

**Informe de Política Pública**

# **Reestructuración de la deuda de la AEE 3.0: Es peor de lo que piensas**

**Sergio M. Marxuach**, Director de Política Pública

---

**Centro para una Nueva Economía**

San Juan, PR | Washington, DC

Mayo 2019



## INTRODUCCIÓN

El 3 de mayo de 2019, la Autoridad de Energía Eléctrica de Puerto Rico ("AEE"), la Autoridad de Asesoría Financiera y Agencia Fiscal ("AAFAP"), y la Junta de Supervisión y Administración Financiera de Puerto Rico (el "JSAF"), suscribieron un "Acuerdo Definitivo de Reestructuración de la Deuda" (el "RSA"), con los miembros del Grupo Ad Hoc de Acreedores de Bonos de la AEE (el "Grupo Ad Hoc"), y Assured Warranty Corp. y Assured Warranty Municipal Corp. (colectivamente, "Assured"), para la reestructuración de una parte de ciertos bonos emitidos por la AEE.

En esta publicación resumimos algunos de los términos y condiciones principales del RSA y ofrecemos un análisis de sus posibles efectos en el mercado eléctrico de Puerto Rico.

## DESCRIPCIÓN DE LA TRANSACCIÓN

La transacción propuesta consiste en un intercambio de los bonos existentes de la AEE por bonos nuevos (los "Bonos Nuevos" o "Bonos de Titularización") que serán emitidos por un nuevo vehículo financiero especial, protegido de los procesos de quiebra" (el "Emisor") creado específicamente para ese propósito.

Los Bonos Nuevos, a su vez, se dividen en dos clases: Bonos Clase A ("Tranche A") y Bonos Clase B ("Tranche B"). Los Bonos Clase A serán intercambiados en una proporción de 67.5% de la cantidad principal de los bonos pendientes sujetos al intercambio, además de otros pagos que describiremos más adelante. Mientras que los Bonos Clase B se intercambiarán en una proporción del 10% de la cantidad principal de los bonos pendientes sujetos al intercambio.

Por ejemplo, una persona que tenga bonos existentes de la AEE con un valor nominal de \$100,000, y que estén sujetos al intercambio, recibiría Bonos Clase A con un valor nominal de \$67,500 y Bonos Clase B con un valor nominal de \$10,000, para una recuperación nominal total de \$77,500. Esto implica una reducción del principal nominal de los bonos existentes del 22.5%. **Se trata de la misma reducción, o "haircut", del valor nominal que se acordó en el RSA anterior del 30 de julio de 2018 (el "RSA de julio de 2018"), que posteriormente fue rechazado por insuficiente.**

Los **Bonos Clase A** tendrán un vencimiento nominal de 40 años, sujeto a amortización temprana en ciertas circunstancias. Dichos bonos devengarán intereses a una tasa anual del 5.25% que se pagarán en efectivo y serán exentos de impuestos. El interés que no se haya pagado a su vencimiento se añadirá a los intereses a pagar en la siguiente fecha de pago de los Bonos Clase A. La obligación de pagar los Bonos Clase A se extenderá más allá del vencimiento final establecido si no se paga en su totalidad en el vencimiento final establecido (40 años) hasta que todo el principal y los intereses devengados y no pagados de los Bonos Clase A se paguen en su totalidad.

Los **Bonos Clase B** tendrán un vencimiento de 47 años. El interés de los Bonos Clase B se pagará en especie, es decir, en forma de Bonos Clase B adicionales, y se acumulará a una tasa anual de 7.00%

(de ser exentos de impuestos) o de 8.75% (de ser sujetos a impuestos). En cualquier caso, los acreedores de Clase B no recibirán pagos en efectivo hasta que se paguen Bonos Clase A en su totalidad.

**Estas son esencialmente las mismas condiciones acordadas hace diez meses y establecidas en el RSA de julio de 2018.**

## TRATO ESPECIAL PARA ASSURED

En contraste con el RSA de julio de 2018, el nuevo RSA establece el trato especial de cierta deuda de la AEE asegurada o propiedad de Assured (el "Trato Especial"). Se trata de los Bonos Asegurados por Assured; los Bonos No Asegurados que son propiedad de Assured; y los Swaps de Tipos de Interés propiedad de Assured.

