



COFINA: DEUDA ILEGAL E ILEGÍTIMA

15 de enero de 2019



TABLA DE CONTENIDO

Resumen Ejecutivo	2
I. Introducción	5
II. ¿Qué es COFINA? ¿Cuándo se creó?	9
III. ¿Cómo se acumuló la deuda pública de COFINA? ¿Para qué se utilizó el dinero de las emisiones de bonos de dicha entidad?	20
IV. ¿Quiénes son los principales tenedores de bonos de COFINA? ¿A qué precio adquirieron sus bonos?	25
V. ¿Cuánto de los recaudos del IVU han ido a COFINA? ¿Cuánto ha ido al pago de bonistas?	30
VI. ¿Cuáles son las principales preocupaciones en torno a la legalidad y constitucionalidad de la deuda de COFINA?	31
A. La separación de una partida del IVU para el pago a bonistas de COFINA, en perjuicio de los bonistas de obligaciones generales	31
B. Las violaciones a la cláusula de presupuestos balanceados	37
C. COFINA y el límite constitucional a la deuda	41
VII. ¿Qué rol ha jugado la relación política entre Puerto Rico y los Estados Unidos en la acumulación de la deuda pública del Estado Libre Asociado de Puerto Rico, incluida la de COFINA?	44
VIII. Hallazgos	46



COFINA: DEUDA ILEGAL E ILEGÍTIMA

RESUMEN EJECUTIVO

El 16 y 17 de enero de 2019, se discutirá en el Tribunal federal el borrador del Plan de Ajuste de la Deuda de la Corporación del Fondo de Interés Apremiante (en adelante, COFINA), partida más grande de la deuda pública en el proceso de quiebra del Estado Libre Asociado de Puerto Rico. Sin embargo, ¿Qué conoce el pueblo sobre esta entidad y su funcionamiento? ¿Qué sabemos sobre la acumulación de toda esta deuda de una entidad con sólo 10 años de existencia? ¿Cuánto debemos y por qué? ¿En qué se utilizó este dinero? ¿Todas las acciones realizadas estuvieron conforme a nuestras leyes? ¿Quiénes se beneficiaron de esta deuda? ¿Quiénes son nuestros acreedores y cómo se afectan o benefician con todo esto? Estas y otras preguntas se tratan de contestar en el siguiente informe preparado por la Comisión Ciudadana para la Auditoría Integral del Crédito Pública para darle al país respuestas sobre una deuda cuyo pago estaría condenando al País por los próximos 40 años.

Es la posición de la Comisión Ciudadana que, pese a que el gobierno y la Junta de Control Fiscal proponen acuerdos con los bonistas, existen graves señalamientos en torno a la legitimidad y legalidad de varios elementos del esquema de COFINA y sus transacciones que hacen imperativa la realización de una auditoría ciudadana integral de dicha partida de la deuda pública.

COFINA fue creada en el 2006, durante la administración del gobernador Aníbal Acevedo Vilá, con el único fin de emitir bonos para pagar la deuda extraconstitucional, que a ese momento ascendía a aproximadamente \$6,847 millones. Sin embargo, lejos de saldar dicha deuda, COFINA se convirtió en un emisor de nueva deuda extraconstitucional, **una que ahora representa cerca del triple de la existente al momento de su creación.**

COFINA es una corporación pública que no genera ingresos propios, sino que depende del recibo de una parte de los recaudos del IVU, un impuesto de impacto

regresivo para la población, creado por el Gobierno de Puerto Rico. Es, además, controlada totalmente por el Banco Gubernamental de Fomento (en adelante BGF).

Actualmente, COFINA representa **la tajada más grande** de la deuda pública que se le imputa a Puerto Rico. Incluye sobre \$16,315 millones en principal, más cerca de \$1,265 millones en intereses capitalizados hasta la fecha, para un total de \$17,580 millones. En diez años, se convirtió en la cuarta parte de la totalidad de la deuda de emisiones de bonos de Puerto Rico que hoy nos tiene en quiebra.

El IVU, un impuesto regresivo que penaliza desproporcionadamente a las personas más vulnerables, ha generado sobre \$18,386 millones en recaudos entre noviembre de 2006 y octubre de 2018, es decir, sobre \$2,000 millones más que el principal de la deuda de COFINA. De esos recaudos, sobre \$6,860 millones han sido transferidos a COFINA para el pago a bonistas. Es decir, ya se ha transferido en recaudos del IVU casi el 42% del principal de la deuda de COFINA.

Sin embargo, más de una tercera parte del principal, unos \$6,155 millones, se emitió en forma de bonos de apreciación capital, un tipo de bono con condiciones particularmente onerosas para el país, que condenaría a Puerto Rico a pagar aproximadamente **siete (7) veces la cantidad recibida**.

Por otro lado, las emisiones de bonos de COFINA no han sido utilizadas para el financiamiento y/o desarrollo de proyectos de beneficio para el país. Por el contrario, casi \$7,006 millones fueron utilizados para el pago de deudas preexistentes e intereses capitalizados, mientras que aproximadamente \$1,175 millones fueron utilizados en beneficios para los *underwriters*, gastos de emisiones, fondos de aseguramiento de pago a bonistas y descuentos netos en las emisiones. El remanente de los fondos recibidos de las emisiones de COFINA fue utilizado para la subvención de gastos operacionales del Gobierno, mediante el cuadro de sus presupuestos, así como para pagos a las decenas de miles de empleados/as despedidos/as en virtud de la Ley Núm. 7-2009, bajo la administración de Luis Fortuño Buset. Se trata, pues, de deuda ilegítima.

Sobre nuestros bonistas, hemos identificado que la deuda de COFINA se ha ido concentrado en las manos de unas **diez y siete (17) compañías de fondos de cobertura que son dueñas de casi la mitad (47%)** de la totalidad de la deuda de COFINA o \$8,333 mil millones. Varias de esas compañías compraron más deuda de COFINA luego del paso del huracán María, aprovechando que el valor de los bonos había disminuido considerablemente. Además, una cantidad significativa de los principales tenedores de bonos de Puerto Rico son dueños de bonos de COFINA y de bonos de Obligación Generales, lo que desincentiva que estos litiguen entre ellos vigorosamente los asuntos legales y constitucionales en torno a las emisiones de bonos.

Según la información evaluada, un número significativo de los bonistas *senior* y *junior* de COFINA en la actualidad adquirieron sus bonos a un precio muy por debajo del valor original. En el caso de los bonistas *senior*, muchos adquirieron sus bonos a cerca de 55 centavos por cada dólar, mientras que un número considerable de bonistas *junior* adquirieron sus acreencias a 15 centavos por cada dólar. Sin embargo, con el acuerdo de restructuración y el Plan de Ajuste de Deuda de COFINA, los *senior* se exponen a recibir en promedio 93 centavos por cada dólar, mientras que los *junior* recibirán en promedio 54 centavos por cada dólar, generando ganancias multimillonarias sobre la inversión.

Como se detalla en el capítulo sobre la constitucionalidad de COFINA, dicho esquema viola varias clausulas de la Constitución del ELA. Entre estas, la cláusula de prioridad en el pago, la cláusula de presupuestos balanceados y la cláusula constitucional sobre el límite a la deuda, puesto que fueron concebidas de manera impermisible como deuda extraconstitucional, pese a que COFINA no genera fondos propios, es controlada por el BGF y fue creada exclusivamente para emitir deuda que subvencione gastos del Gobierno Central.

Finalmente, cualquier análisis sobre la legalidad y/o legitimidad de COFINA debe examinar también el rol que la relación colonial de Puerto Rico con los Estados Unidos ha jugado en la acumulación de esta deuda. En la medida en la que el procedimiento judicial bajo el Título III de PROMESA y la Sección 210 de dicha medida impiden tal análisis, cualquier resultado dentro dicho procedimiento que condene a Puerto Rico al pago de dicha deuda, es ilegítimo y en perjuicio del pueblo puertorriqueño.



COFINA: DEUDA ILEGAL E ILEGÍTIMA

I. INTRODUCCIÓN

El 16 y 17 de enero de 2019, se celebrará una vista en el procedimiento judicial comenzado bajo el Título III del *Puerto Rico Oversight, Management, and Economic Stability Act* (en adelante, PROMESA),¹ en la que se revelarán los resultados de la votación de bonistas sobre el acuerdo de restructuración de la deuda pública de la Corporación del Fondo de Interés Apremiante (en adelante, COFINA), y discutirá en el Tribunal federal el borrador del Plan de Ajuste de la Deuda de esa entidad.²

Dado que representa la partida más grande –casi una cuarta parte del total– de la deuda pública atada a emisiones de bonos del Estado Libre Asociado de Puerto Rico, la deuda de COFINA ha acaparado la atención de varias organizaciones e individuos, entre las cuales se encuentra la Comisión Ciudadana para la Auditoría Integral del Crédito Público (en adelante, Comisión Ciudadana). Fiel a su objetivo

¹ Public Law 114-187, 130 Stat. 549 (2016). El procedimiento judicial en proceso es In re: The Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico, No. 17 BK 3283-LTS.

² Joanisabel González, *La Junta admite que desconoce de dónde provienen todos los fondos para la deuda de Cofina*, EL NUEVO DÍA (22 de noviembre de 2018), disponible en <https://www.elnuevodia.com/noticias/locales/nota/lajuntaadmitequedesconocededondeproviententodoslosfondosparaladeudadecofina-2461193/>.

de procurar una auditoría ciudadana integral de la deuda pública del país como herramienta para visibilizar reclamos de ilegitimidad e ilegalidad de las transacciones que nos han llevado a acumular cerca de setenta y cuatro mil millones de dólares (\$74,000,000,000) en deuda de emisiones de bonos,³ desde el mes de marzo de 2018, la Comisión Ciudadana se dio a la tarea de solicitar información relevante sobre las emisiones de bonos de dicha entidad, así como los análisis jurídicos emitidos en torno a la legalidad del esquema creado para COFINA y sus transacciones.⁴ La información fue solicitada a COFINA, al Banco Gubernamental de Fomento (en adelante, BGF), cuya Junta de Directores era la misma que la de COFINA, y a la Autoridad de Asesoría Financiera y Agencia Fiscal del Gobierno de Puerto Rico (en adelante, AAFAF). Desafortunadamente, a la fecha de hoy, las entidades gubernamentales antes mencionadas sólo compartieron con la Comisión Ciudadana copia de los llamados ‘bond bibles’ de todas las emisiones de bonos de COFINA, y se negaron a proveer la información restante.⁵ Esto pese a que, al derogar la ley que creaba una entidad anterior mandatada a realizar una auditoría integral de la deuda pública, la Comisión para la Auditoría Integral del Crédito

³ Kobre & Kim, LLC, *Final Investigative Report* (20 de agosto de 2018), en la pág. 47, disponible en <https://drive.google.com/open?id=19-lauVo3w9MP503xYVe0SWhQin-Q6FEf> (informe comisionado por la Junta de Control Fiscal) (en adelante, *Informe Kobre & Kim*).

