimidad el nuevo plan fiscal*, MICROJURIS (31 de mayo de 2018), <https://aldia.microjuris.com/2018/05/31/junta-de-supervision-fiscal-recertifica-por-unanimidad-el-nuevo-plan-fiscal/>.

<sup>92</sup> Véase Letter from Ricardo Rosselló Nevares, Governor of Puerto Rico, to José B. Carrión III, Chairman, Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico (2 de abril de 2018), [https://media.noticel.com/02com-noti-media-us-east-1/document\\_dev/2018/04/01/Letter%20to%20OMB\\_1522620083091\\_10887169\\_ver1.o.pdf](https://media.noticel.com/02com-noti-media-us-east-1/document_dev/2018/04/01/Letter%20to%20OMB_1522620083091_10887169_ver1.o.pdf) (en adelante, "Letter from Governor of Puerto Rico").

*do not imply that the FOMB's role includes detailed operational planning or direct executive authority over the implementation of those plans and budgets.*<sup>93</sup>

Así, el Tribunal compara PROMESA con la junta de control que estuvo a cargo del Distrito de Columbia (D.C.) y encuentra que ambas leyes son distintas. PROMESA le da menos margen a la Junta que su equivalente en D.C.:

The degree of unilateral power that Congress has granted to the FOMB stands in contrast to the powers Congress granted to the District of Columbia Financial Control Board (the “D.C. Board”) under the District of Columbia Financial Responsibility and Management Assistance Act of 1995. The D.C. Board was empowered, for example, to essentially declare significantly inconsistent legislative acts null and void unilaterally, and to pre-review every contract the D.C. government proposed to execute. In drafting PROMESA section 204, Congress declined to include such provisions. See H.R. Rep. No. 114-602, at 111 (2016) (“[PROMESA] establishes a board that is robust but reasonable. Its powers are far less potent than the powers the Congress conferred upon the board that it established for the District of Columbia in Public Law 104-8...”); *id.* at 113 (“An earlier version of PROMESA... required the oversight board to review every legislative act enacted by the Puerto Rico government and to make a determination—in the board’s sole discretion—about whether each act was consistent with the certified fiscal plan... [I]f the board determined that the act was significantly inconsistent with the fiscal plan, the board was required to declare the act “null and void”. . . . Congress also forewent provisions that would have allowed a Congressionally-created entity to appoint an emergency manager with all the powers of a board of directors for any territorial public corporation whose expenditures exceeded its revenues for at least two consecutive years. See S. 2381, 114th Cong. § 322(a)(5) (2016). *Instead, Congress created a PROMESA Oversight Board with significant leverage in the form of guidance, gatekeeping, and enabling powers that would in essence provide guardrails for the territorial government on its journey to fiscal credibility and responsibility. Congress did not grant the FOMB the power to supplant, bypass, or replace the Commonwealth’s elected leaders and their appointees in the exercise of their managerial duties whenever the Oversight Board might deem such a change expedient. See H.R. Rep. No. 114-602, at 112 (2016) (“[T]he oversight board... will provide guardrails for the Puerto Rico government, but will not supplant or replace the territory’s elected leaders, who will retain primary control over budgeting and fiscal policy-making.”). Indeed, the only reference to a chief executive in PROMESA is in the statute’s definition of the office of Governor. See PROMESA § 5(12).*

....

The structure established by Titles I and II, alongside the reservation of territorial power in section 303, requires the FOMB and the territorial government to work together to establish a fiscally responsible path forward that is acceptable to the FOMB. *Congress might have chosen to make the FOMB’s job easier in the short term by granting it direct control and disabling the Commonwealth government’s ability to dissent, but it did not do so. Congress deliberately divided responsibility and authority between the two.*

....

---

<sup>93</sup> *In re* Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, 583 B.R. 626, 632-33 (D. P.R. 2017) (énfasis suplido).

*It is notable here that the FOMB has not asserted that PREPA is non-compliant with a certified fiscal plan or budget. The post-hurricane fiscal plan and budgeting process were only recently announced by the FOMB, on October 31, 2017. PREPA's proposal is due on December 22, 2017, with certification or recommendations by the FOMB to be made by January 12, 2018.*<sup>94</sup>

Si bien es cierto que PROMESA le da extensos poderes a la Junta, estos poderes surgen dentro del marco de la certificación por la Junta de un Plan Fiscal. Luego que el Plan ha sido certificado, una serie de eventos adicionales surgen, todos relativos al Plan Fiscal, tales como la aprobación del presupuesto y la aprobación de leyes. La Junta pasa juicio sobre si estos cumplen o no con el Plan Fiscal. De no hacerlo, la Junta puede tomar medidas, pero siempre tiene que darle la oportunidad al Gobierno y la Legislatura de cumplir con el mandato; en otras palabras, los poderes de la Junta no son de primera mano, sino que se activan solo a través del incumplimiento de las entidades llamadas a ejecutar primero, cuando el Gobierno o la Legislatura no hacen lo que están obligados a hacer: no aprueban un plan fiscal cónsono con PROMESA, no aprueban un presupuesto siguiendo el Plan Fiscal, aprueban leyes que van en contra del plan certificado.<sup>95</sup> Pero la Junta no entra a sustituir al Gobierno, sino que tiene que permitir al Gobierno actuar primero. Así lo reconoce el Tribunal al afirmar que el Congreso pudo haberle hecho el trabajo más fácil a la Junta, pero decidió no hacerlo. Por un lado, esta realidad de PROMESA, si bien es cierto que respeta los poderes y facultades del Gobierno, también requiere una gran cooperación entre la Junta, el Gobierno y la Legislatura para lograr los objetivos de PROMESA. Por otro lado, la implantación de las medidas del Plan Fiscal es responsabilidad del Gobierno. La Junta tiene mecanismos limitados para hacer cumplir las acciones del Plan Fiscal, como es la reducción de los gastos, con excepción de la deuda. En ocasiones, la Junta tendrá que recurrir al Tribunal para hacer valer sus decisiones.