Por ejemplo, a elección de Assured (la "Elección de Assured"), todos o cualquier parte de los Bonos Asegurados por Assured seleccionados por Assured se pagarán, en su totalidad, en la Fecha Efectiva, a un precio de aceleración (el "Precio de Aceleración") igual al importe principal pendiente de dichos Bonos más los intereses devengados y no pagados de los mismos (o, en el caso de cualquier bono de apreciación de capital, el importe compuesto de los mismos) a partir de la Fecha Efectiva de:

- a) el producto de la totalidad o parte de los Bonos de Titularización de Assured asignables a los titulares de Bonos Asegurados por Assured que serán
  - (i) asegurados, a elección de Assured, de acuerdo con una nueva póliza de seguro emitida por Assured en términos aceptables para Assured;
  - (ii) suscritos en una "oferta" de acuerdo con la Regla 15c2-12 de la SEC; y
  - (iii) vendidos en el mercado de forma que se emitan y entreguen a dicho(s) suscriptor(es) en la Fecha Efectiva; y
- (b) en la medida en que dicho producto de los Bonos de Titularización de Assured no sea suficiente para pagar el Precio de Aceleración, cantidades iguales a dicha deficiencia pagadas por Assured de acuerdo con las pólizas de seguro (las "Pólizas de Seguro Assured") que garantizan los Bonos Asegurados.

El trato especial para Assured parece estar diseñado para inducir la participación de Assured en la reestructuración de la deuda, minimizando la exposición de Assured, a expensas de los clientes puertorriqueños.

## PAGO DE LOS BONOS NUEVOS

El repago de los Bonos Nuevos estará asegurado por un gravamen en el flujo de efectivo futuro generado por la AEE mediante la imposición de un Cargo de Transición. **Este es un cargo especial que se añadirá a las facturas de los consumidores de la AEE y se utilizará exclusivamente para pagar los Bonos Nuevos.**

Según el RSA, el Cargo de Transición se fijará en los siguientes niveles:

- AF 21-23: 2.768 c/kWh
- AF 24-28: 2.957 c/kWh
- AF 29: 3.242 c/kWh
- AF 30: 3.323 c/kWh
- AF 31: 3.406 c/kWh
- AF 32: 3.492 c/kWh
- AF 33: 3.579 c/kWh
- AF 34: 3.668 c/kWh
- AF 35: 3.760 c/kWh
- AF 36: 3.854 c/kWh
- AF 37: 3.950 c/kWh
- AF 38: 4.049 c/kWh
- AF 39: 4.150 c/kWh
- AF 40: 4.254 c/kWh
- AF 41: 4.361 c/kWh
- AF 42: 4.470 c/kWh
- AF 43: 4.552 c/kWh
- AF 44 hasta que finalice el cargo de transición: 4.552 c/kWh

De acuerdo con el RSA de julio de 2018, el Cargo de Transición habría sido de 2.636 c/kWh durante los primeros cinco años; 2.729 c/kWh durante los años 6 a 10; 2.868 c/kWh durante el año 11; y luego habría aumentado a una tasa anual del 2.5% hasta alcanzar la cantidad de 4.348 c/kWh. En ese momento, el Cargo de Transición se mantendría fijo en esa cantidad hasta el vencimiento de los Bonos Nuevos.

**Por lo tanto, después de diez meses de negociaciones adicionales, terminamos con la misma reducción de capital Y pagando un Cargo de Transición más alto bajo el nuevo RSA que bajo el RSA de julio de 2018. Seguramente, ese fue un dinero bien gastado en honorarios de asesoría legal y financiera.**

Según el Anejo I-A de la Hoja de Términos de la Titularización, "los Cargos de Transición son cargos "no-evitables", cuyo pago será obligatorio" y "los Cargos de Transición se impondrán a todos los Consumidores, independientemente de la fecha en que se conviertan en Consumidores".

Para efectos del Cargo de Transición, se entiende por Consumidor "una instalación o predio de servicio que:

- (a) esté conectado al Sistema,
- (b) utiliza o alquila cualquier parte del Sistema,
- (c) está conectado a una microrred, a una empresa municipal de servicios públicos o a una cooperativa eléctrica que esté conectada al Sistema o lo utilice, o
- (d) se beneficia de cualquier acuerdo que requiera que el Sistema proporcione electricidad al Consumidor bajo cualquier condición, incluyendo, sin limitación, la obligación de proporcionar energía en modo de espera ("stand by"), mantenimiento, emergencia o similar".

Sin embargo, un "Consumidor no incluirá ninguna instalación o predio de servicio permanentemente desconectado que no se beneficie de ningún acuerdo que requiera que el Sistema proporcione al Consumidor electricidad bajo cualquier condición, incluyendo, sin limitación, una obligación de proporcionar energía en modo de espera ("stand by"), mantenimiento, emergencia o similar".