⁴ Comisión Ciudadana para la Auditoría Integral del Crédito Público, Inc. v. Banco Gubernamental de Fomento para Puerto Rico, et als., SJ2018CV06428 (Sentencia del Tribunal de Primera Instancia, Sala Superior de San Juan del 12 de octubre de 2018), en las págs. 5-6 (Determinaciones de Hechos Núms. 7-11). Véase también *Comisión de la Auditoría demanda por falta de transparencia de COFINA y BGF*, NOTICEL, 20 de agosto de 2018, disponible en <https://www.noticel.com/ahora/gobierno/comision-de-la-auditoria-demanda-falta-de-transparencia-de-cofina-y-bgf/783863114>.

⁵ Comisión Ciudadana, SJ2018CV06428, *supra*, en las págs. 6-7 (Determinaciones de Hechos Núms. 12-13).

Público, el mismo Gobernador de Puerto Rico se comprometió públicamente a compartir con cualquier entidad ciudadana toda la información relevante para acometer dicha tarea.⁶ Un litigio subsiguiente para intentar procurar la información resultó infructuoso, dado que dos tribunales resolvieron que la Comisión Ciudadana debió solicitar la información directamente mediante un procedimiento creado por la Jueza que preside el proceso judicial bajo el Título III de PROMESA, previo a acudir a solicitar la información a los tribunales de Puerto Rico.⁷

Ante este cuadro, la Comisión Ciudadana ha optado por publicar el presente informe sobre la deuda de COFINA, el cual incorpora nuestro análisis de la información públicamente accesible sobre las emisiones de bonos de la entidad. Como parte del proceso de investigación, la Comisión Ciudadana también ha examinado varios informes y escritos publicados por otras entidades, en los que se evalúan distintos reclamos relativos a la legitimidad y legalidad del esquema de COFINA y sus transacciones, algunos de los cuales tuvieron acceso a información no hecha pública o puesta a disposición de la Comisión Ciudadana.

El presente informe no constituye una auditoría integral de la deuda de COFINA, sino que constituye el resultado de un esfuerzo ciudadano preliminar por examinar con rigor y visibilizar varios de los señalamientos en torno a su

⁶ Gloria Ruiz Kuilan, *Rosselló elimina la Comisión para la Auditoría de la Deuda*, EL NUEVO DÍA (19 de abril de 2017), disponible en <https://www.elnuevodia.com/noticias/politica/nota/rosselloeliminalacomisionparalaauditoriadeladeuda-2312514/> (atribuyendo expresiones al Gobernador de Puerto Rico en las que da “la bienvenida a cualquier grupo ciudadano que se quiera constituir, que quiera buscar la información, que quiera hacer un reclamo que así lo haga”).

⁷ Comisión Ciudadana, SJ2018CV06428, *supra*, en las págs. 13-16. Comisión Ciudadana para la Auditoría Integral del Crédito Público, Inc. v. Banco Gubernamental de Fomento para Puerto Rico, et als., KLAN 2018-01260 (Sentencia del Tribunal de Apelaciones, Panel XI, del 19 de diciembre de 2018), en las págs. 10-11.

legitimidad y legalidad. Es la posición de la Comisión Ciudadana que la gravedad de los señalamientos en torno a la legitimidad y legalidad de varios elementos del esquema de COFINA y sus transacciones hacen imperativa la realización de una auditoría ciudadana integral de dicha partida de la deuda pública. El pueblo tiene derecho a saber la verdad, así como conocer todos los detalles sobre esta deuda que obligará al país por los próximos cuarenta (40) años o más. En este sentido, resulta sumamente problemático que ambas la Junta de Control Fiscal y el Gobierno de Puerto Rico estén activamente promoviendo la aprobación de un Plan de Ajuste de dicha deuda sin promover la realización de una auditoría integral. Ello, de por sí, cuestiona la legitimidad política y, quizás, la legalidad de los procedimientos judiciales que actualmente se llevan a cabo en torno a los cerca de diecisiete mil seiscientos millones de dólares (\$17,600,000,000) de deuda de COFINA.⁸ Así, pues, e independientemente del resultado al que se llegue en el procedimiento judicial bajo el Título III de PROMESA, la aspiración de la Comisión Ciudadana es a que el presente informe nutra la discusión pública en torno a la deuda de COFINA y se convierta en una herramienta para promover la participación y movilización ciudadana sobre este tema.

⁸ *Informe Kobre & Kim*, supra nota 3, en la pág. 47.

II. ¿QUÉ ES COFINA? ¿CUÁNDO SE CREÓ?

Mediante la aprobación de la Ley Núm. 91-2006, como parte de la administración del gobernador Aníbal Acevedo Vilá, Puerto Rico creó el Fondo de Interés Apremiante.⁹ Dicha Ley reconoce la existencia de un *déficit estructural*¹⁰ en el presupuesto de Puerto Rico y se compromete a aprobar una reforma futura que aumente los recaudos contributivos del Estado entre trescientos cincuenta (\$350,000,000) y cuatrocientos millones de dólares (\$400,000,000), mientras requiere una reducción en el presupuesto gubernamental de no menos de trescientos cincuenta millones de dólares (\$350,000,000) durante los tres años subsiguientes a la aprobación de la ley.¹¹

A tales efectos, la Ley creó un Fondo que se nutriría de los recaudos del impuesto sobre ventas y uso (en adelante, IVU) que sería eventualmente aprobado.¹² El IVU es un impuesto regresivo, del tipo que generalmente impacta desproporcionadamente a los sectores más vulnerables, debido a que estos vienen obligados a gastar en bienes y servicios un porcentaje más alto de sus ingresos que los sectores más acaudalados.¹³ Peor aún, según la Ley Núm. 91-2006, los recaudos

⁹ Art. 2, Ley Núm. 91-2006.

¹⁰ Véase *Diccionario de la Deuda: Déficit Estructural*, ESPACIOS ABIERTOS, disponible en <http://espaciosabiertos.org/diccionario/deficit-estructural-2/> (definiendo la frase como “una insuficiencia de ingresos para cubrir los gastos que se proponen en el presupuesto anual y que persiste por un largo periodo de tiempo”).

¹¹ Art. 5, Ley Núm. 91-2006.

¹² El impuesto general de ventas y uso fue finalmente creado en virtud de la Ley de Justicia Contributiva de 2006, Ley Núm. 117-2006. Originalmente, el mismo era de un 7%. Posteriormente, mediante la aprobación de la Ley Núm. 72-2015, el IVU fue aumentado a un 11.5%.

¹³ Véase José I. Alameda Lozada, *IVU e IVA, comparación errada*, EL NUEVO DÍA, 7 de marzo de 2015, disponible en <https://www.elnuevodia.com/opinion/columnas/ivueivacomparacionerrada->

del IVU no serían utilizados para el desarrollo de proyectos de envergadura y beneficio para el país, sino para “[p]agar los anticipos a ser efectuados por el Banco Gubernamental de Fomento de conformidad con la Ley para la Imposición de Contribución Extraordinaria de 2006”, “[p]agar o refinanciar la *deuda extraconstitucional*¹⁴ existente al 30 de junio de 2006”.¹⁵ Además, cualquier exceso en los estimados de recaudos del IVU sería utilizado para “absorber los costos de planes de retiro temprano de los Sistemas de Retiro de los Empleados del Estado Libre Asociado”, y “amortizar la deuda existente al 30 de junio de 2006 con el Sistema de Retiro de Maestros y el Sistema de Retiro de los Empleados del Estado Libre Asociado y la Judicatura, y en dicho orden preferente”.¹⁶ Así, mediante la creación del Fondo de Interés Apremiante y el IVU, ***se creó un mecanismo de tributación que, en pro de garantizar una fuente de pago a un grupo de bonistas, castiga a los sectores más empobrecidos del país.***

El Fondo inicialmente sería administrado por el BGF y el Secretario del Departamento de Hacienda.¹⁷ Sin embargo, mediante la Ley Núm. 291-2006, dicho

columna-2016519/ (expresando que “[e]l 50% del pago del IVU recae sobre las familias con menos de \$33,000 de ingreso”).

¹⁴ Cuando se alude a la deuda extraconstitucional del Gobierno, usualmente se refiere a aquella deuda no garantizada por “la buena fe, el crédito y el poder de imponer contribuciones del Estado Libre Asociado de Puerto Rico”. CONST. ELA, Art. VI, § 2. Dicho de otra forma, la deuda extraconstitucional se refiere a deuda cuyo repago no está garantizado por la Constitución de Puerto Rico. Véase también *Diccionario de la Deuda: Deuda Extraconstitucional*, ESPACIOS ABIERTOS, disponible en <http://espaciosabiertos.org/diccionario/deficit-estructural-2/> (definiendo la frase como “[a]quella deuda incurrida por el Gobierno para cuyo pago no se compromete el poder de imponer impuestos del Estado”).

¹⁵ Art. 3, Ley Núm. 91-2006 (énfasis suplido).

¹⁶ *Id.*

¹⁷ Art. 2, Ley Núm. 91-2006.

fondo se transferiría a la Corporación del Fondo de Interés Apremiante de Puerto Rico (COFINA), una entidad cuya creación fue autorizada por la Ley, como “subsidiaria del [BGF], creada con el propósito de emitir bonos o utilizar otros mecanismos de financiamiento para pagar o refinanciar la deuda extraconstitucional del Estado Libre Asociado de Puerto Rico existente al 30 de junio de 2006”.¹⁸

Mediante la Ley Núm. 291-2006, además, se dispuso que el fondo de interés apremiante se nutriría de los siguientes recaudos del IVU:

(a) Los primeros recaudos del impuesto sobre ventas y uso, en adelante “Impuesto”, aprobado por la “Ley de Justicia Contributiva de 2006”, Ley Núm. 117 de 4 de julio de 2006, correspondiente al Estado Libre Asociado de Puerto Rico¹⁹ hasta la siguiente cantidad: (i) el producto de la cantidad del “Impuesto” recaudada durante dicho año fiscal multiplicado por una fracción cuyo numerador será uno por ciento (1%) y cuyo denominador será la tasa contributiva de dicho impuesto, dicha fracción siendo el uno por ciento (1%) del “Impuesto”, o (ii) la Renta Fija aplicable,^[20] lo que sea mayor.

¹⁸ Art. 1, Ley Núm. 291-2006.

¹⁹ Para ese entonces, el recaudo del IVU correspondiente al Estado Libre Asociado de Puerto Rico actualmente era de un 5.5% del 7%. Actualmente, dicha cifra asciende al 10.5% del 11.5%. Art. 21, Ley Núm. 72-2015.

