

1. Quizás la mejor forma de analizar la fortaleza de la protección que ofrece a los bonistas la multiplicidad de emisores de deuda del Estado Libre Asociado (ELA) es imaginando un conjunto de círculos concéntricos con los bonos mejor protegidos en el centro y aquellos menos protegidos extendiéndose hacia fuera del círculo.
2. Primero en línea están los **Bonos de Obligación General (“GO”)** respaldados por la buena fe, el crédito y el poder para imponer contribuciones del ELA. Éstos estarían colocados en el centro de nuestro hipotético conjunto de círculos concéntricos.
 - a. **Asunto sin resolver #1:** Las versiones en español e inglés de la Constitución de Puerto Rico contienen términos ligeramente distintos para el Artículo VI, Sección 8, que establece este primer reclamo sobre los recursos del ELA.
 - b. **Asunto sin resolver #2:** Aunque está claro que los tenedores de los GO tienen el “primer reclamo” sobre los recursos disponibles del ELA, no está claro que *remedios* tendrían para hacer valer ese reclamo.
3. Segundo en términos de protección a los bonistas estarían los **Bonos y Notas Garantizados por la Buena Fe y el Crédito del ELA**. En teoría, los bonos y notas garantizados por el ELA son considerados como “deuda pública” para propósitos de la Constitución y tienen la misma prioridad en términos de pago y protección.
4. Tercero en línea estarían los bonos emitidos por la **Corporación para el Financiamiento del Impuesto a las Ventas, COFINA**.
 - a. **Asunto sin resolver #1:** De acuerdo a una opinión del Secretario de Justicia del ELA, la porción del Impuesto sobre Ventas y Uso que está asignado a COFINA no está disponible para pagar el principal y el interés de los Bonos de Obligación General. La validez de esta determinación legislativa, sin embargo, no ha sido cuestionada o decidida por ninguna corte y por tanto permanece como *una interrogante abierta sin resolver*.
 - b. **Asunto sin resolver #2:** El Artículo VI, Sección 7 de la Constitución de Puerto Rico que declara que “Las asignaciones hechas para un año económico no podrán exceder los recursos totales calculados para dicho año económico, a menos que se provea por ley para la imposición de contribuciones suficientes para cubrir dichas asignaciones”. La mayor parte de los recaudos de las emisiones de bonos de COFINA fueron usados para financiar insuficiencias presupuestarias o para cubrir gastos corrientes, usos que a *prima facie* parecen estar prohibidos por la Constitución. Sin embargo, ante la ausencia de una decisión judicial al respecto, este asunto legal permanece abierto a una futura interpretación de las cortes.

5. Próximos en línea están los bonos emitidos por la **Agencia de Financiamiento Municipal**. Estos bonos están garantizados por la imposición *ad valorem* de impuestos, sin limitación en cuanto a la tasa o al monto, sobre toda la propiedad sobre la que los municipios emisores puedan imponer contribuciones. La buena fe, el crédito y el poder ilimitado para imponer contribuciones de cada municipio emisor están comprometidos para el pago de los bonos y notas municipales de obligación municipal.
 - a. **Asunto sin resolver:** ¿Están los flujos de ingresos de las contribuciones municipales sujetas al “Clawback” constitucional? Entendemos que esta es una pregunta legal que permanece sin resolver.
6. Quinto en línea estarían los bonos emitidos por **las Corporaciones Públicas o Corporaciones que son propiedad del gobierno de Puerto Rico**. Estos bonos son *pagaderos exclusivamente* con los ingresos que genera cada una de estas corporaciones públicas, *con la excepción*, como hemos dicho anteriormente, de los bonos de las corporaciones públicas que están garantizados expresamente por el Estado Libre Asociado de Puerto Rico. Los derechos y remedios de los tenedores de bonos están especificados en los contratos de fideicomiso ejecutados por cada corporación pública.
 - a. **Asunto sin resolver:** En 2012, la Autoridad de Acueductos y Alcantarillados (AAA), emitió aproximadamente \$2,000 millones en bonos asegurados mediante el compromiso de sus **ingresos brutos**. Por lo tanto, en el caso de que la AAA radique Capítulo 9, los tenedores de esos bonos pudieran reclamar que su pago no está sujeto o subordinado al pago de los gastos operacionales de la AAA. Las opciones de la AAA en ese momento serían recurrir al impago o aumentar sus tarifas para pagar por sus gastos operacionales. La forma en que un tribunal resolvería este asunto es una interrogante legal que permanece abierta.
7. Sexto en línea está la deuda que depende de **Asignaciones o los Impuestos del ELA** para su repago. Estas obligaciones dependen de la(s) acción(es) de la legislatura de Puerto Rico para su repago. Los tenedores de bonos, por lo general, no pueden demandar para requerir que se apruebe una ley. Por tanto, su expectativa de recobro está a merced del proceso político.
8. Séptimo en línea estarían los bonos emitidos por el **Sistema de Retiro de los Empleados del ELA**. Estos bonos son pagaderos exclusivamente con las contribuciones patronales hechas al Sistema de Retiro por el ELA o sus instrumentalidades después de la emisión de los bonos. El ELA *no* garantiza estos bonos.
9. Finalmente, las obligaciones limitadas y deudas sin recurso ofrecen la protección más débil a los tenedores de bonos.
10. El artículo VI, Sección 8 de la Constitución de Puerto Rico declara que: “ Cuando los recursos disponibles para un año económico no basten para cubrir las asignaciones aprobadas para ese año, se procederá en primer termino, 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*".