Pero, "no obstante lo anterior, una microrred, una empresa municipal de servicios públicos o una cooperativa eléctrica que funcione permanentemente sólo de manera aislada al Sistema no se considerará "permanentemente desconectada" si utiliza o alquila cualquier parte del Sistema".

**Por lo tanto, los clientes que generen su propia electricidad estarán sujetos al Cargo de Transición, a menos que se desconecten total y permanentemente del sistema eléctrico.**

Los clientes con generación propia, denominados clientes que instalen sistemas de generación con energía renovable ("behind the meter generation systems" o "Clientes GDC") en la Hoja de Términos, se dividen a su vez en dos clases: (1) Clientes exentos y (2) Clientes no exentos.

Los clientes exentos son aquellos que tenían sus sistemas de generación ya instalados para el 30 de septiembre de 2020 o antes (la "Fecha de Implementación"). Dichos clientes estarán sujetos a un Cargo de Transición mensual en forma de cargo fijo calculado para cada mes al multiplicar:

- (x) el Cargo de Transición aplicable a dicho mes por
- (y) el promedio mensual del Consumo Neto del Cliente GDC Exento durante el período anterior de veinticuatro (24) meses, después de considerar un lapso de tiempo de tres (3) meses (dicho período, el "Período de Veinticuatro Meses").

El efecto de utilizar el promedio de 3 meses a lo largo de 24 meses es moderar los picos y valles de consumo: en los meses en los que el consumo de un cliente alcanza su punto máximo, acabará pagando un poco menos que de otro modo, y en los meses en los que su consumo es relativamente menor, acabará pagando un poco más.

Cualquier Cliente GDC Exento pierde esa condición si su **capacidad** con energía renovable, en contraste con la generación, aumenta en más de un 20% por encima de la capacidad existente en la fecha de implementación. Además, todos los Clientes Exentos dejarán de ser exentos en el vigésimo aniversario de la fecha de entrada en vigor del Plan de Ajuste de la Deuda de la AEE.

Los Clientes No Exentos son todos los consumidores, excepto los Clientes Exentos. Dichos Clientes No Exentos estarán obligados a pagar el costo de la instalación de un contador para medir la cantidad de electricidad que se genera con fuentes renovables (un "Contador GDC"). Cada Cliente GDC con un contador GDC estará sujeto a un Cargo de Transición mensual igual **al mayor de los siguientes**:

- (x) un cargo fijo calculado para cada mes multiplicando
  - (i) el Cargo de Transición aplicable a dicho mes por
  - (ii) el promedio mensual del **Consumo Bruto** de ese Cliente GDC No Exento durante el Período de Veinticuatro Meses aplicable en ese momento, y

(y) el producto del Cargo de Transición aplicable a dicho mes y el Consumo Neto del Cliente GDC No Exento correspondiente a **dicho mes**.

Hasta el momento en que un Cliente de GDC no exento disponga de un contador de GDC en funcionamiento, se considerará que el promedio mensual del Consumo Bruto de dicho Cliente de GDC no exento durante el Periodo de Veinticuatro Meses aplicable en ese momento son los flujos totales de electricidad recibidas del Sistema en el mes para el que se calcula el cargo fijo.

El cargo fijo aplicable a los Clientes de GDC Exentos y a los Clientes de GDC No Exentos será recalculado por el Administrador en la Fecha de Efectividad y en cada aniversario de la misma (la "Fecha de Actualización") de la siguiente manera:

1. En el caso de los Clientes Exentos, al término de cada Período de Veinticuatro Meses a partir de la Fecha de Efectividad, calculando el Consumo Neto mensual promedio de ese Cliente GDC Exento correspondiente al Período de Veinticuatro Meses más reciente anterior a dicha Fecha de Actualización;
2. En el caso de los Clientes No Exentos, al final de cada Período de Veinticuatro Meses a partir de la Fecha de Efectividad, calculando el consumo bruto mensual promedio de ese cliente de GDC No Exento durante el Período de Veinticuatro Meses más reciente anterior a dicha Fecha de Actualización; y
3. Para todos los Clientes, cada año en la Fecha de Actualización, para reflejar los cambios en el Cargo de Transición aplicable para asegurar que el cargo fijo sea consistente con el Cargo de Transición para ese mes.

