



1 de abril 2022

Jueza Laura Taylor Swain
Daniel Patrick Moynihan Courthouse
500 Pearl Street
New York, New York 10007-1312

David Skeel, Presidente
Junta de Supervisión y Administración Financiera
268 Ave Muñoz Rivera Suite 1107
San Juan, Puerto Rico 00918-1920
(commsteam@promesa.gov)

Omar Marrero, Director Ejecutivo
AAFA
Centro de Gobierno Roberto Sánchez Vilella (Minillas)
Ave De Diego, Parada 22
San Juan, Puerto Rico 00907

Josué Colon, Director Ejecutivo
Autoridad de Energía Eléctrica de Puerto Rico
Ave Ponce De León, Parada 17 ½
San Juan, Puerto Rico 00936-4267

El reciente informe de situación sobre la mediación del plan de ajuste de la Autoridad de Energía Eléctrica de Puerto Rico (AEE) crea la oportunidad de un plan financiero permanente para la AEE y la red eléctrica. Sin embargo, como se ha esbozado, la mediación y los supuestos subyacentes sugieren fuertemente que este nuevo acuerdo fracasará.

Escribo para sugerir una serie de acciones complementarias que podrían traer consigo un acuerdo de reestructuración que 1) sea consistente con las perspectivas económicas subyacentes para la economía de Puerto Rico; 2) pueda obtener apoyo institucional de la Legislatura y el Gobernador, y 3) puede integrarse con éxito en la estructura de tarifas reguladas por el Negociado de Energía de Puerto Rico (NEPR) y el proceso presupuestario supervisado por la Junta de Supervisión y Administración Financiera (JSAF).

Brechas institucionales y financieras en el diseño del plan de mediación

El plan de mediación incluye un conjunto de partes interesadas que representan los principales intereses financieros que apoyan a la AEE y a la red eléctrica.¹ Este mismo grupo ha propuesto dos acuerdos de reestructuración fallidos. Los procesos de deliberación han sido extraordinariamente lucrativos para el ejército de proveedores de servicios financieros reclutados para representar los intereses de muchas de las partes interesadas, pero no han producido una estrategia de salida significativa.

Las dos propuestas rechazadas reflejan un fracaso por parte de los tenedores de bonos para reconocer que el crecimiento económico de Puerto Rico es negativo ahora, lo ha sido durante la mayor parte de una década, y es probable que continúe siéndolo en el futuro previsible. Incluso con importantes desembolsos federales, la economía muestra signos de un futuro muy frágil. En un entorno sin crecimiento, el conflicto es severo: pagar la deuda heredada o usar el valor creado por las empresas existentes para invertir en el crecimiento económico. No hay espacio para hacer ambas cosas. Los aumentos de tarifas para cubrir la deuda heredada consignan las ganancias comerciales futuras y el crecimiento salarial para pagar los gastos realizados hace 20 años. El crecimiento futuro de los salarios y las ganancias será valioso y deberá usarse para reconstruir Puerto Rico.

Este problema podría mitigarse con la inclusión de la Legislatura y el NEPR en el proceso.² El mandato político de la Legislatura por el interés público fue una razón importante por la que se canceló el acuerdo defectuoso más reciente. El NEPR tiene el mandato institucional de establecer tarifas consistentes con las necesidades de servicio y las condiciones económicas de Puerto Rico.

Sin embargo, hay otro grupo que debe incluirse en este proceso. Me referiré a ellos como el grupo de "servicios financieros". El núcleo del grupo son los equipos de suscripción que apoyaron las emisiones de bonos de la AEE e incluye ciertas firmas legales, de ingeniería y de contabilidad. Los nombres de los equipos de suscripción se pueden encontrar en la página frontal de la declaración oficial de la AEE.