#### *E. El proceso de reestructuración de la deuda bajo el Título III*

La Junta está a cargo de la reestructuración de la deuda; antes de someter una certificación de reestructuración debe determinar si se cumplieron con varios aspectos, entre ellos, si la entidad llevó a cabo un proceso de buena fe para llegar a un acuerdo consensual con los acreedores.<sup>96</sup> No se puede emitir deuda ni efectuar otras transacciones relativas a la deuda sin la aprobación de la Junta.<sup>97</sup> Asimismo, bajo el Título III se crea un mecanismo para ajustar deudas supervisado por el tribunal, muy parecido al régimen del Código de Quiebras federal, de donde se adoptan muchas disposiciones, incluyendo, entre otras, las clasificaciones de la

---

<sup>94</sup> *Id.* en las págs. 633-34, 636-37 (énfasis suplido).

<sup>95</sup> *Id.* en las págs. 631-32.

<sup>96</sup> Puerto Rico Oversight, Management, and Economic Stability Act (P.R.O.M.E.S.A.), 48 U.S.C. § 2146(a)(1) (2016).

<sup>97</sup> *Id.* § 2147.

deuda y el mecanismo de *cram-down*,<sup>98</sup> de esta manera dándole definitivamente una herramienta importante a Puerto Rico para reestructurar su deuda pública.

Se dispone que sujeto a las limitaciones establecidas en los Títulos I y II de la ley, el Título III no menoscabará el poder que tiene un ente cubierto por la ley de controlar su territorio, o cualquier instrumentalidad territorial del mismo, en el ejercicio de sus poderes políticos o gubernamentales.<sup>99</sup> También dispone que, sujeto a las limitaciones establecidas en los Títulos I y II de la ley, sin perjuicio de cualquier poder que tenga la corte, a menos que la Junta de Supervisión lo autorice o el plan así lo disponga, el tribunal no podrá interferir con ninguno de los poderes políticos o gubernamentales del deudor, ninguna de las propiedades o los ingresos del deudor o con el uso o disfrute por el deudor de cualquier propiedad que genere ingresos.<sup>100</sup> Estas prohibiciones han sido esgrimidas por el Gobierno al rechazar cambios al Plan Fiscal solicitados por la Junta.<sup>101</sup>

Para que una entidad pueda comenzar el proceso de ajuste de deudas, la Junta tiene que emitir una certificación de reestructuración. Para emitirla, la Junta tiene que determinar si el deudor hizo esfuerzos para llegar a un acuerdo consensual de reestructuración, si adoptó procesos para emitir los estados auditados a tiempo y si ha sometido cierta información financiera necesaria para tomar decisiones sobre la reestructuración de la deuda.<sup>102</sup> No nos parece que, en algunos casos, estos requisitos hayan sido totalmente cumplidos antes de emitir las certificaciones de reestructuración de deuda. Por ejemplo, en el caso de la petición bajo el Título III del Estado Libre Asociado, a pesar de que la resolución aprobada indica que los requisitos de la Sección 206(a) fueron cumplidos,<sup>103</sup> aún la Junta está requiriendo

---

<sup>98</sup> [The Bankruptcy Code of the United States, Section 1129(b)] provides circumstances under which a reorganization plan can be confirmed over the objection of secured creditors - a process referred to as a 'cramdown' because the secured claims are reduced to the present value of the collateral, while the remainder of the debt becomes unsecured, forcing the secured creditor to accept less than the full value of its claim and thereby allowing the plan to be 'crammed down the throats of objecting creditors'. Section 1129(b)(1) requires the court to assess whether the proposed treatment of the secured claims is 'fair and equitable'.

*In re Philadelphia Newspapers LLC*, 599 F.3d 298 (3rd. Cir. 2010) (citas omitidas).

<sup>99</sup> 48 U.S.C. § 2163.

<sup>100</sup> *Id.* § 2165.

<sup>101</sup> "The Board may not use the fiscal planning process to usurp or impair the Government's own exercise—through legislation, expenditures, or otherwise—of its political, governmental, and operational powers." Letter from Governor of Puerto Rico (2 de abril de 2018), *supra* nota 92, en la pág. 2 (citando 48 U.S.C. § 2163).

<sup>102</sup> 48 U.S.C. § 2146(a).

<sup>103</sup> Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico [FOMB], *Unanimous Written Consent Approving and Issuing Certifications Pursuant to Sections 104 and 206 of PROMESA for the Commonwealth of Puerto Rico* (3 de mayo de 2017), <https://www.prd.uscourts.gov/promesa/sites/promesa/files/documents/1/01-main.pdf>.

al Gobierno, casi un año después, que provea las fechas en que serán emitidos los estados financieros auditados.<sup>104</sup>

El Título III difiere del Capítulo 9 del Código de Quiebras federal pues le entrega el control total del proceso a la Junta en vez de al deudor. El proceso comienza con la radicación de una petición ante el Tribunal de Distrito. Por otro lado, la Junta también es el representante de todos los deudores.<sup>105</sup> Esta disposición claramente puede generar conflictos cuando hay intereses encontrados entre los deudores, por ejemplo, en el caso de los bonistas de GOs frente a los bonistas de COFINA.