A los consumidores sin generación de fuentes renovables se les cobrará un Cargo de Transición que se calcula multiplicando el consumo del cliente por el Cargo de Transición por kWh aplicable en ese momento.

El Negociado de Energía de Puerto Rico puede modificar el cargo aplicable a los clientes si determina que el cargo fijo está contribuyendo, y es probable que continúe contribuyendo, a que los Clientes de GDC abandonen el Sistema y que probablemente resulte en "cambios materiales en los ingresos del Cargo de Transición" (una "Enmienda del Cargo Fijo").

Cualquier Modificación del Cargo Fijo deberá:

- (i) ser respaldada por estudios de expertos de terceros que cuantifican el impacto de la aplicación de la Enmienda de la Tasa Fija en comparación con el status quo;
- (ii) entrar en vigor sólo:
  - (a) si los Bonos de Titularización tienen una calificación de grado de inversión,
  - (b) si todas las agencias de calificación que han calificado los Bonos de Titularización han confirmado que la Modificación del Cargo Fijo no dará lugar a una rebaja de la calificación de los Bonos de Titularización ni causará una acción adversa por parte de la agencia de calificación, y
  - (c) con el voto afirmativo de los acreedores de la mayoría del monto de capital de los Bonos de Titularización en ese momento en circulación, excluyendo los Bonos de

Titularización en poder del Gobierno, cualquier Entidad Gubernamental y cualquier municipio de Puerto Rico; y  
(iii) ser implementada no más de una vez cada tres (3) años.

Por último, "cada microrred, empresa municipal de servicios públicos, cooperativa o cualquier persona que venda electricidad directa o indirectamente a una microrred, empresa municipal de servicios públicos, cooperativa o cliente que esté sujeto a las disposiciones de la Hoja de Términos del RSA será un "suboperador" y cada uno de ellos otorgará un Acuerdo de Servicio con el Operador". Esta cláusula, en esencia, obliga a determinados clientes a convertirse en agentes del operador encargados de controlar el consumo y cobrar el Cargo de Transición. Esta disposición, si se incluye en el RSA definitivo, podría ser impugnada por motivos constitucionales, probablemente como un procedimiento adversario en un tribunal federal en virtud del Título III de PROMESA.

En nuestra opinión, aplicar el Cargo de Transición, tal como se propone actualmente, constituiría esencialmente un impuesto regresivo sobre todos los consumidores. Además, desalentará la instalación de sistemas GDC. Probablemente sólo los consumidores de clase media-alta y los más ricos, y aquellos con una fuerte preferencia por desconectarse completamente del sistema de la AEE, podrán permitirse instalar capacidad de generación de fuentes renovables. Sin embargo, la mayoría de los consumidores residenciales, y probablemente comerciales, se verán desalentados a instalar su propia capacidad de generación, un resultado que va en contra de los objetivos declarados en la recientemente promulgada política energética de Puerto Rico.

## CARGO POR SUBSIDIO

El Anejo I-A de la Hoja de Términos de Titularización también ordena la imposición de un cargo por subsidio ("el Cargo por Subsidio") a todos los consumidores, excepto los que han recibido excepciones mediante legislación. Este cargo busca recuperar de todos los consumidores de la AEE (1) los costos incurridos por la AEE o cualquier sucesora por los subsidios otorgados a varios tipos de consumidores; (2) cantidades facturadas y no cobradas a consumidores privados; y (3) cantidades facturadas y no cobradas a consumidores gubernamentales.

El Cargo por Subsidio de cualquier mes incluirá el promedio mensual de la suma de:

- (1) un importe para cubrir las cantidades no cobradas de las Entidades Subvencionadas y un importe para cubrir las cantidades no cobradas del Público en General (en conjunto, el "Cargo por Cantidades No Cobradas"); y
- (2) una cantidad para cubrir las Cantidades No Cobradas del Gobierno.