En un proceso de mediación y por el bien de Puerto Rico, el tipo de acuerdo propuesto aquí no requiere hallazgos formales de culpabilidad. ¿No es el estado financiero actual de la AEE y los dos RSA defectuosos y fallidos hasta la fecha su propia forma de evidencia *prima facie* de la culpabilidad de la compañía de servicios financieros en curso? En 2018, la JSAF contrató a Kobre y Kim para investigar las emisiones de bonos en el Estado Libre Asociado, incluida la AEE. El informe levantó numerosas banderas rojas con respecto al mal desempeño del grupo

¹ Agencia Fiscal y Autoridad Financiera de Puerto Rico (AAFAF), Autoridad de Energía Eléctrica de Puerto Rico (AEE), Junta de Supervisión y Administración Financiera (JSAF), el Grupo Ad Hoc de Tenedores de Bonos de la AEE, National Public Finance Guarantee Corp. (National), Assured Guaranty Corp. y Assured Guaranty Municipal Corp. (en conjunto, Assured), Syncora Guarantee, Inc. (Syncora), la Unión de Trabajadores de La Industria Eléctrica y Riego (UTIER), el sistema de jubilación de la AEE (SREAEE), el Comité Oficial de Acreedores No Garantizados y los prestamistas de la línea de combustible de la AEE.

² La autoridad del NEPR para aprobar la RSA fue limitada. Restringió a la Comisión de Energía de Puerto Rico (predecesora de NEPR) de pronunciarse sobre la razonabilidad del aumento de tarifas. Para una discusión completa ver: IEEFA. [Acuerdo de Reestructuración de Deuda de la AEE No Restaurar la agencia a la salud financiera](#). Agosto 2016.

de "servicios financieros". Se ha hecho muy poco para abordar las cuestiones señaladas en ese informe. En la misma línea, cuando la Comisión de Energía de Puerto Rico analizó de manera contemporánea el tema de la selección y pago de proveedores de servicios financieros en 2016, también encontró deficiencias significativas.³

Para comprender cómo ocurrieron los abusos y qué remedios estaban disponibles, el informe de Kobre y Kim identificó 100 páginas de causas de acción que podrían iniciarse. Por ejemplo, las compañías de seguros pueden tener una causa de acción contra cualquiera de los suscriptores por proporcionar información falsa o engañosa que los indujo a emitir protección de seguro. Si las compañías de seguros pueden compensar sus costos de esta manera, entonces no debería haber ninguna razón por la que no paguen el 100% de la cobertura a la AEE bajo las pólizas de seguro existentes.

En publicaciones anteriores, IEEFA ha identificado el valor de estas casas de inversión y proveedores de servicios financieros como acumulativamente en los billones. Pueden absorber pérdidas y estar disponibles para proporcionar efectivo cuando sea necesario para cerrar el asunto.

Muchas de las empresas de servicios financieros también son tenedoras de bonos, pero no es en ese rol que han tenido el mayor impacto. Los honorarios pagados a estas casas de inversión como asesores financieros son de cientos de millones. Su asesoramiento financiero durante décadas hizo una contribución significativa a la espiral descendente y la bancarrota de la AEE.

Deberían ser llevados al proceso de mediación porque eran asesores financieros que constantemente perseguían estrategias dudosas. Algunos incluso pueden haber violado la ley. En total, a Puerto Rico se le debe recompensa.

Dejando de lado la cuestión de la equidad, tenemos que examinar la cuestión desde una perspectiva estrictamente financiera. Las compañías que proporcionaron la suscripción para la emisión de bonos de la AEE en 2013, por ejemplo, acumulan \$ 12 billones en activos bajo administración. La AEE tiene activos de \$ 8 mil millones, pero pasivos que crean una posición negativa neta de \$ 6.6 mil millones. Es absurdo suponer que la AEE puede pagar la deuda o que los proveedores de servicios financieros no pueden absorber una pérdida de la mayor parte de los \$ 8 mil millones en Puerto Rico.

Desde una perspectiva de mercado global, el curso de acción eficiente es cancelar la deuda de la AEE, hacer cumplir una estricta responsabilidad fiscal en el futuro y alentar las estrategias de crecimiento económico. Con la deuda extinguida y un plan de recuperación razonable en su lugar, los inversores (incluidos los ex tenedores de bonos) pueden poner su dinero en una empresa en marcha con el potencial de una rentabilidad continua. Las partes más fuertes de la economía apoyan efectivamente a las partes más débiles para que el potencial de crecimiento mejore en todos los ámbitos. Puerto Rico puede entonces unirse al componente de crecimiento más fuerte de los mercados financieros globales y contribuir a la resolución de otras áreas con debilidades, como Sri Lanka.⁴

³ *Ibidem*.

⁴ La Semana. [Sri Lanka al borde de la bancarrota tras la peor crisis económica de la historia](#). 24 de marzo de 2022.