²⁰ La misma Ley establecía la “Renta Fija” de la siguiente manera:

Para propósitos del Artículo 2(a) no existirá Renta Fija para el Año Fiscal 2006-2007. La Renta Fija aplicable a partir del Año Fiscal 2007-2008 será de ciento setenta millones (170,000,000) de dólares. La Renta Fija aplicable a años fiscales subsiguientes será la Renta Fija aplicable al año fiscal anterior más un cuatro por ciento (4%) o el aumento en por ciento del presupuesto aprobado con el del año anterior si éste es mayor al cuatro por ciento (4%). A modo de ejemplo, la Renta Fija aplicable al Año Fiscal 2008-2009 será de ciento setenta y seis millones, ochocientos mil (176,800,000) dólares, la cual es igual a la suma de la Renta Fija aplicable al Año Fiscal 2007-2008 más el cuatro por ciento (4%) o el aumento en por ciento del presupuesto aprobado con el del año anterior si éste es mayor al cuatro por ciento (4%) de dicha Renta Fija. La Renta Fija para cualquier año fiscal provendrá de la porción correspondiente al Estado Libre Asociado de Puerto Rico de los primeros recaudos del “Impuesto”.

Id.

(b) Los recaudos generados por el Impuesto que excedan del estimado anual de recaudos a ser generados por dicho impuesto en la Resolución Presupuestaria de dicho año fiscal luego de haberse aplicado los recaudos identificados en la cláusula (a) anterior.²¹

El Artículo 3 de la Ley Núm. 291-2006 dispuso, además, que si los recaudos del IVU eran menores que la Renta Fija, el Secretario de Hacienda estaba autorizado para “cubrir tal deficiencia de cualesquiera fondos disponibles”, al igual que, “como una medida especial para manejar el flujo de efectivo cuando no tenga otra alternativa, . . . tomar un préstamo del BGF para cubrir tal deficiencia”.²² De esta manera, el Estado aseguraba una cantidad que aumentaría anualmente en un cuatro por ciento (4%), para, entre otras cosas, garantizar el pago de la deuda de COFINA.

Por otra parte, la Ley Núm. 291-2006 autoriza a COFINA a utilizar los recaudos del fondo de interés apremiante para el financiamiento y refinanciamiento de la deuda extraconstitucional, “incluyendo cantidades adeudadas al BGF, y las obligaciones incurridas bajo cualquier tipo de contrato de financiamiento, garantía o contrato de intercambio de tasas de interés (“interest rate swaps”) otorgados con relación a bonos emitidos para financiar o refinanciar dicha deuda”.²³

Relacionado a lo anterior, la Ley Núm. 291-2006 estableció que dichas partidas del IVU al Fondo de Interés Apremiante nunca llegarán a las arcas del gobierno, como cualquier otro impuesto, es decir, “no ingresará[n] al Tesoro de Puerto Rico, ni constituirá[n] recursos disponibles del Estado Libre Asociado de

²¹ *Id.*

²² Art. 3, Ley Núm. 291-2006.

²³ Art. 2, Ley Núm. 291-2006.

Puerto Rico, ni estará disponible para el uso del Secretario” de Hacienda.²⁴ Curiosamente, pese a que el objetivo principal del fondo era saldar la deuda extraconstitucional, el Artículo 2 de la Ley Núm. 291-2006 dispuso que “[l]os bonos y otras obligaciones de “COFINA” no constituirán una obligación o deuda del Estado Libre Asociado de Puerto Rico, ni de sus otras instrumentalidades. Tampoco será responsable el Estado Libre Asociado de Puerto Rico, ni sus otras instrumentalidades públicas, por el pago de dichos bonos u obligaciones, los cuales no gozarán de la entera fe y crédito ni del poder del Gobierno para imponer contribuciones”.²⁵ Dicho de otra manera, si bien el Estado creó el fondo de interés apremiante con el fin de saldar la deuda extraconstitucional existente hasta el 30 de junio de 2006, ***la entidad creada en virtud de dicho esquema fue autorizada a emitir nueva deuda extraconstitucional*** que, como veremos más adelante, casi terminó triplicándola.

Aunque la Ley Núm. 291-2006 había autorizado su creación, COFINA finalmente se crea mediante la Ley Núm. 56-2007, como una corporación pública adscrita al BGF.²⁶ La entidad se creó “con el propósito de emitir bonos y utilizar otros mecanismos de financiamiento para pagar o refinanciar, directa o indirectamente, toda o parte de la deuda extraconstitucional del Estado Libre Asociado de Puerto Rico existente al 30 de junio de 2006 y el interés pagadero sobre

²⁴ Art. 1, Ley Núm. 291-2006.

²⁵ Art. 2, Ley Núm. 291-2006.

²⁶ Art. 1, Ley Núm. 56-2007. La Ley, además, indicó que la Junta de Directores de COFINA sería la Junta de Directores del BGF. *Id.*

ésta, utilizando como fuente de repago la porción del impuesto que se deposita en el Fondo de Interés Apremiante bajo las disposiciones del Artículo 3(a) de esta Ley”.²⁷

La Ley Núm. 56-2007, además, aumentó la Renta Fija para nutrir el Fondo de Interés Apremiante, de ciento setenta millones de dólares (\$170,000,000.00) a ciento ochenta y cinco millones de dólares (\$185,000,000.00) para el Año Fiscal 2007-2008, con incrementos anuales en un cuatro por ciento (4%).²⁸ La Ley también transfiere a COFINA todos los dineros del Fondo de Interés Apremiante recaudados a través del IVU.²⁹

Al igual que la Ley Núm. 291-2016, la Ley Núm. 56-2007 utiliza un lenguaje particularmente protector de los derechos o reclamos de tenedores de bonos. Así, por ejemplo, ambas leyes incluyen un pasaje mediante el cual “[e]l Estado Libre Asociado de Puerto Rico . . . acuerda y se compromete con cualquier persona, firma o corporación o con cualquier agencia de los Estados Unidos de América o de cualquier Estado o del Estado Libre Asociado de Puerto Rico que suscriban o adquieran bonos de COFINA, a no limitar ni restringir los derechos o poderes que por la presente se confieren en esta Ley o los derechos de COFINA a cumplir con sus acuerdos con los tenedores de los bonos, hasta tanto dichos bonos, de cualquier fecha

²⁷ *Id.*

²⁸ Art. 2, Ley Núm. 56-2007 (“Para propósitos del Artículo 3(a) no existirá Renta Fija para el Año Fiscal 2006-2007. La Renta Fija aplicable al Año Fiscal 2007-2008 será de ciento ochenta y cinco millones (185,000,000) de dólares. La Renta Fija aplicable a años fiscales subsiguientes será la Renta Fija aplicable al año fiscal anterior más un cuatro por ciento (4%). A modo de ejemplo, la Renta Fija aplicable al Año Fiscal 2008-2009 será de ciento noventa y dos millones, cuatrocientos mil (192,400,000) dólares, la cual es igual a la suma de la Renta Fija aplicable al Año Fiscal 2007-2008 más el cuatro por ciento (4%). La Renta Fija para cualquier año fiscal provendrá de la porción correspondiente al Estado Libre Asociado de Puerto Rico de los primeros recaudos del Impuesto”).

²⁹ *Id.*

sean, conjuntamente con los intereses sobre los mismos, totalmente solventados y retirados”.³⁰ De hecho, en un pasaje de dudosa validez constitucional, dado que representa una limitación al poder de actuación de una Asamblea Legislativa futura, ambas leyes expresan que “[n]inguna enmienda a la Ley Núm. [91-2006], según enmendada, menoscabará obligación alguna o compromisos de COFINA”.³¹

Finalmente, el Artículo 6 de la Ley Núm. 56-2007 añade que “[n]inguna disposición de esta Ley se interpretará o se aplicará de tal manera que menoscabe los derechos de los tenedores de bonos o pagarés que constituyan deuda pública del Estado Libre Asociado de Puerto Rico bajo las disposiciones de la Sección 2 del Artículo VI de la Constitución del Estado Libre Asociado de Puerto Rico”.³² Dicha disposición resulta un tanto confusa. De una parte, la propia Ley establece que los bonos de COFINA no estaban garantizados con las disposiciones de la Constitución de Puerto Rico.³³ De otra, los bonos de COFINA estarían asegurados con una partida significativa de los recaudos del IVU, un impuesto creado en virtud de los poderes constitucionales del Gobierno de Puerto Rico bajo la misma Sección 2 del Artículo VI de la Constitución.³⁴ Sin embargo, esos recaudos, ahora transferidos a un fondo de interés apremiante en manos de COFINA, serían utilizados para pagar la deuda de COFINA, y no la deuda de otros bonos, como los de obligaciones

³⁰ Art. 4, Ley Núm. 56-2007.

³¹ *Id.*

³² Art. 6, Ley Núm. 56-2007.

³³ Art. 3, Ley Núm. 56-2007.

³⁴ Según la disposición constitucional en cuestión, esos bonos están garantizados con “la buena fe, el crédito y el poder de imponer contribuciones del Estado Libre Asociado de Puerto Rico”. CONST. ELA, Art. VI, § 2.

generales. Ello, en principio, parecería estar en abierta contradicción con la disposición constitucional que garantiza el pago a bonos de obligaciones generales con los impuestos y recursos disponibles.

Mediante la Ley Núm. 1-2009 y la Ley Núm. 7-2009, aprobadas por la administración del gobernador Luis Fortuño Buset, el Gobierno enmendó la Ley orgánica de COFINA para, entre otras cosas, autorizar el uso de los fondos provenientes de sus emisiones de bonos para nuevos fines. En específico, además de los usos mencionados previamente, las leyes autorizan el uso de tales fondos para:

- (ii) pagar toda o parte de la deuda del Secretario de Hacienda con el Banco Gubernamental de Fomento para Puerto Rico por la cantidad de \$1,000 millones que se utilizó para financiar el déficit presupuestario del año fiscal 2008-2009,
- (iii) pagar todo o parte de los financiamientos otorgados al Secretario de Hacienda hasta el 31 de diciembre de 2008 por el Banco Gubernamental de Fomento para Puerto Rico pagaderos de emisiones futuras de bonos de obligación general del Estado Libre Asociado de Puerto Rico, y cualquier deuda sin fuente de repago o pagadera de asignaciones presupuestarias del Estado Libre Asociado de Puerto Rico existente al 31 de diciembre de 2008,
- (iv) pagar todas o parte de las cuentas por pagar a suplidores del Estado Libre Asociado de Puerto Rico,
- (v) pagar o financiar gastos operacionales del Gobierno del Estado Libre Asociado de Puerto Rico correspondientes a los años fiscales 2008-09, 2009-10, y 2010-11,
- (vi) pagar o financiar gastos operacionales del Gobierno del Estado Libre Asociado de Puerto Rico correspondientes al año fiscal 2011-2012, los cuales se incluirán dentro del presupuesto anual del Gobierno de Puerto Rico,
- (vii) generar fondos para nutrir el Fondo de Estímulo Económico de Puerto Rico que se establece bajo el Artículo 6 de esta Ley, y
- (viii) nutrir el Fondo de Emergencia del Estado Libre Asociado de Puerto Rico para atender gastos que surjan como resultado de algún evento catastrófico como huracanes o inundaciones.