Finalmente, la ley provee que el plan de modificación de deuda solo puede ser confirmado si cumple con ciertos requisitos, entre ellos, que sea viable y en los mejores intereses de los acreedores, lo cual requiere que el tribunal examine si algún otro remedio bajo la constitución del territorio y las leyes no relacionadas a la quiebra generarían una mayor recuperación para los acreedores que lo que ofrece el plan de modificación de deuda.<sup>106</sup> Asimismo, el Tribunal debe determinar que el plan de modificación de deuda es consistente con el Plan Fiscal.<sup>107</sup> Como ya comentamos, el Título II de PROMESA a su vez dispone que el Plan Fiscal debe respetar las *prioridades relativas legítimas* de la deuda bajo la Constitución y otras leyes o acuerdos del territorio. Dado que la modificación debe ser consistente con el Plan Fiscal, se pudiera interpretar que el plan de modificación de la deuda debe ser consistente con las prioridades relativas constitucionales de la deuda. Un argumento que harían los bonistas de GOs es que, en el proceso de modificación de la deuda, se deben respetar las prioridades relativas dispuestas en la Constitución que afirman que el pago de la deuda garantizada por el Estado Libre Asociado debe tener prioridad de pago sobre otros gastos. Esta determinación de que el plan de modificación de deuda es consistente con el Plan Fiscal podría dar paso a litigios de bonistas que cuestionen la consistencia con el mismo.

PROMESA provee un proceso ordenado que permite la reestructuración de la deuda pública, proceso que comienza con la preparación del Plan Fiscal. Como hemos visto, hay ciertas lagunas y dificultad de interpretación de algunas cláusulas, como son la necesidad de cumplir con todos los requisitos que se impone al Plan Fiscal. Entre ellos, la interpretación de las *prioridades relativas legítimas*, según la Constitución y las leyes pertinentes, levanta dudas. Hasta ahora, entendemos que la interpretación ha sido más favorable para el Gobierno, dado que el pago de la deuda viene a ser el último reglón de gastos a ser considerado, mayormente proveniente del *primary surplus*. Claro, no todo es positivo para el Gobierno, dado que en la configuración del plan se plantean decisiones difíciles, como son los recortes a los presupuestos de la Universidad de Puerto Rico, los

---

<sup>104</sup> Véase Letter from Natalie Jaresko, Executive Director, Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, to Gerardo Portela, Executive Director, Puerto Fiscal Agency and Financial Advisory Authority (30 de abril de 2018), <https://juntasupervision.pr.gov/wp-content/uploads/wpfd/50/5ae9c2d8fo862.pdf>.

<sup>105</sup> 48 U.S.C. § 2175(b).

<sup>106</sup> *Id.* § 2174(b)(6).

<sup>107</sup> *Id.* § 2174(b)(7).

municipios y los temas que siguen en discusión, entre ellos, la reforma laboral y la reducción a las pensiones. Un elemento importante en la reestructuración es que, aunque la Junta es el protagonista en el proceso de reestructuración de deuda al amparo del Título III, el proceso también implica la intervención del tribunal, el cual debe asegurarse que se sigan principios de equidad en la transacción a la cual se llegue, principios a ser aplicados al Gobierno, a los bonistas, a los pensionados y todas las partes envueltas.

Como comenzamos explicando, el Gobierno de Puerto Rico desde hacía años no contaba con los recursos necesarios para mantener el gasto público del pasado, ni tampoco para pagar la deuda total de la forma en que la misma fue contratada. Por muchos años se utilizó el financiamiento deficitario y el refinanciamiento de la deuda para poder lidiar con este desbalance. Ya esto no es posible. PROMESA nos otorgó, a través de su Título III, un proceso ordenado, administrado por el Tribunal, para lograr acuerdos de reestructuración de deuda con los bonistas. El proceso comenzó con la elaboración del Plan Fiscal donde se tomaron decisiones fiscales y estructurales que invariablemente consideraron el recorte de gastos y el aumento en los ingresos. Una vez el Plan Fiscal fue certificado, el presupuesto se debió configurar siguiendo el mismo. El Plan Fiscal denota la cantidad que estaría disponible para el pago de la deuda, cantidad que, si la economía mejora, debería aumentar en el futuro. Con esta información, las partes deben retomar el proceso de negociación para reestructurar la deuda, esto bajo la supervisión del tribunal. Esta cantidad tiene ahora que ser distribuida entre los diversos grupos de tenedores de bonos, según las prioridades y las características de cada uno de los tipos de deuda emitidos, entre otros temas, evaluando el instrumento de deuda y la colateral que posee, si es un gravamen válido bajo la ley local, si dicho gravamen es uno estatutario y si está asegurado por fuentes de ingresos dedicadas entre otros temas a considerar. Esta es ahora la difícil tarea que en manos del panel de jueces nombrados, junto a la Junta, al Gobierno y a todos los diversos representantes de los grupos de bonistas que se han formado.

### III. ¿DÓNDE ESTAMOS?

Luego de casi dos años de la aprobación de PROMESA, ¿dónde estamos? ¿Cuán efectiva ha sido la ley? ¿Qué ha ocurrido con la reestructuración de la deuda bajo el Título III? Como mencionamos, el paso inicial bajo PROMESA, luego de nombrada la Junta, es la certificación del Plan Fiscal, la configuración del presupuesto bajo el Plan certificado y el comienzo de las negociaciones utilizando como base el Plan certificado. La Junta certificó un Plan el 19 de abril del 2018; luego, comenzó una pugna con el Gobierno debido a algunas de las medidas solicitadas. El Gobierno entendía que la Junta no puede entrar en aspectos de política pública reservados para el Ejecutivo y la Legislatura, entre otras discrepancias. Finalmente, la Junta y el Gobierno logran acuerdos en cuanto a ciertas medidas a ser incluidas en el plan y otras que serían eliminadas, y el 30 de mayo de 2018 la Junta certificó un nuevo Plan Fiscal. Aún continúa el debate sobre la implantación de algunas de las medidas contenidas en el Plan, sobre todo con la Legislatura.