Históricamente, los mercados de bonos han respondido a entornos operativos únicos con flexibilidad. En algunos casos, lo que ha significado aceptar tasas de recuperación que están por debajo de las normas históricas. Por ejemplo, el complejo papel desempeñado por JPMorgan Chase en el condado de Jefferson, Alabama, resultó en un acuerdo con una tasa de recuperación más baja para la compañía que otros bonistas en el contexto de un acuerdo con bajas tasas de recuperación general. En otras situaciones difíciles⁵, las tasas de recuperación han estado por debajo de las normas históricas, lo que refleja el tipo de instrumento, las promesas de crédito subyacentes y otras características definitorias del perfil financiero. Los rangos de liquidación varían del 1 % al 50 % en tales situaciones.⁶

Una de las condiciones únicas involucradas en Puerto Rico es la economía. El ingreso medio por hogar en Estados Unidos fue de \$ 64,944 en 2020. Mississippi registró un ingreso promedio de \$ 46,511, el ingreso promedio más bajo de cualquier estado.^{7,8} El Estado Libre Asociado de Puerto Rico tuvo en 2020 un ingreso promedio de \$ 21,058, menos de la mitad del estado más pobre.

La justificación de una recuperación cero de los bonos no asegurados

La piedra angular de esta propuesta es proporcionar una compensación a los tenedores de bonos que sea consistente con las fuerzas del mercado. Esto resultaría en que los tenedores de bonos reciban cero recuperaciones de cualquier bono no asegurado. En este tipo de acuerdo, los tenedores de bonos pueden perseguir sus intereses, pero lo hacen sin tener efectos catastróficos en las tarifas de electricidad en Puerto Rico.

La justificación de una recuperación cero para los tenedores de bonos se deriva de lo siguiente:

1. El objetivo de 20 centavos por kilovatio-hora (kWh) establecido por la Legislatura y la JSAF se abandonaría efectivamente si la deuda heredada se incluyera en la estructura de tasas.
2. Las condiciones macroeconómicas son débiles y se espera que la población continúe disminuyendo. No se puede imponer ningún servicio a la deuda cuando el pago de la deuda supera la tasa de crecimiento de la economía de Puerto Rico.
3. Es poco probable que se produzcan aumentos urgentemente necesarios en la energía renovable que comprometan la asequibilidad y la resiliencia de los sistemas de red, así como la estabilidad presupuestaria de la AEE.

⁵ Moody's. La oferta de deuda del condado de Jefferson, Alabama, tiene características de grado no de inversión, enfoque de crédito. 13 de noviembre de 2013. Ver también: Moody's. Cómo Moody's calcula la tasa de recuperación propuesta del 55% al 60% para las órdenes de alcantarillado del condado de Jefferson. 27 de agosto de 2013. Ver también: Moody's. El condado de Jefferson exige más concesiones de los acreedores, comentario especial. 21 de octubre de 2013. (Propietario)

⁶ Moody's. Detroit: Cómo Moody's calcula la tasa de recuperación general del 25%. Septiembre 2015. Ver también: Moody's. Stockton CA: Las pensiones prevalecen sobre la deuda en la apelación de Franklin Templeton del plan de bancarrota de Stockton. 15 de septiembre de 2015. (Propietario)

⁷ Para los niveles de ingresos medios ver Estados Unidos Oficina del Censo. [Datos breves](#).

⁸ Reserva Federal de St. Louis. [Ingreso medio real](#).

4. La AEE/LUMA no han demostrado una capacidad consistente para lograr ahorros operacionales planificados desde el nombramiento de la JSAF.
5. La estructura actual de mediación no es un camino hacia el acceso al mercado.

1. El objetivo de 20 centavos por kWh establecido por la Legislatura y la JSAF se abandonaría efectivamente si la deuda heredada se incluyera en la estructura de tasas.

El plan fiscal certificado más reciente de la AEE nos dice que incluso si asumimos la implementación exitosa del plan fiscal actual, es difícil alcanzar la tasa de 20 centavos por kWh establecida por la Legislatura.⁹ Como lo demuestra el plan fiscal (Cuadro 1) es imposible alcanzar la meta de 20 centavos con la deuda no reestructurada incluida en la tarifa. (También observo que las tarifas actuales en Puerto Rico están muy por encima de lo proyectado en este plan, sin ninguna inclusión del servicio de la deuda). Se han presentado dos propuestas de reestructuración y ambas han sido rechazadas. Hasta la fecha, las negociaciones de bancarrota no han encontrado un nivel de deuda que pueda ser apoyado por la economía y los contribuyentes de Puerto Rico.