(ix) generar fondos para nutrir el Fondo de Cooperación Económica y Alternativas para Empleados Públicos.³⁵

Visto de esta manera, mediante ambas medidas, el Estado amplió la lista de usos de los bonos de COFINA. Si antes estos estarían destinados casi exclusivamente para el pago de la llamada deuda extraconstitucional, ahora dichas emisiones podrían ser utilizadas para, entre otras cosas, balancear los presupuestos del Gobierno de Puerto Rico, actuación que, como se discutirá posteriormente, podría ser violatoria de la cláusula sobre presupuestos balanceados de la Constitución de Puerto Rico.³⁶

Además, ambas leyes aumentaron la cantidad de los recaudos del IVU a depositar en el Fondo de Interés Apremiante.³⁷ Específicamente, mediante ambas

³⁵ Art. 1, Ley Núm. 1-2009; Art. 49, Ley Núm. 7-2009.

³⁶ Const. ELA, Art. VI § 7 (“Las asignaciones hechas para un año económico no podrán exceder de 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”).

³⁷ Específicamente, la Ley Núm. 7-2009 definió la fórmula de la siguiente manera: “[e]l producto de la cantidad del impuesto recaudada durante dicho año fiscal multiplicado por una fracción cuyo numerador será el dos punto setenta y cinco por ciento (2.75%) y cuyo denominador será la tasa contributiva de dicho impuesto, dicha fracción siendo denominada de aquí en adelante como “el dos punto setenta y cinco por ciento (2.75%) del Impuesto”, o (ii) la Renta Fija aplicable, lo que sea mayor”. Art. 50, Ley Núm. 7-2009. Previamente, la Ley Núm. 1-2009 había aumentado el numerador de 1% a 2%. Art. 2, Ley Núm. 1-2009.

La Ley Núm. 1-2009 también aumentó el cómputo de la Renta Fija, la cual ahora estaría compuesta por la suma de la Renta Fija Original, según definida por la Ley Núm. 56-2007, y la Renta Fija Adicional, añadida en la Ley Núm. 1-2009. Esta última quedó definida de la siguiente manera:

La Renta Fija Adicional para los años fiscales 2006-2007, 2007-2008, y 2008-2009 será igual a cero (0) dólares. La Renta Fija Adicional para el año fiscal 2009-2010 será igual a doscientos millones noventa y seis mil (200,096,000) de dólares. La Renta Fija Adicional para cada año fiscal posterior será igual a la Renta Fija Adicional para el año fiscal anterior más cuatro por ciento (4%), hasta el año fiscal en que la suma de la Renta Fija Original y la Renta Fija Adicional sea igual a mil ochocientos cincuenta millones (1,850,000,000) de dólares (“Año Máximo”). La Renta Fija Adicional para cada año fiscal posterior al Año Máximo se reducirá a aquella cantidad necesaria para que la suma de la Renta Fija Original y la Renta Fija Adicional sea igual a mil ochocientos cincuenta millones (1,850,000,000) de dólares. La Renta Fija para

medidas se aumentó la cantidad mínima a remitir al Fondo de Interés Apremiante para garantizar el pago a los bonistas de COFINA para el año 2009-2010, de \$200,096,000 a \$550,264,000. Dicha cantidad, a su vez, continuaría aumentando en un cuatro por ciento (4%) todos los años, hasta alcanzar la cifra de \$1,850,000,000.

Según la Exposición de Motivos de la Ley Núm. 1-2009, el aumento era necesario para permitir que COFINA hiciera nuevas emisiones de bonos respaldadas por el aumento de ingresos asignados a dicha entidad.³⁸ Curiosamente, al aprobar la medida, la propia Asamblea Legislativa manifestó estar consciente “que los recursos del Estado Libre Asociado de Puerto Rico que permanecen disponibles después de dicho aumento para el pago de la deuda pública existente *superan* el margen que establece la Sección 2, Artículo VI de la Constitución del Estado Libre Asociado de Puerto Rico”.³⁹ En otras palabras, *la Asamblea Legislativa aprobó dicha ley a sabiendas de que la misma violaba el límite constitucional a la deuda.*

Finalmente, las leyes números 1-2009 y 7-2009 crearon fondos que se nutrirían de las emisiones de bonos de COFINA. En primer lugar, la Ley Núm. 1-2009 autorizó la creación de un Fondo de Estímulo Económico para Puerto Rico, que se utilizaría para “alivios a contribuyentes, estímulo a comercios e industrias,

cualquier año fiscal provendrá de la porción correspondiente al Estado Libre Asociado de Puerto Rico de los primeros recaudos del Impuesto.

Art. 2, Ley Núm. 1-2009. Posteriormente, la Ley Núm. 7-2009 aumentó la Renta Fija Adicional para el año fiscal 2009-2010 a “trescientos millones ciento sesenta y ocho mil (350,168,000) dólares”. Art. 50, Ley Núm. 7-2009.

³⁸ Exposición de Motivos, Ley Núm. 1-2009.

³⁹ *Id.* (énfasis suplido).

programas de adiestramiento, ayuda a empleados desplazados y cualesquiera otros fines que se dispongan mediante legislación”.⁴⁰ Por su parte, la Ley Núm. 7-2009 creó el Fondo Especial de Cooperación Económica y Alternativas para Empleados Públicos, que también se nutriría de las emisiones de bonos de COFINA, y se utilizaría para pagos a “los empleados públicos cesanteados a tenor con la misma”.⁴¹ Dicho de otra forma, mediante la creación de dicho Fondo, se autorizó el uso de las emisiones de bonos de COFINA para financiar los despidos de decenas de miles de empleados/as públicos/as autorizados por la Ley Núm. 7-2009. Además, cualquier remanente de dicho fondo sería utilizado para el “retiro de cualquier deuda del Estado Libre Asociado de Puerto Rico o la realización de cualquier mejora pública permanente aprobada por la Asamblea Legislativa y que esté pendiente de realizarse”.⁴²

Al final, COFINA fue creado como una entidad para emitir nueva deuda extraconstitucional, atada a parte de los recaudos del IVU, con el fin de pagar la deuda extraconstitucional existente al 30 de junio de 2006, que no estaba garantizada con alguna fuente de repago específica. Posteriormente, los usos de las emisiones de bonos de COFINA fueron ampliados para ser utilizados en el balance del presupuesto del país, así como para fondos y proyectos específicos, incluida la financiación de los despidos de la llamada Ley 7. Cómo se utilizó el dinero que nutrió estos fondos y cuáles fueron los proyectos financiados con los mismos son

⁴⁰ Art. 5, Ley Núm. 1-2009.

⁴¹ Art. 53.5, Ley Núm. 7-2009.

⁴² *Id.*

algunas de las preguntas que quedan sobre la mesa, dada la falta de transparencia del Gobierno en estos temas.

III. ¿CÓMO SE ACUMULÓ LA DEUDA PÚBLICA DE COFINA? ¿PARA QUÉ SE UTILIZÓ EL DINERO DE LAS EMISIONES DE BONOS DE DICHA ENTIDAD?

Según se reporta en el *Informe Kobre & Kim*, para el 30 de junio de 2006, la llamada deuda extraconstitucional del Gobierno de Puerto Rico ascendía a unos \$6,847 millones.⁴³ Sin embargo, COFINA emitió unos \$16,315,090,614.90 en nueva deuda extraconstitucional.⁴⁴ Los \$16,315 millones en deuda se emitieron a lo largo de varias emisiones de bonos de COFINA entre el 2007 y el 2011.⁴⁵ Al presente, con intereses acumulados hasta la fecha, la deuda asciende a \$17,580 millones.⁴⁶ Dicho de otra forma, ***mediante un esquema alegadamente creado para saldar la deuda extraconstitucional, el Gobierno emitió nueva deuda extraconstitucional que excedió en casi tres (3) veces la cifra adeudada al momento de su creación.***

Una cantidad significativa de los bonos de COFINA eran bonos de apreciación de capital (*Capital Appreciation Bonds*, o CABs, por sus siglas en inglés). Los CABs son un tipo de bonos en los que el principal y los intereses no se pagan paulatinamente, sino que se saldan en un solo pago, a la fecha de vencimiento del bono. En estos casos, los intereses se acumulan y añaden al principal, lo que hace

⁴³ *Informe Kobre & Kim*, *supra* nota 3, en la pág. 158.

⁴⁴ *Id.* en las págs. 179-180, 186-188.

⁴⁵ Las emisiones de bonos fueron las 2007A, 2007B, 2007C, 2008A, 2009A, 2009B, 2009C, 2010A, 2010C, 2010D, 2010E, 2011A-1, 2011A-2, 2011B, 2011C y 2011D. Hubo otra emisión de bonos en el 2010, la 2010B, que se emitió como una nota de anticipación de bonos.

⁴⁶ *Informe Kobre & Kim*, *supra* nota 3, en la pág. 160.

que el principal crezca a lo largo del tiempo.⁴⁷ A manera de ejemplo, para la primera emisión de bonos de COFINA (Serie 2007A), se emitieron sobre \$1,666 millones en CABs, algunos de los cuáles tenían fechas de vencimiento entre el 2048 y el 2056. En los CABs con esas fechas de vencimiento, el principal fue de poco más de 876 millones de dólares. Sin embargo, al momento de vencimiento, el pago ascendería a sobre 8,821 millones de dólares, o sobre diez (10) veces el principal.⁴⁸ ***Más de una tercera parte de la deuda de COFINA, \$6,155 millones, son CABs.***⁴⁹ Un informe del *Refund America Project* estima que ***el pago por dichos CABs ascendería a más de siete (7) veces el principal.***⁵⁰

Según los informes oficiales de las emisiones de COFINA de los años 2007 y 2008, el dinero recibido fue utilizado para el pago de deuda extraconstitucional, así como para el pago a los *underwriters* y de otros gastos de las emisiones.⁵¹ Dicho de otra forma, mediante esas emisiones de bonos, el Gobierno pagó deuda extraconstitucional preexistente con nueva deuda extraconstitucional. Sin embargo, ambas deudas extraconstitucionales no son iguales. Mientras la deuda a ser saldada no estaba garantizada y dependía para su pago, por ejemplo, de que las

⁴⁷ Véase *Diccionario de la Deuda: Bonos de Apreciación de Capital (Capital Appreciation Bonds)*, ESPACIOS ABIERTOS, disponible en <http://espaciosabiertos.org/diccionario/bonos-de-apreciacion-de-capital-capital-appreciation-bonds/>.

⁴⁸ Véase Official Statement, Emisión COFINA (Serie 2007A), en la pág. 14.

⁴⁹ *Informe Kobre & Kim*, *supra* nota 3, en la pág. 47.

⁵⁰ Véase Saqib Bhatti & Carrie Sloan, *Puerto Rico's Payday Loans*, REFUND AMERICA PROJECT, 30 de junio de 2016, en <https://bibliotecavirtualpr.files.wordpress.com/2017/04/2016-2017-refund-america-debt-pr-english.pdf>. Véase también Saqib Bhatti & Carrie Sloan, *Down the Wells*, REFUND AMERICA PROJECT, 24 de abril de 2017, en <https://bibliotecavirtualpr.files.wordpress.com/2017/04/2016-2017-refund-america-debt-pr-english.pdf>.

⁵¹ Véase Official Statements, Emisiones COFINA (Serie 2007A, 2007B, 2007C, 2008A).

corporaciones públicas deudoras tuvieran ganancias, los bonos que se utilizaron para ‘saldarla’ están ‘garantizados’ por una partida de los recaudos del IVU. Y, peor aún, una cantidad considerable de esta nueva deuda fue emitida en forma de CABs, con términos de repago mucho más onerosos que los originales.