El Plan Fiscal aprobado contiene medidas de reducción de gastos, como son los recortes al presupuesto de la Universidad de Puerto Rico, recortes a las aportaciones a los municipios y a los presupuestos de ciertas entidades, la consolidación de agencias, la reforma del sistema de salud y los recortes a las pensiones. Además, el plan contiene medidas para aumentar recaudos, mayormente dirigidas a mejorar los procesos de cobro del Departamento de Hacienda. Por otro lado, propone llamadas ‘reformas estructurales’; un ejemplo es la reforma laboral, la cual —entre otras cosas— elimina la compensación por despido injustificado al derogar la conocida *Ley de indemnización por despido sin justa causa* (Ley Núm. 80-1976).<sup>108</sup> El Plan propone también reformas a la perisología y al sistema eléctrico, así como utilizar los fondos federales a ser recibidos para la recuperación luego de María como punta de lanza para el crecimiento económico, reconociendo que estos fondos serán de corta duración por lo que reformas profundas deben realizarse cuanto antes de manera que tengan algún efecto antes que cese el impacto de los fondos. El Plan plantea que el pago de la deuda pudiera salir del sobrante primario, el cual promedia alrededor de \$1.2 billones anuales. Este pago parece representar alrededor de un 48% del pago anual de la deuda que está contenida en el Plan, de unos \$2.5 billones.<sup>109</sup> Es decir, la reestructuración requeriría reducciones profundas a la deuda pública.

El próximo paso luego de la certificación del Plan Fiscal es la presentación del presupuesto 2018-19, el cual debe ser reflejo del Plan. Un primer borrador del presupuesto enviado por el Gobierno no cumplió con el Plan y así lo notificó la Junta, dándole la oportunidad al Gobierno para que hiciera las correcciones necesarias. Luego de que el Gobierno presentara un segundo borrador, la Junta notificó que el mismo tampoco cumplía con PROMESA y procedió a enviar al Gobernador y a la Legislatura su propia versión del presupuesto, según dispone PROMESA.<sup>110</sup> Al momento, se tratan de implantar ciertas medidas incluidas en el Plan, como lo es la derogación de la Ley Núm. 80-1976, y han vuelto a aflorar diferencias profundas entre la Junta, el Gobierno y la Legislatura sobre el tema.

Durante todo este proceso, varios litigios han surgido alrededor de PROMESA, alegando que el nombramiento de los miembros de la Junta es ilegal porque contraviene el *Appointments Clause* de la Constitución de Estados Unidos y que, por consiguiente, las acciones de la Junta son nulas.<sup>111</sup> Como era de esperarse, otros litigios han surgido entre bonistas, uno de los más notables siendo el

---

<sup>108</sup> Ley de indemnización por despido sin justa causa, Ley Núm. 80 de 30 de mayo de 1976, 29 LPRA §§ 185a-185n (2009).

<sup>109</sup> El pago excluye, entre otros, la deuda del BGF y de la Autoridad de Carreteras, cuyo repago están contenidos en otros Planes Fiscales.

<sup>110</sup> Joanisabel Gonzalez, *Junta envía presupuesto a la Legislatura*, EL NUEVO DÍA (6 de junio de 2018), <https://www.elnuevodia.com/negocios/economia/nota/lajuntaenviaelpresupuestoallegislatura-2426745/>

<sup>111</sup> Mary Williams Walsh, *Hedge Fund Sues to Have Puerto Rico's Bankruptcy Case Thrown Out*, N.Y. TIMES (7 de agosto de 2017), <https://www.nytimes.com/2017/08/07/business/dealbook/puerto-rico-debt-oversight-board.html>.

que se dio entre los bonistas de GOs y los bonistas de COFINA, ambos de los cuales reclaman un derecho de cobro preferente sobre los recaudos del IVU pignorados a COFINA.<sup>112</sup>

En cuanto a la reestructuración de la deuda, a pesar de conversaciones iniciales sostenidas en conformidad con el Título VI, al pasar el tiempo y dada la terminación de la paralización de litigios de ese título sin haber llegado a acuerdos, la mayoría de las entidades que trataban de reestructurar su deuda solicitaron a la Junta radicar acciones bajo el Título III. Entre otras, hubo radicaciones del propio Estado Libre Asociado, la AEE, la Autoridad de Carreteras, COFINA y el Sistema de Retiro de los Empleados del Estado Libre Asociado. El panel de jueces nombrado para supervisar la reestructuración comenzó sus trabajos y sostuvo algunas reuniones, pero no se adelantó mucho en espera de la certificación del nuevo Plan Fiscal revisado. Con un Plan ya certificado y un presupuesto en camino, se deben retomar las conversaciones con los grupos de bonistas para tratar de llegar a acuerdos de reestructuración. Como hemos dicho, entendemos que no serán negociaciones fáciles; aún algunos bonistas entienden que el Gobierno puede dedicar más recursos al pago de la deuda y que, por lo tanto, los recortes al principal no debiesen ser tan profundos. Otros han levantado la falta de transparencia con relación a las cifras incluidas en el Plan y, como planteamos, se han cuestionado algunas de las interpretaciones hechas en el Plan de las cláusulas de PROMESA. Sin embargo, debemos recordar que PROMESA dispone que el Plan Fiscal, una vez certificado, es final y no está sujeto a ser revisado judicialmente.<sup>113</sup>