Cuadro 1: Proyecciones financieras certificadas en un escenario de deuda no reestructurada posterior a la medida¹⁰

EXHIBIT 70: POST-MEASURE RATE WITH UNRESTRUCTURED DEBT ADDED (IN REAL 2021 C/KWH)

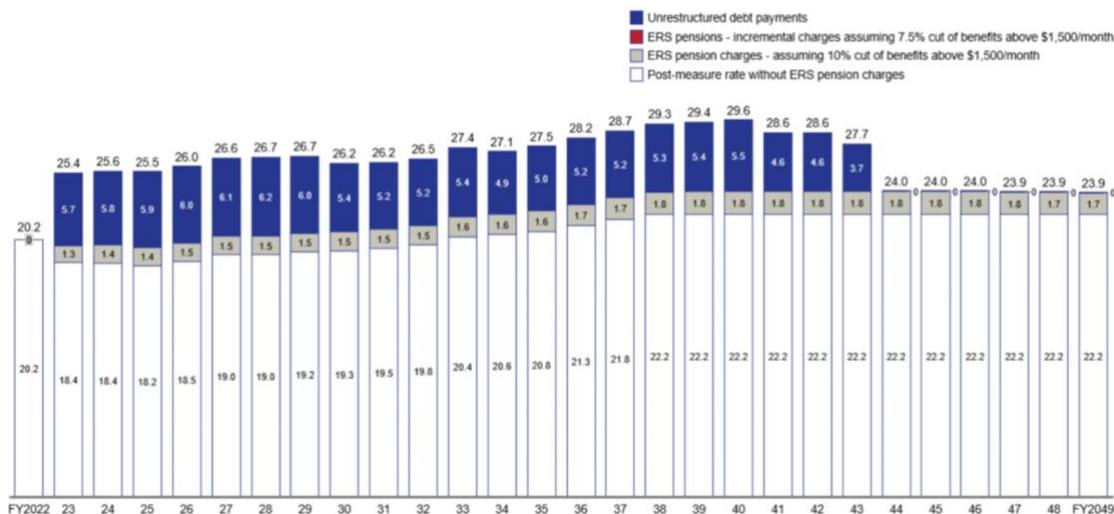


Ilustración 1 - Tarifa post medición con deuda sin estructurar añadida (en c/kwh real 2021)

El objetivo de 20 centavos por kWh no es una idea mal concebida. Envía una señal de que las empresas pueden planificar sus presupuestos con certeza y el precio de la electricidad y los aumentos futuros estarán dentro de niveles manejables. En términos prácticos, el punto de

⁹ El término “medida posterior” se describe: AEE. [Plan Fiscal 2021 para la Autoridad de Energía Eléctrica de Puerto Rico](#). 27 de mayo de 2021, p. 94. (Plan Fiscal)

¹⁰ Plan Fiscal, *op. cit.*, p. 170.

referencia permite a las empresas mirar las nuevas inversiones con mucha más confianza que una tarifa que se acerca o está por encima de los 30 centavos por kwh. ¿Una empresa invierte sus ganancias en Puerto Rico o debe planear reservar una parte desconocida de las ganancias futuras para pagar una factura de electricidad desconocida, pero en aumento? Los usuarios residenciales deben tomar las mismas decisiones con respecto a sus salarios y la decisión tan importante de vivir en Puerto Rico o en otro lugar.

Un análisis prospectivo que considere concienzudamente la economía, las capacidades operativas, las agendas políticas, el uso de fondos federales y la volatilidad del mercado de productos básicos con un ojo sobrio hacia la capacidad de pagar el servicio de la deuda concluiría que la imposición de cualquier deuda heredada es prohibitiva. Debe haber suficiente espacio dentro de la tarifa para considerar la probabilidad muy real de que las inversiones más allá de los niveles actuales previstos puedan ser necesarias para la transformación y el mantenimiento continuo del sistema.

2. Las condiciones macroeconómicas son débiles y se espera que la población continúe disminuyendo. No se puede imponer ningún servicio de la deuda cuando el pago de la deuda supera la tasa de crecimiento de la economía de Puerto Rico.