Por otra parte, el principal de las emisiones de COFINA incluye un total de \$227,874,112.40 por concepto de pagos a *underwriters* y gastos legales, financieros y administrativos.⁵² A continuación un desglose de los usos anunciados para los fondos de las emisiones de bonos de COFINA, según surge de los informes oficiales de cada una de las emisiones:⁵³

2007A:

Pago deuda extraconstitucional	\$2,594,848,882.83
<i>Underwriter</i> , gastos de financiamiento, legales, seguros, etc.	\$92,610,777.62

2007B:

Pago deuda extraconstitucional	\$1,314,816,190.78
<i>Underwriter</i> , gastos de financiamiento, legales, seguros, etc.	\$15,433,165.82

2007C:

Pago deuda extraconstitucional	\$496,772,145.61
<i>Underwriter</i> , gastos de financiamiento, legales, seguros, etc.	\$3,224,482.29

2008A:

Pago deuda extraconstitucional	\$732,292,769.25
Cuota del principal	\$2,948,187.97
Gastos de financiamiento, legales, seguros, etc.	\$1,806,035.13

⁵² Véase Official Statements, Emisiones COFINA (Serie 2007A, 2007B, 2007C, 2008A, 2009A, 2009B, 2009C, 2010A, 2010C, 2010D, 2010E, 2011A-1, 2011A-2, 2011B, 2011C, 2011D).

⁵³ Véase Official Statements, Emisiones COFINA (Serie 2007A, 2007B, 2007C, 2008A, 2009A, 2009B, 2009C, 2010A, 2010C, 2010D, 2010E, 2011A-1, 2011A-2, 2011B, 2011C, 2011D).

2009A:	
Depósito al Fondo de Proyecto de COFINA ⁵⁴	\$4,055,391,182.25
<i>Underwriter</i> , gastos de financiamiento, legales, seguros, etc.	\$31,340,786.40
Descuento neto en la emisión original	\$31,421,731.35
2009B:	
Depósito al Fondo de Proyecto de COFINA	\$1,175,404,206.93
Intereses capitalizados al 1 de noviembre de 2009	\$20,822,668.99
<i>Underwriter</i> , gastos de financiamiento, legales, seguros, etc.	\$21,688,923.28
2009C:	
Saldo de bonos pendientes de pago	\$183,638,334.25
Pagos de terminación de <i>swaps</i> ⁵⁵	\$58,456,346.00
<i>Underwriter</i> , gastos de financiamiento, legales, seguros, etc.	\$1,397,152.00
2010A:	
Depósito al Fondo de Proyecto de COFINA	\$1,728,226,051.01
Intereses capitalizados al 1 de febrero de 2012	\$49,734,613.10
<i>Underwriter</i> , gastos de financiamiento, legales, seguros, etc.	\$19,856,744.44
Descuento neto en la emisión original	\$25,939,862.75
2010C:	
Depósito al Fondo de Proyecto de COFINA	\$797,591,828.34
Depósito al Fondo de Garantía de COFINA ⁵⁶	\$750,297,165.00
Intereses capitalizados	\$59,708,780.12
<i>Underwriter</i> , gastos de financiamiento, legales, seguros, etc.	\$19,456,080.99
Descuento neto en la emisión original	\$9,850,742.15

⁵⁴ En virtud de la Resolución enmendada sobre emisiones de bonos de COFINA, el Fondo de Proyecto está compuesto por varias cuentas: (1) costos de emisiones, (2) intereses capitalizados, (3) ingresos de emisiones, (4) ganancias, (5) servicio a la deuda, (6) reserva servicio a la deuda, (7) amortización, y (8) descuentos. Puerto Rico Sales Tax Financing Corporation, *Amended and Restated Sales Tax Revenue Bond Resolution* (Aprobada el 13 de julio de 2007 y enmendada el 10 de junio de 2009) (Sección 502).

⁵⁵ Los *swaps* son instrumentos de intercambio de intereses mediante los cuales se transfiere el riesgo de las fluctuaciones de las tasas de interés entre el emisor de la deuda y sus acreedores. Véase *Informe Kobre & Kim, supra* nota 3, en la pág. 413. Entre 2004 y 2008, Puerto Rico suscribió unos \$9,000 millones en *swaps* con bancos de inversiones. Tales transacciones resultaron muy perjudiciales para el país y culminaron en el pago de \$1,085 millones para su terminación. *Id.* Véase también Joanisabel González, *Los “swaps” del BGF ahogan al erario*, EL NUEVO DÍA, 18 de septiembre de 2018, disponible en <https://www.elnuevodia.com/negocios/economia/nota/losswapsdelbgfahoganalerario-2447826/#>.

⁵⁶ En virtud de la Resolución enmendada sobre emisiones de bonos del IVU, el Fondo de Garantía de COFINA existe como mecanismo para asegurar el pago del principal de la deuda y sus intereses para las fechas de su cumplimiento. Puerto Rico Sales Tax Financing Corporation, *Amended and Restated Sales Tax Revenue Bond Resolution* (Aprobada el 13 de julio de 2007 y enmendada el 10 de junio de 2009) (Sección 1201).

2010D-E:	
Depósito al Fondo de Proyecto de COFINA	\$178,768,599.74
<i>Underwriter</i> , gastos de financiamiento, legales, seguros, etc.	\$3,421,400.26
2011A-1:	
Depósito al Fondo de Proyecto de COFINA	\$276,000,000.00
Depósito al Fondo de Garantía de COFINA	\$84,336,559.25
Intereses capitalizados	\$35,217,791.05
<i>Underwriter</i> , gastos de financiamiento, legales, seguros, etc.	\$3,896,920.24
Descuento neto en la emisión original	\$33,521.30
2011A-2: ⁵⁷	
Saldo de bonos pendientes de pago	\$337,037,187.75
2011B:	
Depósito al Fondo de Garantía de COFINA	\$44,881,495.53
Intereses capitalizados	\$1,991,522.74
<i>Underwriter</i> , gastos de financiamiento, legales, seguros, etc.	\$778,237.06
2011C:	
Pago de deuda de la Corporación para el Financiamiento Público	\$627,139,548.00
Pagos de terminación de <i>swaps</i>	\$400,616,000.00
Intereses capitalizados	\$1,854,420.52
<i>Underwriter</i> , gastos de financiamiento, legales, seguros, etc.	\$8,700,707.63
2011D:	
Pago de deuda de la Corporación para el Financiamiento Público	\$80,860,638.73
Pagos de terminación de <i>swaps</i>	\$10,000,000.00
<i>Underwriter</i> , gastos de financiamiento, legales, seguros, etc.	\$1,314,511.27
Totales:	
Pago deuda extraconstitucional	\$5,138,729,988.47
Saldo de bonos pendientes de pago	\$520,675,522.00
Pago de deuda de la Corp. para el Financiamiento Público	\$708,000,186.73
Pagos de terminación de <i>swaps</i>	\$469,072,346.00
Intereses capitalizados	\$169,329,796.52
Depósito al Fondo de Proyecto de COFINA	\$8,211,381,868.27
Depósito al Fondo de Garantía de COFINA	\$879,515,219.78
<i>Underwriter</i> , gastos de financiamiento, legales, seguros, etc.	\$227,874,112.40
Descuento neto en la emisión original	\$67,245,857.55

⁵⁷ El Official Statement para las emisiones Series 2011A-1 y 2011A-2 no incluye un desglose específico de los usos para la Serie 2011A-2, pero indica que la totalidad de los bonos serían utilizados para el saldo de deuda del Sistema de Retiro de Empleados del ELA y de la Autoridad para el Financiamiento de Infraestructura. Véase Official Statement, Emisiones COFINA (Serie 2011A-1, 2011A-2), en la pág. 42.

Como surge del desglose anterior, las emisiones de bonos de COFINA no han sido utilizadas para el financiamiento y/o desarrollo de proyectos de beneficio para el país. Por el contrario, \$7,005,807,839.72 fueron utilizados para el pago de deudas preexistentes e intereses capitalizados, mientras que otros \$1,174,635,189.73 fueron utilizados en pagos a los *underwriters*, gastos de las emisiones, fondos de aseguramiento de pago a bonistas y descuentos netos en las emisiones. El remanente de los fondos recibidos de las emisiones de COFINA fue utilizado para la subvención de gastos operacionales del Gobierno, mediante el cuadro de sus presupuestos,⁵⁸ así como para la financiación de los despidos de decenas de miles de empleados/as en virtud de la Ley Núm. 7-2009.

IV. ¿QUIÉNES SON LOS PRINCIPALES TENEDORES DE BONOS DE COFINA? ¿A QUÉ PRECIO ADQUIRIERON SUS BONOS?

Ni el Estado ni los bonistas han hecho pública alguna lista definitiva de tenedores de bonos de COFINA. Sin embargo, mediante los informes publicados dentro del procedimiento judicial bajo el Título III de PROMESA, es posible identificar algunos de las entidades con mayor cantidad de bonos de COFINA. En algunos casos, es interesante observar cómo la cantidad aumentó considerablemente los bonos de COFINA luego del paso del huracán María por Puerto Rico.

⁵⁸ Véase *Informe Kobre & Kim*, *supra* nota 3, en las págs. 186-188.

COFINA Senior	Agosto 2017	Oct./Nov. 2018	Diferencia
<i>GoldenTree Asset Management LP</i>	\$476,892,877	\$1,575,825,386	\$1,098,932,509 (230%)
<i>Tilden Park Capital Management LP</i>	\$456,923,721	\$549,122,809	\$92,199,088 (20%)
<i>Baupost Group</i> ⁵⁹	\$474,335,754	\$458,066,994	(\$16,268,760) (-3%)
<i>UBS</i> ⁶⁰	\$405,945,534	\$394,034,481	(\$11,911,053) (-3%)
<i>Oppenheimer Funds, Inc.</i>	\$651,963,000	\$391,438,532	(\$260,524,468) (-40%)
<i>Canyon Capital Advisors</i>	\$303,080,000	\$246,075,000	(\$57,005,000) (-19%)
<i>Santander Asset Management</i> ⁶¹	\$226,494,000	\$226,321,379	(\$172,621) (-0.1%)
<i>Aristeia Capital LLC</i>	\$102,590,000	\$209,080,000	\$106,490,000 (104%)
<i>Taconic Capital Advisors LP</i>	\$134,728,300	\$199,487,543	\$64,759,243 (48%)
<i>Old Bellows Partners LP</i>	\$213,338,900	\$168,990,018	(\$44,348,882) (-21%)
<i>Monarch Alternative Capital LP</i>	\$0	\$133,235,047	\$133,235,047
<i>Whitebox Advisors LLC</i>	\$125,229,463	\$138,527,028	\$13,297,565 (11%)
<i>Oz Management LP</i> ⁶²	\$0	\$123,095,000	\$123,095,000
<i>Scoggin Management LP</i>	\$59,716,100	\$54,425,100	(\$5,291,000) (-9%)
<i>Aurelius Capital Management LP</i>	\$0	\$51,295,000	\$51,295,000
<i>Silver Point Capital LP</i>	\$0	\$17,762,563	\$17,762,563
<i>Davidson Kempner Capital Management</i> ⁶³	\$0	\$12,620,000	\$12,620,000

⁵⁹ Baupost Group incluye a todas las empresas agrupadas bajo Decagon Holdings. Dicha entidad tiene bonos de COFINA acumulados en diez (10) empresas distintas, llamadas Decagon Holdings 1, LLC a Decagon Holdings 10, LLC. La cifra incluida en la tabla representa la cantidad total de bonos de todas las empresas.