*A. Y llegó María... ¿Ahora qué? Virtudes y vicios de PROMESA ante el Huracán*

La llegada del Huracán María ciertamente trastocó la vida de los puertorriqueños y empeoró en gran manera la ya frágil situación fiscal de Puerto Rico. Durante los meses luego del Huracán, y en parte debido al colapso del sistema eléctrico, los sistemas del Departamento de Hacienda estuvieron inoperantes y muchos negocios estuvieron (y algunos continúan) cerrados. Esto, ciertamente, impactó negativamente los ingresos del Gobierno y los de muchos municipios de la Puerto Rico. Así, la recuperación ha sido sumamente lenta; además, la falta de acceso a financiamiento hace que el Gobierno dependa totalmente de los fondos federales de recuperación, mayormente los del programa de Asistencia Pública de FEMA y los del programa de Desarrollo Comunitario de HUD, los cuales han tardado mucho en ser desembolsados. Estos fondos, una vez comiencen a fluir con mayor rapidez, y luego de una contracción inicial, deberán ayudar a levantar la

---

<sup>112</sup> Eva Lloréns Vélez, *Bonistas de Cofina retan legalidad constitucional de emisiones a GOs*, CB EN ESPAÑOL (20 de marzo de 2017), <http://cb.pr/bonistas-de-cofina-retan-legalidad-constitucional-de-emisiones-a-gos/>.

<sup>113</sup> Puerto Rico Oversight, Management, and Economic Stability Act (P.R.O.M.E.S.A.), 48 U.S.C. § 2126(e) (2016).

economía, mayormente por razón de la acrecentada actividad económica en el área de construcción.<sup>114</sup>

Ciertamente, nuestro panorama fiscal es complicado y tanto la Junta como PROMESA deben ser vistas como herramientas para asistir a Puerto Rico a través del largo camino hacia la recuperación y la estabilidad fiscal. Y esta estabilidad incluye el poder detener la fuga masiva de puertorriqueños a los Estados Unidos, la cual ha incrementado luego del Huracán María, pero que venía en aumento en los pasados años.

PROMESA es una herramienta importante que nos otorgó el Congreso de los Estados Unidos luego de largas negociaciones y de la participación de diversos intereses durante el proceso de su aprobación. La existencia de la Junta ha sido sumamente criticada como una usurpación de los poderes del Gobierno de Puerto y, aunque podríamos estar de acuerdo con esto, según discutido, esta imposición era necesaria para lograr que el Congreso otorgase al Gobierno la autoridad legal para reestructurar su deuda pública, una herramienta clave con la que Puerto Rico no contaba. A pesar de que la discusión pública se ha enfocado mayormente en la Junta y, en cierto modo, en la relación de animosidad que se ha dado con el Gobierno, el hecho de que Puerto Rico cuente ahora con un marco legal para reestructurar su deuda es un gran paso. Los \$70 billones que Puerto Rico carga, sumado al déficit actuarial de los sistemas de retiro, no permiten que el País se mueva hacia adelante, menos aun luego del azote del Huracán María. Son muchos los recursos que hay que destinar al pago de deuda si se fuera a pagar en su totalidad y bajo las condiciones con las que fueron contraídas. Es por eso que la reestructuración de la deuda es tan apremiante. Enderezar las finanzas, lograr crecimiento económico y, eventualmente, recuperar el acceso a los mercados a términos razonables, ofrecerá avenidas a las generaciones futuras para poder mover a Puerto Rico en la dirección correcta y lograr el bienestar social y económico que todos anhelamos.

Es cierto que, desde la aprobación de PROMESA hace casi dos años, es poco lo que se ha adelantado en el ámbito fiscal. Ello se debe en parte a que los primeros seis meses fueron meses de organización, nombramiento de los miembros e inicio de operaciones. Por otro lado, era difícil pensar que una administración saliente le dejaría un Plan Fiscal hecho a una administración entrante; con razón, la administración entrante pidió su espacio para configurarlo. Por otro lado, la llegada de María atrasó los trabajos de PROMESA por más de seis meses, dado que el Plan Fiscal previamente certificado tuvo que ser revisado por completo y el proceso comenzó de nuevo, con una nueva realidad fiscal mucho más preocupante, pero a la vez con un potencial de financiamiento federal para reconstruir la infraestructura. Un favor importante de PROMESA es que, durante todo este tiempo, debido a la suspensión de litigios que trajo la ley, el Gobierno ha podido operar sin tener que estar sujeto a las múltiples demandas de acreedores que solicitan el pago de sus deudas.

---

114 José J. Villamil, *Perspectivas Económicas luego del Huracán María*, Presentación en The Condado Plaza Hilton, *supra* nota 27.

Como hemos comentado, lograr acuerdos de reestructuración no será fácil, pero entendemos que es posible. Otros países y ciudades lo han logrado; en muchos casos, han tenido una entidad que los ha llevado de la mano, ya sea una junta de control, un estado o entidades como el IMF. La Junta está compuesta por un grupo de personas que, aunque puedan tener sus creencias políticas, no deben estar guiados por aspiraciones políticas, como lo puede ser una reelección, y quienes se espera tomen las decisiones necesarias, aunque las mismas sean antipáticas políticamente. Por otro lado, la participación del grupo de jueces en la mediación será crucial, como lo fue, por ejemplo, en el caso de Detroit. Una mediación efectiva que logre reducir los niveles de deuda a niveles sostenibles, quizás entregando bonos de crecimiento para cubrir el recorte de principal que pueda ocurrir, ayudaría a Puerto Rico a superar su crisis fiscal. Los bonos de crecimiento pondrían a los bonistas del mismo lado de Puerto Rico, pues estarían igualmente interesados en fomentar el crecimiento para así poder recuperar su inversión. Disminuir los niveles de deuda a niveles sostenibles le permitiría a Puerto Rico reprogramar sus recursos del pago de deuda a áreas prioritarias que promuevan la recuperación necesaria y fomenten la estabilidad fiscal.