Como parte del proceso de deliberación para el acuerdo de reestructuración más reciente, David Brownstein, director general de Citigroup, presentó su evaluación de la RSA ante el tribunal de bancarrota. En esa evaluación, dijo:

Primero, cualquier recuperación por parte de los acreedores de la AEE tenía que ser secundaria a la recuperación económica general del Estado Libre Asociado, para lo cual la recuperación de la AEE juega un papel importante. Eso significaba que cualquier pago acordado de la deuda heredada no podría superar la revitalización de la economía general de la isla, y en particular la capacidad de los clientes de la AEE para pagar cualquier aumento de las tarifas o cargos adicionales necesarios para atender la deuda reestructurada de la AEE.¹¹

La presentación del Sr. Brownstein luego procedió a delinear el aumento de la tasa de transición. La tasa de transición de la segunda propuesta respaldaba una tasa de recuperación del servicio de la deuda que oscilaba entre el 67.5 y el 77.5 por ciento, dependiendo del tramo de la deuda.¹² El Sr. Brownstein luego identifica el cargo de transición, un aumento gradual de la tarifa implementado durante un período de 47 años de 2.768 centavos por kwh en el primer año y aumentando a 4.55 centavos en el año 24. El aumento se mantendría en la tasa durante la duración de los bonos.¹³

¹¹ Tribunal de Distrito de los Estados Unidos para el Distrito de Puerto Rico, [Declaración de David Brownstein en apoyo de la Moción Conjunta de la Autoridad de Energía Eléctrica de Puerto Rico y AAFAR de conformidad con las Secciones 362, 202,922 y 928 del Código de Bancarrota y las Reglas de Bancarrota 30212 \(A \(1\) y 9019 para la Orden que aprueba los Acuerdos incorporados en él](#), Caso No. 17 BK 4780-LTS, 2 de julio de 2019, p. párr. 25, p. 9. ("Brownstein")

¹² Brownstein, *op. cit.*, págs. 13-17.

¹³ Brownstein, *op. cit.*, pág. 17.

En julio de 2019, la fecha de la presentación de Brownstein, la tarifa pagada por los clientes de la AEE fue de 21.8 centavos por kwh.¹⁴ La RSA habría introducido gradualmente el aumento de la tarifa durante 24 años. La tasa promedio de aumento en el cargo de transición durante ese período fue del 2.3%, según los cálculos del IEEFA. El plan fiscal de 2019 mostró un crecimiento anual del PIB nominal para los próximos 24 años en menos del 1.5% y el plan fiscal de 2021 lo muestra en menos del 1.3%.¹⁵

La RSA demostró ser completamente insostenible, de acuerdo con los principios de Brownstein. Con un crecimiento plano o negativo, las tarifas en Puerto Rico no pueden llevar el servicio de la deuda – *cualquier servicio de la deuda*.

3. Es poco probable que se produzcan aumentos urgentemente necesarios en la energía renovable, lo que compromete la asequibilidad y la resiliencia del sistema de red y la estabilidad presupuestaria de la AEE.

El plan fiscal certificado más reciente para la AEE es inequívoco. Para que la AEE logre el equilibrio presupuestario, debe invertir fuertemente en energía renovable.¹⁶ Los costos de combustible para la AEE anualmente están directamente relacionados con el precio volátil del petróleo y el gas. El sistema es insostenible. Después de cinco años bajo una junta de control, la AEE no ha podido encontrar un sistema manejable para controlar los costos del combustible. En diciembre de 2021, la JSAF requirió que la AEE proporcionara un plan que lograra este objetivo. Las reformas del proceso de adquisición de combustible han sido impermeables a los cargos de corrupción, una investigación del Senado y la supervisión regulatoria del NEPR y su predecesor, la Comisión de Energía de Puerto Rico.

Igualmente claro es un patrón de resistencia por lo que parece ser la oposición de la administración de la AEE a la energía renovable.¹⁷ El reciente plan certificado documenta cómo el plan integrado de recursos (PIR) aprobado por el regulador, que exige más energía renovable, ha sido resistido por la administración de la AEE, requiriendo que se presenten órdenes especiales adicionales por parte del NEPR. Del mismo modo, un plan de infraestructura requerido por el gobierno federal que debe guiar los \$ 14.4 mil millones cuando sea presentado por la AEE era inconsistente con los objetivos legales y regulatorios relacionados con la energía renovable.