⁶⁰ Los bonos de UBS se encuentran distribuidos a través de 22 fondos de inversión. La información está actualizada al 14 de agosto de 2018.

⁶¹ La información de esta entidad está actualizada al 15 de agosto de 2018.

⁶² La información de esta entidad está actualizada al 16 de agosto de 2018.

⁶³ La información de esta entidad está actualizada al 16 de agosto de 2018.

COFINA Junior	Agosto 2017	Oct./Nov. 2018	Diferencia
<i>Oppenheimer Funds, Inc.</i>	\$1,310,571,000	\$642,438,875	(\$668,132,125) (-51%)
<i>Baupost Group</i> ⁶⁴	\$442,143,440	\$452,270,680	\$10,127,240 (2%)
<i>Tilden Park Capital Management LP</i>	\$9,160,998	\$408,807,217	\$399,646,219 (4,362%)
<i>GoldenTree Asset Management LP</i>	\$110,360,264	\$265,906,557	155,546,293 (141%)
<i>Monarch Alternative Capital LP</i>	\$0	\$262,880,770	\$262,880,770
<i>Santander Asset Management</i> ⁶⁵	\$242,968,000	\$242,903,966	(\$64,034) (-0.02%)
<i>Silver Point Capital LP</i>	\$0	\$222,810,000	\$222,810,000
<i>UBS</i> ⁶⁶	\$212,597,944	\$200,800,542	(\$11,797,402) (6%)
<i>Aurelius Capital Management LP</i>	\$39,205,000	\$192,850,000	\$153,645,000 (392%)
<i>Taconic Capital Advisors LP</i>	\$22,011,988	\$191,231,194	\$169,219,206 (769%)
<i>Oz Management LP</i> ⁶⁷	\$0	\$104,225,142	\$104,225,142
<i>Aristeia Capital LLC</i>	\$4,435,000	\$86,865,000	\$82,430,000 (1,859%)
<i>Old Bellows Partners LP</i>	\$0	\$41,285,000	\$41,285,000
<i>Whitebox Advisors LLC</i>	\$28,289,093	\$29,603,668	\$1,314,575 (5%)
<i>Scoggin Management LP</i>	\$0	\$22,850,000	\$22,850,000
<i>Davidson Kempner Capital Management</i> ⁶⁸	\$0	\$16,200,000	\$16,200,000

⁶⁴ Baupost Group incluye a todas las empresas agrupadas bajo Decagon Holdings. Dicha entidad tiene bonos de COFINA acumulados en diez (10) empresas distintas, llamadas Decagon Holdings 1, LLC a Decagon Holdings 10, LLC. La cifra incluida en la tabla representa la cantidad total de bonos de todas las empresas.

⁶⁵ La información de esta entidad está actualizada al 15 de agosto de 2018.

⁶⁶ Los bonos de UBS se encuentran distribuidos a través de 22 firmas de inversión. La información está actualizada al 14 de agosto de 2018.

⁶⁷ La información de esta entidad está actualizada al 16 de agosto de 2018.

⁶⁸ La información de esta entidad está actualizada al 16 de agosto de 2018.

Uno de los elementos más significativos de la información compartida es la concentración de tenencia de bonos de COFINA. ***Diecisiete compañías⁶⁹ son dueñas de sobre \$8,333 millones de deuda senior o subordinada de COFINA, lo que representa un 47% del total de la deuda de dicha corporación pública.*** Dicha realidad demuestra que la mayoría de nuestros acreedores no son bonistas locales o pequeños bonistas, negociando con el Estado términos justos de reestructuración de la deuda.

Por otra parte, algunas compañías de fondos de cobertura, como *GoldenTree Asset Management, Tilden Park Capital Management, Aristeia Capital, Oz Management, Taconic Capital Advisors, Monarch Alternative Capital LP, Aurelius Capital Management LP* y *Silver Point Capital LP*, aumentaron significativamente su tenencia de tanto bonos Senior como bonos Junior, o subordinados, de COFINA, luego del paso del huracán María por Puerto Rico. Tal desarrollo apoya la idea de que estos bonistas adquirieron sus bonos a un valor significativamente menor que su valor original, mientras el país se enfrentaba a una de las crisis humanitarias más catastróficas de su historia.

Relacionado con lo anterior, un informe reciente publicado por *Little Sis* explica que muchas de estas compañías de fondos de cobertura adquirieron sus bonos de COFINA entre el 2014 y el 2016, cuando el valor de los bonos COFINA senior rondaba los cincuenta y cinco (55) centavos por cada dólar. Así, ante un

⁶⁹ *GoldenTree Asset Management LP, Tilden Park Capital Management LP, Baupost Group, UBS, Oppenheimer Funds, Inc., Canyon Capital Advisors, Santander Asset Management, Aristeia Capital LLC, Taconic Capital Advisors LP, Old Bellows Partners LP, Monarch Alternative Capital LP, Whitebox Advisors LLC, Oz Management LP, Scoggin Management LP, Aurelius Capital Management LP, Silver Point Capital LP y Davidson Kempner Capital Management LP*

acuerdo de restructuración que propone pagar a los tenedores de bonos COFINA senior noventa y tres (93) centavos por cada dólar, el informe revela que, con el acuerdo, estos bonistas “estarían asegurando ganancias de sobre mil millones de dólares”.⁷⁰

Little Sis reporta que algo similar ocurre con los tenedores de bonos subordinados de COFINA. En este caso, el informe documenta que el valor de dichos bonos rondaba entre los cinco a los veintiocho (5-28) centavos por cada dólar entre octubre de 2017 y abril de 2018, cuando varias compañías cuadruplicaron sus bonos subordinados. Así, asumiendo un costo de adquisición promedio de estos bonos a quince (15) centavos por cada dólar, como parte del acuerdo de restructuración propuesto para la Junta se les asegura cincuenta y cuatro (54) centavos por cada dólar, estos bonistas están prestos a generar sobre \$332 millones en ganancias sobre la inversión, con los bonos subordinados.⁷¹

Visto de esta manera, no sólo la tenencia de bonos COFINA está cada vez más concentrada en un puñado de compañías, al extremo que sólo diecisiete (17) de ellas son dueñas de casi la mitad de la totalidad de la deuda de dicha corporación pública, sino que se trata de compañías que, en su inmensa mayoría, se exponen a generar cuantiosas ganancias de los acuerdos de restructuración de la deuda, a expensas de un país que seguirá obligado a continuar pagando el IVU por al menos

⁷⁰ Abner Dennis & Kevin Connor, *El Acuerdo de COFINA o las ganancias de los pocos (II)*, 80GRADOS, 23 de noviembre de 2018, disponible en <https://www.80grados.net/el-acuerdo-de-cofina-o-las-ganancias-de-los-pocos-ii/>.

⁷¹ *Id.*

cuarenta (40) años adicionales, con el único fin de satisfacer una deuda que nunca le benefició.

V. ¿CUÁNTO DE LOS RECAUDOS DEL IVU HAN IDO A COFINA? ¿CUÁNTO HA IDO AL PAGO DE BONISTAS?

Como se señaló anteriormente, el IVU fue creado, en parte, como un mecanismo de repago a los bonistas de COFINA. Mediante el IVU, Puerto Rico ha recaudado poco más de \$18,386 millones entre noviembre de 2006 y octubre de 2018.⁷² Dicho de otra forma, desde su creación, el IVU ha generado en recaudos más que el principal de los bonos de COFINA. De esos recaudos, poco más de \$6,860 millones fueron directos a COFINA, la mayoría de los cuales habrán sido utilizados para el pago de la deuda de bonos de la corporación. Así, de los gastos operacionales de COFINA no ser sustanciales, hecho apoyado por la estrecha relación operacional entre dicha entidad y el Banco Gubernamental de Fomento,⁷³ ya COFINA podría haber satisfecho más de dos quintas partes (2/5) del principal de la totalidad de bonos emitidos.⁷⁴

Por otra parte, la partida más grande de los recaudos del IVU, que asciende a aproximadamente \$10,969 millones, ha ido al fondo de obligación general. Se desconoce el uso que se le ha dado a estos fondos. ¿Se utilizaron estos recaudos para

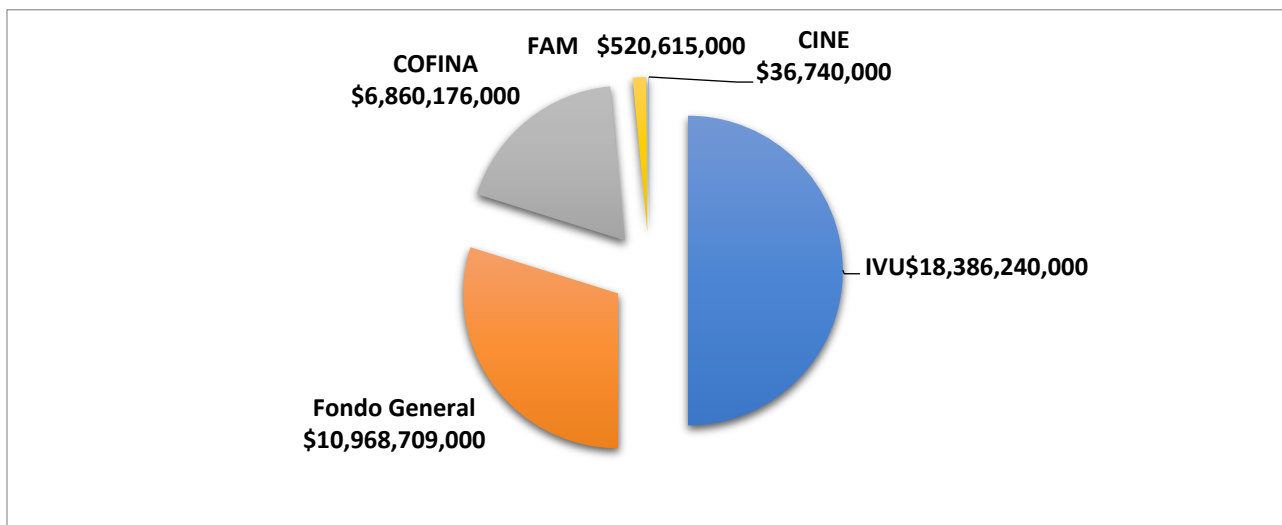
⁷² Para un desglose de los recaudos del IVU, véase Departamento de Hacienda, Ingresos del Impuesto sobre Ventas y Uso, disponible en <http://www.hacienda.gobierno.pr/inversionistas/estadisticas-y-recaudos-statistics-and-revenues/ingresos-del-impuesto-sobre-ventas-y-uso-ivu-sales-and-use-tax-sut-revenues>.