Se entiende por cantidades "No Cobradas de las Entidades Subvencionadas", en un año determinado, el importe de los kilovatios-hora facturado pero no cobrado en el año anterior, atribuibles a los acuerdos de contribuciones en lugar de impuestos ("CILT" por sus siglas en inglés), para el alumbrado público, para las viviendas de bajos ingresos (públicas), o para otras subvenciones, exenciones o créditos en vigor en ese momento. **El importe destinado a cubrir lo No Cobrado de las Entidades**

**Subvencionadas es igual a lo No Cobrado de las Entidades Subvencionadas multiplicadas por el Cargo de Transición aplicable en ese momento.**

Cantidades "No Cobradas del Público en General" significa, en un año determinado, la cantidad de kilovatios-hora facturados pero no cobrados a Consumidores que no están incluidos en las cunetas No Cobradas de las Entidades Subvencionadas y que no son parte del Gobierno o una Entidad Gubernamental (dichos Consumidores, "Consumidores de Público en General"). El importe para cubrir las cantidades No Cobradas del Público en General es igual al Cargo de Transición aplicable en ese momento multiplicada por:

(i) en el caso de que (x) haya un tercero privado actuando como operador del Sistema o (y) la AEE o cualquier Entidad Gubernamental esté operando o administrando el Sistema y esté siguiendo el Reglamento de Recaudación (a ser emitido por el Negociado de Energía de Puerto Rico), **cualquier cantidad superior al 1.5% del total de kilovatios hora consumidos por los Consumidores del Público en General que fueron facturados pero no cobrados durante el año anterior;** o

(ii) en el caso de que la AEE o cualquier Entidad Gubernamental esté operando o administrando el Sistema y no esté siguiendo el Reglamento de Recaudación, **todos los kilovatios hora totales consumidos por los Consumidores del Público en General que fueron facturados pero no cobrados durante el año anterior.**

No obstante, si los importes reales no cobrados en un año determinado **son inferiores** a la cantidad que se cobró a los consumidores mediante el Cargo por Importes No Cobrados, el Cargo por Importes No Cobrados **se reducirá** en el año siguiente para reembolsar dicho exceso a los consumidores en forma de un Cargo por Importes No Cobrados inferior. Por otro lado, si los importes reales no cobrados en un año determinado **son superiores** a los importes cobrados a los consumidores mediante el Cargo por Importes No Cobrados, el Cargo por Importes No Cobrados del año siguiente **se aumentará** para compensar dicho déficit.

Por último, se entenderá por cantidades "No Cobradas del Gobierno", en un año determinado, el importe total de las deudas con respecto a los kilovatios hora consumidos por el Gobierno y todas las Entidades Gubernamentales que estuvieran atrasadas más de sesenta (60) días al final del año anterior. **El importe para cubrir las Cantidades No Cobradas del Gobierno es igual a los kilovatios/hora consumidos del Gobierno y no cobrados multiplicados por la Tasa de Transición aplicable para dicho año.**

En nuestra opinión, este tipo de cargo por subsidio es injusto para los Consumidores que no se benefician de ningún subsidio, no promueve la eficiencia energética, desalienta a la AEE a mejorar sus procedimientos de cobro y debe ser eliminado, o limitado a recuperar sólo los costos relacionados con los subsidios cuyo valor social ha sido confirmado.



## OTROS CARGOS, TARIFAS Y PAGOS VARIADOS

El RSA incluye una plétora de cargos, tarifas y pagos en beneficio de los bonistas participantes y a expensas de los consumidores de la AEE. Entre ellos encontramos los siguientes:

El primero de la lista es un **Cargo de Liquidación** ("Settlement Charge") por aceptar apoyar el acuerdo de reestructuración. Este cargo se incluirá en las facturas de los consumidores a partir del 1 de julio de 2019, y es igual a 1 c/kWh. A partir del 30 de agosto de 2019, la AEE pagará a los bonistas participantes una cantidad igual al número de kilovatios-hora facturados por la AEE durante el mes anterior, multiplicado por 92% (para tomar en cuenta las pérdidas y los subsidios), multiplicado por el Cargo de Liquidación.

Sin embargo, si un plan del Título III para la AEE no se confirma y entra en vigor antes del **31 de marzo de 2021**, entonces el Cargo de Liquidación debe aumentarse para igualar la cantidad del Cargo de Transición que habría entrado en vigor en esa fecha, asumiendo que la Fecha de Efectividad hubiera ocurrido y los bonos nuevos fueran emitidos en esa fecha (el "**Cargo de Liquidación Incrementado**").

En segundo lugar, los bonos sujetos al RSA antes de una fecha determinada (dependiendo de la clase de bono) tienen derecho a una reclamación por gastos administrativos ("**Reclamación Administrativa**") por un importe equivalente a los pagos de intereses de los Bonos Clase A devengados con respecto a dicho bono menos el importe de los pagos del Cargo de Liquidación o de los pagos del Cargo de Liquidación Incrementado efectuados a cuenta de dicho bono.