A pesar del hecho de que LUMA ha sido incorporado como el nuevo gerente y supuestamente apoya los objetivos del PIR modificado y los objetivos para el plan federal, el reciente presupuesto certificado contiene una escasa descripción de media página de las actividades planificadas de LUMA con respecto a la energía renovable.¹⁸

¹⁴ AEE. *Informe Mensual*. Julio 2019, p. 24.

¹⁵ Plan Fiscal, *op. cit.*, pág. 61.

¹⁶ Plan Fiscal, *op. cit.*, pp. 17, 21-22, 44, 68, 81,93, 94, 97.

¹⁷ Plan Fiscal, *op. cit.*, pp. 115-121.

¹⁸ Plan Fiscal, *op. cit.*, pp. 159-160.

4. La AEE/LUMA no han demostrado una capacidad consistente para lograr los ahorros operacionales planificados desde el nombramiento de la Junta de Supervisión y Administración Financiera.

El año fiscal 2021 cerró registrando \$ 2.9 mil millones en ingresos consolidados totales y un gasto en toda la empresa de \$ 3.3 mil millones.¹⁹ El estado de flujo de efectivo más reciente hasta el 8 de abril de 2022, está registrando un déficit de 13 semanas de \$ 141 millones.

La Autoridad sigue paralizada por la volatilidad de los precios del petróleo y el gas.²⁰ La Autoridad ahora está buscando otra mejora de los ingresos para compensar el aumento del precio del petróleo y el gas. Los desequilibrios presupuestarios del año pasado también estuvieron en gran medida vinculados a la volatilidad de los precios de los combustibles fósiles.

Estas realidades presupuestarias deberían ser una advertencia de cinco alarmas. Estos hechos evidencian que después de cinco años bajo una junta de control, la AEE no ha avanzado lo suficiente en la reforma de sus operaciones. Los planes presupuestarios en el futuro suponen la finalización exitosa de una serie de iniciativas de ahorro. LUMA debe hacer que estas reformas funcionen, pero el registro es claro de que las posibilidades de éxito son escasas.²¹

La bancarrota de la AEE fue impulsada en parte por el descubrimiento de un patrón de presentaciones engañosas de ingresos y gastos. Aunque parece que se han logrado algunos progresos en el lado de la estimación de ingresos, la continua dependencia de los ahorros futuros frente a los últimos cinco años no es creíble.

5. La estructura de mediación actual no es un camino hacia el acceso a los mercados.

Un objetivo crítico de PROMESA es restablecer el acceso a los mercados para la AEE. Los acuerdos de reestructuración propuestos hasta la fecha habrían creado graves menoscabos en el acceso a los mercados. Las declaraciones recientes sobre los parámetros de esta nueva ronda de mediación sugieren que las lecciones de esos fracasos no se están aplicando a la siguiente fase de las negociaciones.

Los estándares utilizados por Moody's para calificar los bonos de servicios públicos, por ejemplo, son prospectivos.²² Los estándares miran al estado de los activos en el sistema. Los activos de la AEE están en malas condiciones. Esto requiere que la planificación de capital se lleve a cabo de acuerdo con las mejores prácticas profesionales. Las disputas en curso entre la AEE y el regulador sobre la energía renovable sugieren fuertemente que no se seguirán los planes de capital existentes. La falta de instituir cualquier tipo de supervisión especial que

¹⁹ AAFAF. *Presupuesto a Actuales Trimestral*. Septiembre 2021, págs. 2, 4.

²⁰ Comprador de bonos. *AEE busca aumentos de tarifas en medio de negociaciones de reestructuración*. 23 de marzo de 2022.

²¹ Los pagos a LUMA en el año fiscal 2021 superaron los montos presupuestados en un 34%. Ver: AAFAF, *op. cit.*, pág. 4.

²² Moody's. *Deuda de ingresos de servicios públicos municipales de EE. UU.* Octubre 2017. (Propietario). No está claro qué metodología podría usar Moody's si se le llamara a emitir una opinión crediticia. Varios aspectos de las propuestas anteriores de RSA sugirieron el uso de un vehículo especial. Con declaraciones recientes de la JSAF sugiriendo que no habrá necesidad de legislación en el futuro, puede haber quitado de la mesa el concepto de vehículo especial.

pueda proporcionar apoyo para la nueva planificación y los nuevos gastos ha sido rechazada enérgicamente por la negativa constante de la AEE y la JSAF a considerar el uso de la supervisión independiente de terceros.²³