⁷³ Como se indicó anteriormente, COFINA es una corporación pública adscrita al BGF, y su Junta de Directores es la misma del BGF. Art. 1, Ley Núm. 56-2007.

⁷⁴ Lamentablemente, COFINA no ha hecho público cuánto del dinero recibido mediante los recaudos del IVU ha ido a pagos a bonistas.

el pago de otra deuda, como la de obligaciones generales? ¿Para qué se utilizó el resto? ¿Qué beneficios le trajo a la ciudadanía que pagó ese IVU? Lamentablemente, el Gobierno se ha negado a hacer pública esta información.

Distribución recaudos del IVU (entre noviembre 2006 y octubre 2018)⁷⁵



VI. ¿CUÁLES SON LAS PRINCIPALES PREOCUPACIONES EN TORNO A LA LEGALIDAD Y LA CONSTITUCIONALIDAD DE LA DEUDA DE COFINA?

A. La separación de una partida del IVU para el pago a bonistas de COFINA, en perjuicio de los bonistas de obligaciones generales

Las dudas en torno a la legalidad y/o constitucionalidad de las emisiones de bonos de COFINA, así como del esquema creado mediante la Ley Núm. 91-2006, según enmendada, fueron presentadas desde sus inicios. Desde marzo de 2006, el entonces Presidente del BGF, Alfredo Salazar Conde, hizo alusión en un correo

⁷⁵ El FAM es el Fondo de Administración Municipal, creado en virtud de la Ley Núm. 18-2014, bajo la custodia y administración del BGF. Según dicha ley, los fondos del FAM deben ser transferidos al Fondo de Desarrollo Municipal, al Fondo de Redención Municipal y al Fondo de Mejoras Municipales de los municipios. Sección 3, Ley Núm. 18-2014. El Cine se refiere al Fondo para el Desarrollo del Cine.

electrónico a una opinión de un/a abogado/a de la entidad que indicaba que privar a los bonistas de los recaudos del IVU violaría los Artículos VI, Secciones 2 y 8 de la Constitución de Puerto Rico,⁷⁶ que garantizan el pago a bonistas de obligaciones generales con “la buena fe, el crédito y el poder de imponer contribuciones del Estado Libre Asociado de Puerto Rico”, y que priorizan el pago de intereses y la amortización de la deuda cuando los recaudos del Gobierno no excedan sus gastos.⁷⁷ Según este razonamiento, al crear el IVU, el Estado no podía separar una partida para el pago de emisiones de bonos de COFINA, pues estaría privando a los bonistas de obligaciones generales de dichos recursos del gobierno.

De manera similar, el hasta entonces principal asesor legal del Banco Gubernamental de Fomento, *Sidley Austin, LLP*, expresó serios reparos en mayo de 2007 en torno a la constitucionalidad del esquema de COFINA, siguiendo el mismo razonamiento que la opinión anterior, lo que llevó al Gobierno a procurar otra opinión que defendiera la validez del esquema de uso de recaudos del IVU.⁷⁸ Específicamente, *Sidley Austin* cuestionó la legalidad de crear un impuesto para garantizar el pago de nuevas emisiones de bonos, privando de esos recaudos a los tenedores de bonos previamente emitidos por el Gobierno.⁷⁹ De hecho, en los meses previos a la primera emisión de bonos de COFINA, *Sidley Austin* se negó a emitir una opinión legal, requerida por los *underwriters*, avalando la constitucionalidad del

⁷⁶ CONST. ELA, Art. VI, §§ 2, 8.

⁷⁷ *Informe Kobre & Kim*, *supra* nota 3, en las págs. 164-65.

⁷⁸ El otro bufete consultado fue *Hawkins Delafield & Wood LLP*, quien emitió un memorando en el que avaló la constitucionalidad del esquema de COFINA. *Informe Kobre & Kim*, *supra* nota 3, en las págs. 165-66.

⁷⁹ *Informe Kobre & Kim*, *supra* nota 3, en la pág. 165.

esquema y, además, propuso que se incluyera una oración en las advertencias legales de la declaración oficial de la emisión a los efectos de que no existía garantía de que, enfrentado a una controversia al respecto, el Tribunal Supremo de Puerto Rico avalaría que las partidas del IVU ‘reservadas’ para COFINA no serían recursos disponibles para el pago de deuda a los bonistas de obligaciones generales.⁸⁰ Ante su negativa, *Hawkins Delafield & Wood LLP* nuevamente emitió una opinión avalando la constitucionalidad del esquema de COFINA.⁸¹ Además, el entonces Secretario de Justicia, Roberto Sánchez Ramos, emitió una opinión escueta, a solicitud del BGF, avalando la constitucionalidad del esquema.⁸²

En atención a todo lo anterior, las declaraciones oficiales de las primeras emisiones de bonos de COFINA incluían el siguiente lenguaje:

Act 91 has not been challenged in any court of law and the Supreme Court of Puerto Rico has not expressed itself as to (i) the constitutionality of the transfer of the Pledged Sales Tax to the Corporation as provided in Act 91; or (ii) whether the Pledged Sales Tax constitutes available resources of the Commonwealth for purposes of Section 8 of Article VI of the Constitution.

Upon issuance of the Bonds, the Secretary of Justice of the Commonwealth of Puerto Rico (who acts as attorney general for the Commonwealth) will opine that (i) Act 91 is a valid enactment of law by the Commonwealth, (ii) the Pledged Sales Tax will not constitute “available resources” of the Commonwealth for any purpose, including for purposes of Section 8 of Article VI of the Constitution, and (iii) the Pledged Sales Tax cannot be applied to cover debt service of the Commonwealth’s general obligation bonds or guaranteed debt under

⁸⁰ *Informe Kobre & Kim*, supra nota 3, en la pág. 173-75.

⁸¹ Carta de *Hawkins Delafield & Wood LLP* a COFINA del 31 de julio de 2007. Véase también *Informe Kobre & Kim*, supra nota 3, en la pág. 175.

⁸² Opinión del Secretario de Justicia, Consulta Núm. 06-63-B (31 de julio de 2007).

the circumstances contemplated by Section 8 of Article VI of the Constitution.⁸³

A partir de las emisiones de bonos de COFINA en el 2009, el lenguaje de ‘no garantía’ propuesto por *Sidley Austin* fue incorporado a las declaraciones oficiales:⁸⁴

The Supreme Court of Puerto Rico has not addressed the constitutional issues covered in the 2009 Opinion and the 2007 Opinion and could reach a different conclusion. The Supreme Court of Puerto Rico, however, has consistently ruled that there is a presumption of constitutionality that attaches to every statute adopted by the Legislative Assembly and has further stated that opinions by the Secretary of Justice, although not binding, are entitled to persuasive weight. The Supreme Court of Puerto Rico has also stated that deference to the Legislative Assembly should be especially high in matters involving the use of public funds and the regulation of the economy, and that in these types of cases, the constitutionality of a statute will be upheld unless there is no rational relationship between the legislation and a legitimate government interest.

In connection with the issuance of the Series 2009A Bonds, Bond Counsel and Underwriters' Counsel have each opined to the Corporation that if the appropriate issues are properly presented for judicial decision, a court would hold that Act 91 validly transfers the Pledged Sales Tax, including the Commonwealth's right to receive the Pledged Sales Tax, to the Corporation, that the Pledged Sales Tax does not constitute “available resources including surplus” of the Commonwealth for purposes of the Constitutional Debt Priority Provisions, and that Act 91 validly provides that the Pledged Sales Tax is not available for use by the Secretary of the Treasury.

The opinions of Bond Counsel and Underwriters' Counsel described above expressly note that a court's decision regarding the matters upon which they are opining would be based on such court's own analysis and interpretation of the factual evidence before it and applicable legal principles. Thus, if a court reached a different result than that expressed in such opinions, such as that the exclusion of the Pledged Sales Tax from the definition of available resources for purposes the Constitutional Debt Priority Provisions is unconstitutional, it would not necessarily constitute reversible error. Consequently, the opinions

⁸³ Véase Official Statement, Emisiones COFINA (Serie 2007A, 2007B). Véase también Official Statement, Emisiones COFINA (Serie 2007C, 2008A) (utilizando lenguaje similar).

⁸⁴ Véase Official Statement, Emisiones COFINA (Serie 2009A, 2009B, 2009C, 2010A, 2010C, 2010D, 2010E, 2011A-1, 2011A-2, 2011B, 2011C, 2011D).

of Bond Counsel and Underwriters' Counsel described above are not a prediction of what a particular court (including any appellate court) that reached the issue on the merits would hold, but, instead, are the opinions of Bond Counsel and Underwriters' Counsel as to the proper result to be reached by a court applying existing legal rules to the facts properly found after appropriate briefing and argument and, in addition, are not a guarantee, warranty or representation, but rather reflect the informed professional judgment of Bond Counsel and Underwriters' Counsel as to specific questions of law.

To the extent that a court determines that the Pledged Sales Tax constitutes "available resources" for purposes of the Constitutional Debt Priority Provisions, the Pledged Sales Tax may have to be applied to the payment of principal and interest on the Commonwealth's public debt before being used to pay principal of and interest on the Bonds, including the Series 2009A Bonds. Should such application be required, the ratings on the Bonds may be adversely affected.⁸⁵

Aunque estos asuntos fueron inicialmente llevados a la atención de la Jueza Swain en el procedimiento judicial bajo el Título III de PROMESA, ésta no tuvo que pronunciarse sobre los mismos. Ello se debió a que las partes en ese procedimiento judicial, incluyendo al Gobierno, la Junta de Control Fiscal y los bonistas de COFINA y de bonos de obligación general llegaron a un acuerdo de restructuración sobre la deuda de COFINA. Nos preguntaríamos, ¿cómo estos supuestos grandes adversarios llegaron a un acuerdo? Más cuando técnicamente el acuerdo de plan de restructuración de COFINA, es entre el gobierno, la Junta y los acreedores de COFINA, no con otros bonistas. Dicho acuerdo, es producto de que diversas compañías de fondos de cobertura han diversificado su cartera de bonos de Puerto Rico, y ahora son tenedoras de tanto bonos de COFINA como bonos de obligación general. Así, por ejemplo, los informes publicados dentro del procedimiento judicial bajo el Título III de PROMESA revelan que algunas de las principales tenedoras de

⁸⁵ Official Statement, Emisión COFINA (Serie 2009A), en la pág. 32.

bonos de Puerto Rico ostentan tanto bonos de COFINA como bonos de obligación general:

<i>Oppenheimer Funds</i>	\$2,544 millones en bonos de COFINA, de la Autoridad de Energía Eléctrica (AEE), de la Autoridad de Carreteras y Transportación (ACT), el Sistema de Retiro, y del ELA
<i>GoldenTree Asset Management</i>	\$2,478 millones en bonos de COFINA, la AEE, la ACT y del ELA
<i>UBS</i> ⁸⁶	\$1,333 millones en bonos de COFINA, el Sistema de Retiro, la AEE, la ACT y del ELA
<i>Tilden Park Investment</i>	\$958 millones en bonos de COFINA y del ELA
<i>Canyon Capital Advisors</i>	\$834 millones en bonos de COFINA y del ELA
<i>Monarch Alternative Capital</i>	\$828 millones en bonos de COFINA, la ACT y del ELA
<i>Aurelius Capital Management</i>	\$680 millones en bonos de COFINA, de la ACT y del ELA
<i>Silver Point Capital LP</i>	\$628 millones en bonos de COFINA, de la AEE y del ELA
<i>Taconic Capital Advisors</i>	\$488 millones en bonos de COFINA y del ELA
<i>Santanter Asset Management</i>	\$477 millones en bonos de COFINA, de la ACT y del ELA
<i>Oz Management LP</i> ⁸⁷	\$463 millones en bonos de COFINA y de obligación general

⁸⁶ Los bonos de UBS se encuentran distribuidos a través de 22 fondos de inversión. La información está actualizada al 14 de agosto de 2018.