Ahora bien, sin duda, PROMESA no es perfecta. Para facilitar su funcionamiento, la ley pudo haber incorporado herramientas adicionales enfocadas a encaminar a Puerto Rico hacia la recuperación económica. Por ejemplo, en su momento se discutió la posibilidad de incorporar un mecanismo mediante el cual se pudieran emitir instrumentos de financiamiento a través de una entidad especial, autorizada por el Gobierno federal y creada bajo el marco de PROMESA, como mencionamos anteriormente, conocida como un *bonding authority*, concepto subyacente en el mecanismo de *Superbond*. Este tipo de mecanismo fue incorporado en la legislación que creó una junta de supervisión fiscal para Washington D.C.<sup>115</sup> A través de dicha entidad, se hubiera podido emitir deuda cuyos remedios y garantías estarían claramente delineados y gozarían de prioridad sobre la deuda existente (cuya estructura, de por sí, ya está sujeta a numerosas preguntas sobre su validez y prioridad). Sin duda, de haberse implementado, hubiese sido una manera eficaz de simplificar y hacer más transparente la estructura de capital de la deuda de Puerto Rico. Instrumentos emitidos por el *bonding authority* también pudiesen haber sido un componente importante de la consideración ofrecida a los acreedores como compensación por cualquier recorte de capital que se les pediría a cambio. Este tipo de esquema le hubiera dado a Puerto Rico una vía adicional mediante la cual tendría acceso los mercados para el financiamiento de sus operaciones, ya que los acreedores hubieran preferido tener en sus manos un contrato que contase con el aval de una ley federal con supremacía sobre la ley de Puerto Rico, facilitando así la consecución de uno de los propósitos principales de PROMESA.<sup>116</sup>

---

<sup>115</sup> District of Columbia Financial Responsibility and Management Assistance Act, Pub. L. No. 104-8, 109 Stat. 97 (1995).

<sup>116</sup> Véase Cooper & Barefoot, *supra* nota 54, donde se planteaba que:

Puerto Rico's debt stock consists of nearly two dozen different bond issuers and over 900 CUSIPs, and over two-thirds of its outstanding bonded debt, or nearly \$50 billion, is payable

Es importante notar la diferencia de la reestructuración de la deuda en Puerto Rico con otras reestructuraciones; en el caso de Puerto Rico, una gran parte de la deuda la poseen los mismos puertorriqueños, personas que prestaron sus ahorros y su retiro al País para que este se desarrollara. Es por eso que, al hablar de bonistas, no se puede solo pensar en los llamados *fondos buitres* que compraron la deuda a descuento; el término incluye muchas personas y entidades que compraron los bonos a su precio original, tales como el inversionista local, los fondos

---

from overlapping sources of revenues that are generated and/or collected by the central government. Replicating this debt structure through one or more debt exchanges perpetuates an unwieldy and opaque capital structure and does a disservice to both Puerto Rico and its creditors.

....

The alternative is to propose a single instrument issued by a federally authorized “bonding authority.” The bonding authority would be created through an amendment to the Puerto Rico Oversight, Management and Economic Stability Act (PROMESA) -a draft of the necessary language was circulated prior to PROMESA’s enactment- and would basically provide for a new issuer, issuing one or more classes of bonds, to be issued in varying proportions to exchanging creditors after oversight board approval. Although the debt would not be “backed,” or in any way supported or guaranteed, by the federal government, as part of the legislation creating a bonding authority, liens would be federally authorized and automatically perfected. In addition, grounding the authority of the new issuer in PROMESA would not only provide a federal imprimatur to the bonding authority and its resulting debt issuances, but also immunize it from potential legal challenges asserted in the future based on Puerto Rican law. Debt issued under this bonding authority, including by virtue of the granting and lien language contained in the federal statute, would be superior from a legal perspective to any of the debt in the existing debt stock of Puerto Rico (and could include whatever enhancements in terms of statutory liens, New York law or forum, collective action provisions, or other protections as the parties may negotiate), as it would no longer be subject to challenge under Puerto Rican law or its constitution. It would, of course, also have the effect of aligning the interests of all creditors and restraining the impulse of some investors to attack their fellow creditors in the future if and when the commonwealth were to experience financial stress.

This is not a new idea nor an unrealistic ask of Congress. It was included in the federal legislation used to help Washington, D.C., with its fiscal crisis in 1995. During the passage of PROMESA last summer, the commonwealth government and the U.S. Treasury sought to incorporate similar language in drafts of PROMESA. Indeed, at that time, most creditors and their advisers agreed with and recognized the benefits of such a bonding authority. And, as per the Congressional Budget Office, the cost of implementing the bonding authority from a U.S. taxpayer perspective would be minimal.