En tercer lugar, en la Fecha de Efectividad y simultáneamente a la emisión de los Bonos Nuevos:

- (a) Los miembros del Grupo Ad Hoc recibirán una **Tarifa por Relevo y Apoyo** en forma de Bonos Clase A igual al 1.9350% del importe nominal de los Bonos de la AEE que posean los miembros de dicho Grupo Ad Hoc para la fecha de 1 de julio de 2018;
- (b) Assured recibirá una **Tarifa por Relevo y Apoyo** en forma de Bonos Clase A igual al 1.8850% del importe nominal de los Bonos de la AEE mantenidos o asegurados por Assured para la fecha de 1 de mayo de 2019; y
- (c) Los acreedores signatarios del RSA, incluyendo cualquier signatario adicional del RSA, podrán recibir una tarifa de **apoyo adicional (y una posible tarifa por relevo)** en forma de Bonos Clase A inicialmente igual al 0.8360% del importe nominal del total de los Bonos de la AEE en circulación para la fecha de 1 de mayo de 2019, de la manera que se acuerde en el futuro.

En cuarto lugar, el **reembolso de los honorarios y gastos razonables**: (a) incurridos por los miembros del Grupo Ad Hoc antes del 23 de julio de 2018, hasta 25 millones de dólares; (b) incurridos por los miembros del Grupo Ad Hoc después del 23 de julio de 2018 hasta la Fecha de Efectividad; y (c) incurridos por Assured en o después del 1 de agosto de 2018 hasta la Fecha de Efectividad; se pagarán en o después de la Fecha de Efectividad.

## EXENCIÓN DE LA LEGISLACIÓN VIGENTE

El Anejo I-B de la Hoja de Términos de Titularización requiere que las siguientes leyes o disposiciones no se apliquen al Emisor de los Bonos Nuevos, excepto según lo acordado por las Partes Requeridas:

1. Los Capítulos 4 y 6 de la Ley 26-2017, según enmendada, conocida como la "Ley de Cumplimiento del Plan Fiscal";
2. La Ley 1-2012, según enmendada, conocida como la "Ley de Ética Gubernamental de Puerto Rico de 2011";
3. La Ley 103 de 25 de mayo de 2006, según enmendada, conocida como la "Ley para la Reforma Fiscal del Gobierno del Estado Libre Asociado de Puerto Rico de 2006";
4. La Ley 8-2017, según enmendada, conocida como la "Ley para la Administración y Transformación de los Recursos Humanos del Gobierno de Puerto Rico";
5. Ley 237-2004, según enmendada, conocida como la "Ley para Establecer Parámetros Uniformes en los Procesos de Contratación de Servicios Profesionales y Consultivos para las Agencias y Entidades del Gobierno de Puerto Rico";
6. Ley 197-2002, según enmendada, conocida como la "Ley para Regular el Proceso de Transición del Gobierno de Puerto Rico";
7. Ley 78-2011, según enmendada, conocida como el "Código Electoral de Puerto Rico para el Siglo XXI";
8. Ley 38-2017, conocida como la "Ley de Procedimiento Administrativo Uniforme del Gobierno de Puerto Rico";
9. Plan 3-2011, según enmendado, conocido como "Plan de Reorganización de la Administración de Servicios Generales";
10. Ley 230 del 23 de julio de 1974, según enmendada, conocida como "Ley de Contabilidad Gubernamental";
11. Ley 3-2017, conocida como "Ley para Atender la Crisis Económica, Fiscal y Presupuestaria para Garantizar el Funcionamiento del Gobierno de Puerto Rico";
12. Ley 14 de 17 de abril de 1972, según enmendada;
13. Ley 2-2017;
14. Ley 5-2017;
15. Ley 17-2019, conocida como la "Ley de Política Pública Energética de Puerto Rico"; y
16. La sección 6.25A de la Ley 57-2014.

## ANÁLISIS

En general, la estructura básica del nuevo RSA es bastante similar a la establecida en el RSA de julio de 2018 que fue descartado finalmente, con algunos incentivos adicionales para inducir la participación de Assured. No nos queda claro por qué este RSA es preferible al rechazado de julio de 2018, dado que son sustancialmente similares y, en algunos aspectos, los términos y condiciones del nuevo RSA son significativamente más onerosos.

### *Alivio de la deuda*

Gran parte de la discusión pública se ha enfocado en la cantidad del "haircut", o reducción, al principal de los bonos en circulación, una cantidad equivalente al 22.5%. Es difícil, basándose únicamente en la información que contienen los documentos públicos, determinar si esa cantidad es (1) razonable y/o (2) suficiente para permitir que la AEE siga operando de manera sostenible.