La economía de Puerto Rico es débil, y Moody's analiza la capacidad del entorno económico circundante para respaldar la base de tasas. La introducción de \$14.4 mil millones en fondos federales no comprometidos por aumentos proporcionales del servicio de la deuda es una mejora sustancial del crédito. La adopción de un cargo de deuda heredada destripa los beneficios crediticios positivos al intentar desviar ingresos sustanciales durante los próximos 47 años a pasivos pasados.²⁴

La reciente decisión de no buscar apoyo legislativo para el próximo acuerdo de deuda significa que las tasas y la estructura de gobierno subyacente que se establecen no tienen la aceptación del liderazgo político de Puerto Rico.²⁵ La probabilidad de apoyo futuro de la Legislatura está claramente en riesgo cuando surgen problemas.

También hay varios factores idiosincrásicos que son problemáticos. LUMA está trabajando con lo que es efectivamente un contrato de pago por servicio. No tiene participación accionaria en el plan de transformación de la AEE. También está claro que LUMA no es una empresa con reservas sustanciales de efectivo o crédito.²⁶ La compañía tendrá que traer apoyo profesional adicional para mantener una disciplina adecuada de gestión de proyectos.

Los indicadores macroeconómicos generales (disminución de la población y crecimiento económico plano o negativo) son marcados. No apoyan la imposición de un aumento de la tarifa para pagar el servicio de la deuda heredada. El aparato para llevar a cabo reformas muy necesarias en la planificación y las operaciones de capital es débil. Los acuerdos de reestructuración anteriores fracasaron, pero es incierto que las lecciones de esas fallas se estén aplicando adecuadamente para crear un camino para la AEE desde la bancarrota hasta el acceso al mercado.

Un plan que puede funcionar

El plan que se explica a continuación da cuenta de los principales pasivos que enfrenta la AEE y sugiere un curso de acción que tiene un propósito: Proporcionar a la AEE una perspectiva presupuestaria que sea realista y factible tanto a corto como a largo plazo.

²³ IEEFA. [Carta a la Asamblea Legislativa](#). Diciembre 2020.

²⁴ IEEFA. [AEE plan de deuda—Nuevo truco usa dinero federal para pagar la vieja deuda de la autoridad eléctrica](#). 7 de marzo de 2022.

²⁵ JSAF. [Carta al Senado y la Cámara de Representantes de Puerto Rico](#). Marzo de 2022.

²⁶ IEEFA. [Contrato con LUMA Energy establece privatización total y tarifas más altas](#). Octubre 2020.

Cuadro 2: Pasivo (miles de millones de dólares)

Pasivo	Importe	Liquidación estimada
Endeudamiento de bonos pendientes	8.0	2.30
Combustible y acreedores no garantizados	0.7	0.35
Pensiones	3.0	3.00
Subtotal	11.7+	5.65
Grupo para Pequeños Inversores	1.0	1.00
Total	12.7+	6.65

Los pasivos recientemente categorizados en el informe al tribunal sobre mediación identifican lo que se necesitaría para establecer a la AEE en una base financiera sólida. Los \$1 mil millones que IEEFA ha insertado en la ecuación es asegurar que los pequeños inversionistas que son residentes de Puerto Rico reciban el 100% del valor nominal de sus bonos.

Los pasivos deben analizarse con respecto a una tasa de recuperación adecuada. A los efectos de este ejemplo, los tenedores de bonos en circulación recibirían una tasa de recuperación del 0% (solo la recuperada a través del seguro), los proveedores de líneas de combustible el 50% y los acreedores no garantizados nada. Los recursos del plan deben apoyar las pensiones y los pequeños inversores a su valor nominal completo. Se da prioridad al fondo de pensiones en consonancia con el acuerdo del fideicomiso. Se crea un fondo de inversores pequeño como una cuestión de simple justicia. A diferencia de la mayoría de los otros bonistas, los inversores en la isla no tienen activos sustanciales que puedan amortiguar la pérdida.²⁷

Activos

Hay tres recursos de los que se puede extraer para resolver el caso de bancarrota. El objetivo principal de la bancarrota es proporcionar un resultado razonable para los acreedores. Esto solo se puede lograr si también hay un resultado razonable para Puerto Rico.