The benefits of collapsing the commonwealth’s debt stock into a single issuer or a reduced number of issuers are substantial. Beyond the additional legal certainty and improved security that a bonding authority and a single instrument could provide, creditors and Puerto Rico will also benefit from simplicity: one set of consolidated cash flows for one instrument instead of fractured streams of tax revenues and payment terms for hundreds of distinct CUSIPs. A simplified capital structure will not only help bring more transparency to the market, benefiting stakeholders, rating agencies and other market participants, but also bring greater liquidity to the bonds, which will no longer be divided among 18 different issuers.

mutuos y las compañías aseguradoras de bonos, entre otros. Estas personas también tienen el deseo y el derecho a que los trabajos bajo PROMESA se muevan con celeridad, para que sepan cuanto antes qué pueden esperar de Puerto Rico con relación a su acreencia.

A veces para entender lo que se tiene, es necesario pensar en qué pasaría si no se tuviera lo que se tiene. ¿Dónde estaría Puerto Rico si no existiera PROMESA? ¿Dónde estaría Puerto Rico si no hubiera la paralización de litigios que PROMESA trajo? ¿Dónde estaría Puerto Rico si no tuviera un Título III administrado por tribunales federales que tratasen de lograr un equilibrio entre todos los intereses encontrados que han surgido y seguirán surgiendo? A manera de ejemplo, antes de PROMESA, en el caso de un impago de la deuda de la AEE, el acuerdo de fideicomiso del 1 de enero de 1974 bajo el cual está emitida la deuda, según enmendado, dispone lo siguiente:

*Events of Default and Remedies of Bondholders*

Among the events described in the Trust Agreement as "events of default" are the following:

- (a) payment of the principal of and redemption premium, if any, on any of the Power Revenue Bonds shall not be made when the same shall become due and payable, or
- (b) payment of any installment of interest on any of the Power Revenue Bonds shall not be made when the same shall become due and payable, or
- (c) the Authority shall for any reason be rendered incapable of fulfilling its obligations under the Trust Agreement, or
- (d) the Authority shall default in the due and punctual performance of its other covenants, conditions, agreements and provisions contained in the Power Revenue Bonds or in the Trust Agreement, including meeting any Amortization Requirement, and such default shall continue for thirty (30) days after written notice shall have been given to the Authority by the Trustee which may give such notice in its discretion and shall give such notice at the written request of 10% in aggregate principal amount of the Power Revenue Bonds then outstanding, or
- (e) if notice has been received by the Trustee and the Authority from the bank or lending institution providing a credit or liquidity facility or other entity insuring, guaranteeing or providing for payments of principal or interest in respect of any Power Revenue Bonds that an event of default has occurred under the agreement underlying said facility or a failure of said bank or other financial or lending institution or other entity to make said facility available or to reinstate the interest component of said facility in accordance with its terms, to the extent said notice or failure is established as an event of default under the terms of the resolution authorizing the issuance of Power Revenue Bonds secured by the credit or liquidity facility).

In the event of any such default the Trustee may, and upon the written request of the holders of not less than 20% in aggregate principal amount of all Power Revenue Bonds then outstanding shall, *declare the principal of the Power Revenue Bonds then outstanding to be due and payable*, and, providing it shall be indemnified to its satisfaction, the Trustee may, and upon the written request of the holders of not less than 10% in aggregate principal amount of the Power Revenue Bonds then outstanding shall, *proceed to protect and enforce its rights and the rights of the bondholders under the Trust Agreement by such suits, actions or special proceedings in equity or at law, or by such proceedings in the office of any board*

*or officer having jurisdiction, either for the appointment of a receiver of the System as authorized by the Act or for the specific performance of any covenant or agreement or for the enforcement of any proper legal or equitable remedy, as the Trustee shall deem most effectual to protect and enforce the rights aforesaid; provided, however, that the Trustee shall not be required to proceed for the appointment of a receiver unless it shall have received the written request of the holders of not less than 25% in aggregate principal amount of such bonds then outstanding. It is the intent of the Trust Agreement that all proceedings shall be instituted and maintained for the benefit of all holders of outstanding Power Revenue Bonds.<sup>117</sup>*

Como podemos ver, una vez la AEE entra en un impago, se pierde el control de la corporación pública y el fin último es ejercitar todas las acciones disponibles, incluyendo demandas en los tribunales y otras acciones para proteger y hacer valer los derechos de los bonistas. El proveer servicio eléctrico a la ciudadanía dejaría de ser su función primordial en este caso. Y en el caso de la deuda del Estado Libre Asociado, también surgirían demandas de bonistas para acceder los recaudos del Gobierno, incluyendo posiblemente congelar las cuentas del Departamento de Hacienda para hacer valer sus derechos. El proveer servicios esenciales e inclusive el lograr la recuperación de la Isla luego del Huracán María, pasarían a un segundo plano.

PROMESA impide esto y le da a Puerto Rico la oportunidad de levantarse con un proceso regulado, parecido al proceso de quiebra federal; un proceso bajo el Título III que se llevará a cabo en un tribunal, con jueces que buscarán el equilibrio y balance entre los servicios que los ciudadanos necesitan y los reclamos legítimos de los bonistas. Es decir, un proceso velado, donde debemos ser representados por una junta de individuos que no deben tener motivaciones políticas ni ideológicas. La herramienta está ahí, tenemos que aprender a usarla; usarla bien, con justicia y con celeridad.