- a. En resumen, estas prioridades son:
 - i. Primero, el pago del interés y los requisitos de amortización de la deuda pública (definida para incluir *solamente* los GOs del ELA y la deuda garantizada cuya garantía haya sido ejecutada);
 - ii. Segundo, el cumplimiento de las obligaciones que surgen de contratos vinculantes jurídicamente, decisiones de los tribunales sobre expropiación forzosa, y otras obligaciones inevitables para proteger el nombre, crédito y buena fe del ELA;
 - iii. Tercero, gastos corrientes en las áreas de salud, seguridad, beneficencia pública, y sistemas de retiro; y
 - iv. Cuarto, para todos los demás fines.
- b. Esta "cascada" estatutaria es útil ya que provee una indicación sobre cómo los fondos del gobierno serían asignados en el evento de una crisis del liquidez. Sin embargo, el lenguaje estatutario es ambiguo y prácticamente invita a la litigación.

11. El permitirle al ELA y a sus agencias, instrumentalidades y municipalidades con graves problemas financieros radicar peticiones de bancarrota bajo una versión ampliada del Capítulo 9 del Código de Quiebras de los Estados Unidos podría ser un mecanismo útil para obtener el alivio necesario:

- a. Primero, la protección de la quiebra no constituye un rescate federal ya que no le costaría un solo centavo al gobierno federal. Más aún, pudiera argumentarse que la probabilidad de un rescate federal *aumenta* significativamente en la medida que *no se le permite* a Puerto Rico, sus agencias e instrumentalidades reestructurar sus deudas bajo el Capítulo 9.
- b. Segundo, como hemos demostrado anteriormente, la deuda de Puerto Rico está dividida a través de una variedad de deudores (18 emisores en total) que representan una madeja compleja de reclamos en un marco regulatorio y legal incierto. Esta situación hace que sea muy difícil para los acreedores actuar como una sola clase porque cada grupo de acreedores partiera de la premisa de que cualquier alivio que le provea a la isla simplemente le hará más fácil a un grupo distinto de acreedores a recobrar una cantidad mayor de sus propios reclamos.
- c. Un proceso supervisado por la corte ayudaría a asegurarle un trato justo a todas las partes, incluyendo a los pequeños acreedores que en este momento no están "en la mesa" de negociaciones. La alternativa – un proceso potencialmente desordenado que no ha sido probado con numerosos pleitos de acreedores y largos años de litigios contenciosos– deprimiría la economía local, aumentaría los costos de la reestructuración, y haría más difícil la recuperación a largo plazo. En resumen, nadie se

beneficia del caos de un incumplimiento desordenado, años de impago, largos litigios en múltiples foros y malestar social en Puerto Rico.

- d. Tercero, el régimen de reestructuración propuesto proveería todas las protecciones esenciales de una quiebra: una suspensión de las acciones de cobro de los acreedores, prioridad para financiamiento nuevo a corto plazo, y un proceso de votación para las distintas clases de acreedores sobre cualquier reestructuración propuesta.
 - e. Cuarto, un proceso ordenado de reestructuración le permitiría a Puerto Rico asegurar la provisión ininterrumpida de los servicios públicos esenciales. En las palabras del ex juez de quiebras Steven Rhodes: “La ventaja de la bancarrota es que el pueblo continuará con su policía, bomberos, servicios médicos de emergencia, carreteras, educación, servicio eléctrico, y agua potable, aún cuando ocurran los impagos”. La provisión continua de estos servicios gubernamentales es crítica a fin de evitar una crisis social y humanitaria en Puerto Rico.
 - f. Quinto, posponer una reestructuración inevitable solo aumenta los costos sociales y económicos a largo plazo.
 - g. Finalmente, resulta en el mejor interés de los Estados Unidos que Puerto Rico maneje exitosamente una salida a su crisis económica. Si Puerto Rico se convierte en una vergüenza internacional para los Estados Unidos, esto solo debilitará la posición moral del gobierno norteamericano y su habilidad de utilizar efectivamente su poder de persuasión en la arena internacional cuando aboga, por ejemplo, por un mejor trato para Hong Kong por parte de China, para los Palestinos por parte de Israel, o para Grecia por parte de la Eurozona.
12. Apoyamos que a cambio de obtener algún tipo de alivio respecto a la deuda se le requiera a Puerto Rico, igual que a cualquier deudor que obtiene el alivio del Código de Quiebras, que *implemente reformas sustanciales* dirigidas a abordar los problemas fundamentales que causaron que el gobierno de la isla se volviera insolvente.
13. En este contexto, recomendamos que cualquier ahorro derivado de la reducción en el servicio de la deuda sea utilizado *exclusivamente* para desarrollar e implementar una nueva política industrial para Puerto Rico.