Cuadro 3: Activos (miles de millones de dólares)

Activo	Importe
Seguro	2.30
Asesores	4.35
Total	6.65

Con la reducción a cero del reclamo de los bonistas (y pago de seguro), se genera un recurso sustancial de \$ 8 mil millones. Las aseguradoras solo necesitan respaldar la deuda cubierta por las pólizas contratadas por la AEE. Para comprender mejor cómo se pueden lograr los \$ 4.35 mil millones, considere el siguiente ejemplo. La emisión de bonos de la AEE de 2013 identificó a las siguientes compañías como parte del equipo de suscripción.

²⁷ Se pueden desarrollar criterios viables y justos para garantizar que todos reciban un trato justo.

Cuadro 4: Activos bajo gestión (billones de dólares)

Compañía	Importe
J.P. Morgan	3.1
Morgan Stanley	1.6
Wells Fargo	0.6
Citigroup	0.3
Banco de América	1.5
RBC Capital	0.2
Goldman Sachs	2.1
UBS	2.6
Total	12.0

Los activos bajo gestión de estas empresas crean una base financiera para esta liquidación. No incluye \$ 2.6 mil millones en ingresos anuales para el bufete de abogados de Sidley Austin; \$ 40 mil millones en ingresos anuales para los Auditores de Ernst & Young; o \$ 4 mil millones para el ingeniero consultor URS Corporation. Deben incluirse.

No hay duda de que este grupo podría crear un fondo de \$ 4.35 mil millones para resolver el asunto de la AEE. El grupo podría contribuir aún más si todas las partes dispusieran de un conjunto diferente de opciones. Dado que hubo emisiones adicionales de bonos y una gran cantidad de nuevos proveedores de servicios financieros que se beneficiaron de las dos rondas fallidas de negociaciones de RSA, esta cifra solo debería aumentar de tamaño.

El uso de los activos de las empresas, junto con los pagos de seguros y el recorte de los tenedores de bonos, cubre los pasivos. No son los detalles lo que importa aquí, es el enfoque, un marco más amplio que permite una estrategia de salida realista.

Si los tenedores de bonos o cualquiera de las otras partes con intereses desean proceder con reclamos como los identificados por Kobre y Kim, deben ser libres para hacerlo. Esto podría resultar en litigios adicionales, pero un acuerdo bien diseñado debería proteger a la AEE y a sus contribuyentes.

Una imagen más amplia

La AEE está en línea para recibir más de \$14 mil millones del gobierno federal para reconstruir su red.²⁸ La cantidad de dinero proporcionada sería en forma de subvenciones. Esta asignación federal permitiría la reconstrucción sin ninguna carga proporcional del servicio de la deuda factorizada en la base de tarifas. Este beneficio financiero es extraordinario y no puede ser exagerado. Como sugieren la base de ingresos actual de la AEE y las proyecciones, la Autoridad apenas puede cubrir los gastos operativos en las condiciones económicas actuales.

Bajo los dos RSA fallidos, la AEE aceptaría aumentos de tarifas para pagar la deuda heredada en un momento en que los dólares federales le permiten un feriado del servicio de la deuda a

²⁸ Plan Fiscal, *op. cit.*, pág. 132.

medida que transforma el sistema de red. La estratificación de la deuda pasada es contraproducente. En el peor de los casos, el plan de IEEFA podría requerir cierta aceptación de los costos a largo plazo en la base de tarifas, pero la cantidad sería *mínima* y no derrotaría el impacto financiero de los dólares de las subvenciones federales.

Este plan al principio puede parecer poco realista ya que no existe una ley que obligue al grupo de servicios financieros a actuar de manera justa y equitativa. En este momento, el proceso financiero ha creado un punto muerto dentro de un atolladero. Sin embargo, todas las partes interesadas podrían estar mejor entendiendo este enfoque como una inversión en Puerto Rico que puede proporcionar una base sólida para una salida de la bancarrota. También es la base de una justificación sólida para lograr el acceso a los mercados, obtener apoyo legislativo y crear un equilibrio presupuestario recurrente.

Si le das a esta idea un poco de consideración, verás que puede ser bastante flexible como marco para una mediación. Creo que el bien que vendría de esta formulación solo es superado por el daño que se infligirá si no se adopta algo así.

Atentamente,

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Th Sanzillo". The signature is fluid and cursive, with the first name "Th" being more prominent and stylized.

Tom Sanzillo
Director de Análisis Financiero
Institute for Energy Economics and Financial Analysis