Por un lado, debemos recordar que los bonos en circulación de la AEE son "bonos de ingresos especiales", que suelen gozar de un alto grado de protección en los casos de quiebra municipal bajo el Capítulo 9 del Código de Quiebras de Estados Unidos. Estos son bonos comúnmente emitidos por agencias gubernamentales que proveen servicios básicos como transporte, agua, alcantarillado, electricidad, gas para calefacción, etc. La garantía de repago de estos bonos, como es el caso de los bonos existentes de la AEE, es un gravamen contra los ingresos netos (después de pagar los gastos de funcionamiento del emisor) generados por el emisor.

Según James E. Spiotto, experto en quiebras municipales y autor de *Municipalities in Distress?: How States and Investors Deal with Local Government Financial Emergencies*, el Congreso modificó el Código de Quiebras en 1988 específicamente para dejar claro que los ingresos gravados en nombre de este tipo de acreedores no podían desviarse para otros fines, y que dichos acreedores tenían derecho a seguir recibiendo sus pagos -de nuevo, subrayamos, netos de los costos de funcionamiento del emisor- incluso después de que el deudor se hubiera declarado en quiebra. Por lo tanto, estos bonos, por regla general, no se modifican sustancialmente, si es que lo hacen, en un caso bajo el Capítulo 9. Así pues, podríamos decir que, en comparación con otras quiebras de entidades similares en Estados Unidos, la reducción del 22.5% del principal establecida en el RSA es razonable.

Sin embargo, la AEE no está bajo un proceso conforme al Capítulo 9, aunque el Título III de PROMESA incorpora muchas de las disposiciones de ese Capítulo a través de su Sección 301 (a). Por lo tanto, la JSAF puede tener más margen de maniobra para negociar una reestructuración de la deuda de la AEE. Además, en el caso de la AEE, debemos tener en cuenta los siguientes factores (1) opera en una economía que no ha mostrado crecimiento en 13 años; (2) sus administradores han pospuesto negligentemente el mantenimiento de sus plantas de generación y sus líneas de transmisión y distribución por décadas; (3) se proyecta que la demanda de electricidad disminuirá en los próximos años; (4) la AEE necesita una inyección masiva de capital para modernizar y optimizar sus operaciones; y (5) el huracán María causó estragos en el sistema de transmisión y distribución de la AEE, y aunque la red es actualmente funcional, todavía es bastante frágil y necesitará reparaciones sustanciales en el futuro cercano.

Teniendo en cuenta estos factores, un recorte de 22.5% al principal de la deuda existente puede no ser suficiente para permitir que la AEE siga operando de manera sostenible. Esa puede ser la explicación de que los bonistas hayan acordado renunciar al derecho de declarar al Emisor de los Bonos Nuevos en incumplimiento en caso de impago. Parece que las partes del acuerdo asumen desde el principio que existe una alta probabilidad de que el Emisor no pueda cumplir los términos y condiciones negociados, y por ello han acordado un mecanismo de antemano para asignar y mitigar ese riesgo.

Los documentos del RSA no explican cómo se determinó el monto de la reducción o si ese monto de alivio de la deuda es suficiente para permitir que la AEE siga operando sin incurrir en otro incumplimiento en el futuro cercano. El Plan Fiscal certificado del 1 de agosto de 2018, tampoco explica ni toma en consideración el servicio de la deuda más allá de estipular que el monto de la deuda existente no es sostenible (ver página 27 del Plan Fiscal del 1 de agosto de 2018). Tampoco ninguna de las proyecciones expuestas en el Plan Fiscal incluye un análisis de cómo se verían afectadas las tarifas eléctricas en un escenario posterior a la reestructuración de la deuda. En nuestra opinión, parece que hay una desconexión entre los escenarios del Plan Fiscal certificado y lo establecido en el nuevo RSA.

Por último, tenemos que analizar el RSA propuesto en el contexto de la reestructuración del resto de la deuda de Puerto Rico. Puerto Rico acumuló a lo largo de las décadas una deuda total de aproximadamente \$70,000 millones. Y si bien es cierto que hay varios emisores y tipos de bonos en circulación, cada uno con diferentes protecciones legales y fuentes de repago, el hecho es que los recursos financieros de la deprimida economía puertorriqueña son la fuente para el pago de toda la deuda, independientemente de que sea a través de impuestos, como en el caso de COFINA, o de facturas mensuales, como en el caso de la AEE.