#### **IV. ¿LA PROMESA HA SIDO CUMPLIDA? RECOMENDACIONES FINALES**

No creo que nadie pueda argumentar que PROMESA ha rendido frutos aún. La ley tiene el potencial de ayudar a Puerto Rico a salir del actual atolladero fiscal en el que se encuentra, como lo han hecho otras ciudades y países en el mundo; la Junta puede ser un instrumento para ello, pero para esto es necesario mejorar la relación Junta-Gobierno-Legislatura. Debemos recordar que la Junta terminará sus funciones cuando el Gobierno tenga acceso adecuado al mercado, se hayan desarrollado por lo menos cuatro presupuestos de acuerdo con estándares modificados de contabilidad y los gastos durante cada año no excedan los ingresos. Es decir, dado que dos años ya han pasado y es muy poco lo que se ha logrado para cumplir estas metas, debemos entender que el camino que tenemos por delante es uno largo. Por otro lado, nadie esperaba a María, pero llegó y aunque empeoró

---

<sup>117</sup> PUERTO RICO ELECTRIC POWER AUTHORITY, POWER REVENUE BONDS SERIES 2013A Ap. I I-15-16, <https://www.aeepr.com/INVESTORS/DOCS/Finacial%20Information/Official%20Statement/PREPA%20Revenue%20Bonds%20Series%202013A.pdf> (énfasis suplido)(citas omitidas). Véase PUERTO RICO WATER RESOURCES AUTHORITY, TRUST AGREEMENT (1 de enero de 1974), [http://www.gdb.pr.gov/investors\\_resources/documents/TrustAgreement-PREPA1974-.pdf](http://www.gdb.pr.gov/investors_resources/documents/TrustAgreement-PREPA1974-.pdf).

la situación fiscal, también trajo la oportunidad de restablecer mucha de la maltratada infraestructura del País y a la vez fomentar el crecimiento de nuestra agolpeada economía.

Hacia adelante, ya el Plan Fiscal fue certificado y se reanudarán las negociaciones con los bonistas, lideradas por el panel de jueces nombrados. Es crucial que el Plan Fiscal haya estado basado en proyecciones de crecimiento económico correctas; proyecciones demasiado optimistas pueden llevar a Puerto Rico a tener que entrar a una segunda reestructuración de la deuda, como ha ocurrido en otros países.<sup>118</sup> También se debe considerar establecer límites a la deuda total a ser incurrida por Puerto Rico de forma que, en el futuro, se evite incurrir en niveles de deuda no sostenibles. A modo de ejemplo, en las ofertas que se hicieron a los bonistas durante las negociaciones consensuales antes de PROMESA, se limitó el servicio anual a la deuda al 15% de los ingresos base ajustados, según definidos en la oferta.<sup>119</sup>

Por otro lado, la utilización de un *growth bond* a ser otorgado para cubrir lo que sería el recorte de principal, mecanismo utilizado en las reestructuraciones de Argentina, Grecia, Ucrania y en Stockton, California, es una estrategia que promovería que los bonistas estén interesados en que nuestra economía crezca de forma que puedan cobrar su acreencia.<sup>120</sup> Esta estructura fue ofrecida durante las negociaciones consensuales con los bonistas antes de PROMESA.<sup>121</sup> La misma también haría más aceptable a los bonistas entrar en acuerdos de reestructuración.

Finalmente, la idea propuesta de que se cree una entidad emisora de deuda (*bonding authority*)—a ser validada por el Gobierno federal— que funcione como la única emisora de la deuda del Gobierno central, debería ser considerada. Ello proveería mayor certeza y evitaría los conflictos entre bonistas a la vez que podría facilitar el acceso al mercado.<sup>122</sup>

Los últimos años han sido difíciles y los próximos también lo serán, pero ciertamente Puerto Rico posee las herramientas para salir de la situación en la que estamos. Ahora se necesita la voluntad de hacerlo. Concluimos citando a Anne Krueger y la conclusión de su Informe, publicado el verano de 2015, cuando aún PROMESA no había sido planteada como opción:

The debt crisis is not just a fiscal one but also reflects structural problems that have held back growth – both need to be tackled together. There will be a temptation to focus on the fiscal side because it is more in the administration's direct control. This is not surprising and, indeed, has been the norm in the last decade, which

---

118 *Why Greece is in trouble (again)*, ECONOMIST (8 de junio de 2015), <https://www.economist.com/blogs/economist-explains/2015/06/economist-explains-5>.

119 WORKING GROUP FOR THE FISCAL AND ECONOMIC RECOVERY OF PUERTO RICO, PUERTO RICO RESTRUCTURING COUNTERPROPOSAL 9 (11 de abril de 2016), <http://www.gdb.pr.gov/documents/WorkingGroupforPuertoRicoRestructuringCounterproposal.pdf>.

120 Cooper & Barefoot, *supra* nota 54.

121 WORKING GROUP FOR THE FISCAL AND ECONOMIC RECOVERY OF PUERTO RICO, PUERTO RICO RESTRUCTURING PROPOSAL 10 (1 de febrero de 2016), [http://www.gdb.pr.gov/documents/16\\_02\\_01Final-Proposal-Revised.pdf](http://www.gdb.pr.gov/documents/16_02_01Final-Proposal-Revised.pdf).

122 Cooper & Barefoot, *supra* nota 54.

has seen a series of fiscal measures presented as complete answers to the island's ills. Structural reform is harder

. . . . Many will dismiss structural reforms as too difficult, too woolly or too long term. But we are convinced that structural reforms are critical to growth, and that without growth, the chances of success are dim. The problems of growth, of credibility, of public debt -all cast a shadow on each other and must be tackled together.

. . . *The policy agenda is daunting but similar challenges have been overcome elsewhere and can be in Puerto Rico too.* It will be especially important to establish the credibility of the reform effort early on in the process. This will require up front action and new institutional mechanisms such as a fiscal oversight board. . . . All this is a heavy lift but also one within the capacity of Puerto Rico to accomplish.<sup>123</sup>

---

123 Krueger *et al.*, *supra* nota 28, en la pág. 26.