Es por ello que expertos como Martín Guzmán, entre otros, han sugerido analizar y reestructurar la deuda de Puerto Rico de manera integral y completa. Una economía que lleva más de una década deprimida sólo puede dedicar una cantidad relativamente pequeña de recursos al pago de la deuda, si quiere evitar la imposición de políticas de austeridad contraproducentes y poder emprender las inversiones necesarias para impulsar y sostener el crecimiento. Ante esta situación, Guzmán ha sugerido que el acervo de deuda global de Puerto Rico debe reducirse en más de un 80%. Hasta ahora, las dos reestructuraciones consumadas (BGF y COFINA) han generado un alivio de la deuda muy por debajo de ese umbral. Si Puerto Rico sigue siendo excesivamente generoso con sus acreedores, las probabilidades de que se produzca otra crisis de deuda a corto y medio plazo aumentan considerablemente.

Por lo tanto, aunque no podemos determinar con certeza, dada la información disponible públicamente en este momento, si la reducción de la deuda propuesta representa la cantidad necesaria para mantener a la AEE en marcha, no es irrazonable afirmar en este momento que la transacción propuesta es excesivamente generosa para los acreedores.

### *¿Aumento de tarifas en el horizonte?*

Otro tema que ha captado la atención del público es el Cargo de Transición. Ese debate se ha centrado en tratar de establecer si el cargo es o no un aumento de la tarifa. En teoría, como argumentan algunos representantes del gobierno, la imposición del Cargo de Transición no necesariamente implicaría un aumento en la tarifa para los consumidores, siempre y cuando la AEE reduzca sus costos de operación en todo el sistema por una cantidad igual o mayor al Cargo de Transición. En la práctica, lograr esa reducción sería muy difícil, aunque no imposible.

Por ejemplo, en la factura eléctrica más reciente que recibí de la AEE, me cobraron aproximadamente 22 centavos por kWh. El Cargo de Transición para el primer año sería de 2.768 centavos por kWh, equivalente al 12.6% de la cantidad por kWh que la AEE me facturó en ese estado de cuenta.

En condiciones normales, podría ser factible lograr una reducción en los costos de operación de esa cantidad. Pero no estamos operando bajo condiciones normales. Como argumentamos antes, la economía está en una profunda depresión y la demanda de electricidad está disminuyendo y se proyecta que seguirá disminuyendo. Además, según el Plan Fiscal, la AEE necesita hacer una serie de inversiones de capital para reducir su dependencia del petróleo y reducir sus costos de operación, y esas inversiones tendrán que ser financiadas y repagadas de alguna manera.

Además, si el RSA entra en vigor, la AEE empezará a facturar los Cargos de Transición y Subsidio a muy corto plazo, mientras que cualquier ahorro derivado del cambio a fuentes de combustible más baratas y otras medidas de ahorro de costos probablemente tardará varios años en materializarse. Por lo tanto, es muy poco probable que la AEE pueda compensar totalmente los nuevos cargos establecidos en el RSA. Y los consumidores puertorriqueños acabarán pagando tarifas más altas durante al menos una generación.

## CONCLUSIÓN

El RSA propuesto no es una buena transacción para Puerto Rico. Sus términos y condiciones son demasiado generosas con los acreedores; desalienta la transición a la generación distribuida con fuentes renovables; es incierto que provea el alivio a la deuda necesario para mantener la AEE funcionando sin tener que entrar en otro proceso de reestructuración a corto o mediano plazo; y resultará en un aumento significativo en la tarifa para los consumidores puertorriqueños durante décadas. Por todas estas razones el RSA propuesto se debe rechazar y respetuosamente recomendamos que las partes regresen a la mesa de negociación.



El Centro para una Nueva Economía (CNE) es el primer y más importante think tank de Puerto Rico, un grupo independiente y no partidista que aboga por el desarrollo de una nueva economía para Puerto Rico. Por más de 20 años, CNE ha trabajado para que Puerto Rico sea más productivo y estable a través de sus oficinas en San Juan, Washington, D.C. y Madrid, España. Informamos los debates de política pública vigentes y buscamos soluciones para los problemas más importantes y complejos de desarrollo económico analizando datos rigurosamente y produciendo investigaciones empíricas robustas. CNE es una organización sin fines de lucro 501(c)(3) que no solicita ni acepta financiamiento del gobierno. CNE recibe donaciones de individuos, instituciones privadas y organizaciones filantrópicas.