⁸⁷ La información de esta entidad está actualizada al 16 de agosto de 2018.

*Davidson Kempner Capital*⁸⁸ \$454 millones en bonos de COFINA, de la AAA y del ELA

Evidentemente, al ser tenedoras de ambas categorías de bonos, estas compañías no tendrían gran incentivo en adelantar argumentos dirigidos a examinar la constitucionalidad de partes de la deuda de la que son acreedoras. De esta manera, el interés público en no pagar deuda sin auditar, y mucho menos sin que se examine su legalidad y constitucionalidad, cedió ante la voluntad de las partes en el procedimiento judicial bajo el Título III de PROMESA.

B. Las violaciones a la cláusula de presupuestos balanceados

Un asunto relacionado, pero no considerado por las opiniones antes citadas, es si las emisiones de bonos de COFINA violan la cláusula de presupuestos balanceados de la Constitución de Puerto Rico. Sobre este particular, la Sección 7 del Artículo VI de la Constitución establece que “[l]as asignaciones hechas para un año económico no podrán exceder de 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”.⁸⁹

Como se discutió anteriormente, desde sus inicios, las emisiones de bonos de COFINA se utilizaron para el pago de deuda extraconstitucional, así como de deuda resultante del déficit estructural del presupuesto del Gobierno de Puerto Rico, como lo son los préstamos del BGF al gobierno central. Visto de esta manera, mediante la

⁸⁸ La información de esta entidad está actualizada al 16 de agosto de 2018.

⁸⁹ CONST. ELA, Art. VI § 7.

creación de COFINA, se pretendió crear un mecanismo que evitara tener que utilizar fondos del ELA para pagar deuda extraconstitucional y eliminar el déficit estructural. Posteriormente, mediante la Ley Núm. 1-2009, se amplió la lista de usos de las emisiones de bonos de COFINA para incluir expresamente la subvención de gastos operacionales del Gobierno de Puerto Rico. Así, sea indirectamente mediante la emisión de bonos para reducir las asignaciones dirigidas a pagar la deuda extraconstitucional y financiar el déficit estructural, o directamente para asumir el pago de los gastos operacionales del ELA para los años 2009 al 2012, mediante la creación de COFINA, el Gobierno utilizó el dinero de emisiones de bonos para balancear su presupuesto. La interrogante es, entonces, si el Estado puede utilizar las emisiones de bonos como parte de sus “recursos totales” para evitar incurrir en una violación a la citada disposición constitucional. Entendemos que no, y que cualquier emisión hecha con esos fines es nula.

El Estado es de la posición que las emisiones de bonos son ‘recursos’ utilizables para balancear el presupuesto en virtud del citado Artículo II, Sección 7 de la Constitución. Dicha posición descansa principalmente en una opinión del Secretario de Justicia de 1974, que alude a un fragmento del historial del Diario de Sesiones de la Convención Constituyente, así como a un alegado cambio de lenguaje entre la Constitución y la Sección 34 de la Ley Jones para concluir que la palabra ‘recursos’ tenía un contenido lo suficientemente abarcador como para incorporar las emisiones de bonos.⁹⁰

⁹⁰ Opinión del Secretario de Justicia Núm. 1974-15 (21 de mayo de 1974).

Ciertamente, las Opiniones del Secretario de Justicia gozan de algún peso y valor persuasivo. Sin embargo, no tienen fuerza de ley y los tribunales no están obligadas a avalar su análisis.⁹¹ En este caso, la Comisión Ciudadana entiende que la Opinión del Secretario de Justicia de 1974 no responde a la mejor interpretación de las disposiciones en controversia.⁹²

De entrada, la referencia en la Opinión del Secretario de Justicia a la diferencia en lenguaje de la Sección 34 de la Ley Jones y el Artículo VI, Sección 7 de la Constitución es problemática. La referida Sección 34 lee como sigue:

La Asamblea Legislativa no hará ninguna asignación ni autorizará ningún gasto, en virtud de la cual o del cual los gastos del Gobierno de Puerto Rico durante cualquier año económico excedan de las *rentas totales* provistas a la sazón por ley y aplicables a dicha asignación o gasto, incluyendo cualquier superávit disponible en el Tesoro, a menos que la Asamblea Legislativa al hacer dicha asignación disponga la

⁹¹ Véase Méndez Acevedo v. Nieves Rivera, 179 DPR 359, 367 n. 7 (2010). Véase además San Gerónimo Caribe Project v. ELA, 174 DPR 518 (2008) (negándose a seguir el análisis vertido en una Opinión del Secretario de Justicia que concluía que varios terrenos ganados al mar mediante relleno eran bienes de dominio público).

⁹² De hecho, una publicación promocional del BGF en el mismo 1974 expresaba que la cláusula de presupuestos balanceados de la Constitución de Puerto Rico garantizaba un “hecho claro y fundamental: que el financiamiento del déficit está prohibido específicamente en la Constitución de Puerto Rico”. Véase Anuncio del BGF, *Barron’s Magazine* (febrero de 1974) (citado e incluido como Exhibit 3 de la Moción de Sentencia Sumaria del Comité de Acreedores No Asegurados, en calidad de representante del Estado Libre Asociado de Puerto Rico, presentada el 21 de febrero de 2018 en el procedimiento adversativo Núm. 17-00257-LTS, consolidado en el caso *In re: The Financial Oversight and Management Board for Puerto Rico*, Case No. 17-BK-03283 (LTS) (Docket Núm. 322), en la pág. 38) (traducción suplida). Así, mientras el Secretario de Justicia argumentaba que las emisiones de bonos podían ser utilizadas para financiar el déficit, el BGF promocionaba a Puerto Rico como una jurisdicción en la que tales transacciones estaban prohibidas.

De manera similar, en una entrevista televisada celebrada en noviembre de 1961, el entonces Gobernador de Puerto Rico, Luis Muñoz Marín, expresó que “el dinero que proviene del crédito, o sea, de la emisión y venta de bonos, no se usa para pagar gastos corrientes del Gobierno, se usa para hacer obra pública, obra sólida”. Véase Carlos Ramos González, *Disposiciones sobre la deuda pública en la Constitución del Estado Libre Asociado de Puerto Rico: Breve reflexión histórica-constitucional*, 85 REV. JUR. UPR 705, 717-18 (2016) (transcribiendo parte de la entrevista al Gobernador).

imposición de una contribución suficiente para pagar la mencionada asignación o gasto dentro del referido año económico.⁹³

Según la contención del Secretario de Justicia, el que la Sección 7 del Artículo VI de la Constitución de Puerto Rico use la frase “recursos totales”, en vez de “rentas totales” de la Ley Jones, revela la intención de ampliar los tipos de recursos que se podían utilizar a la hora de aprobar el presupuesto. Dicho análisis parece estar apoyado por el Diario de Sesiones de la Convención Constituyente, en el que se sugiere que la palabra recursos debía incluir las emisiones de bonos.⁹⁴

La posición del Secretario de Justicia ignora, sin embargo, que la versión de la Ley Jones aprobada por el Congreso de los Estados Unidos utilizaba la frase “total revenue”, y que la traducción oficial al inglés de la Sección 7 del Artículo VI de la Constitución de Puerto Rico utiliza la misma frase de “total revenue” incluida en la Ley Jones. Así, la versión de la Constitución sobre la cual votó –y aprobó– el Congreso de los Estados Unidos, no refleja cambio alguno en torno respecto a la Ley Jones.

Más allá de lo anterior, algunos autores, como el profesor Carlos Colón De Armas, han criticado la interpretación del Secretario de Justicia en atención a que subvierte el fin del requisito constitucional de presupuestos balanceados.⁹⁵ En palabras del profesor,

[U]tilizar deudas para sufragar gastos equivale, *ipso facto*, a gastar en exceso de los recursos disponibles. Esto constituye una violación a uno

⁹³ Carta Orgánica de 1917 (Ley Jones), 1 LPRA Documentos Históricos § 34 (2017).

⁹⁴ 2 DIARIO DE SESIONES DE LA CONVENCION CONSTITUYENTE 893 (Ed. Conmemorativa 2003).

⁹⁵ Carlos A. Colón De Armas, *La Constitución de Puerto Rico y su requisito de un presupuesto balanceado*, 85 REV. JUR. UPR 819 (2016).

de los principios básicos de economía . . . que establece que la deuda es una herramienta para transferir los recursos y, por consiguiente, el consumo a través del tiempo, pero no para gastar en exceso de los recursos disponibles.⁹⁶

Visto de esta manera, las emisiones de bonos no pueden ser utilizadas como “recursos” para sufragar los gastos operacionales del Gobierno, ni tampoco como mecanismo para evitar asignar fondos para el pago de deuda extraconstitucional. Así, en la medida en la que las emisiones de bonos de COFINA fueron utilizadas para tales fines, las mismas violan la cláusula de presupuestos balanceados de la Constitución de Puerto Rico. Dicha violación, además, acarrea la nulidad de tales emisiones, haciendo inexigible su cumplimiento.⁹⁷

C. COFINA y el límite constitucional a la deuda

Por otra parte, la Constitución de Puerto Rico establece un límite constitucional para las emisiones de deuda. Específicamente, la Sección 2 del Artículo VI de la Constitución establece

[N]inguna obligación directa del [ELA] por dinero tomado a préstamo . . . será emitida . . . si el total de (i) el monto del principal de e intereses sobre dichos bonos y pagarés, junto con el monto del principal de e intereses sobre la totalidad de tales bonos y pagarés hasta entonces emitidos por el [ELA] y en circulación, pagaderos en cualquier año económico y (ii) cualesquiera cantidades pagadas por el [ELA] en el año económico inmediatamente anterior al año económico corriente en concepto de principal e intereses correspondientes a cualesquiera obligaciones evidenciadas mediante bonos o pagarés garantizadas por el [ELA], excediere el 15% del promedio del monto total de las rentas anuales obtenidas de acuerdo con las disposiciones de las leyes del

⁹⁶ *Id.* en la pág. 827.

⁹⁷ Véase Ríos v. Mun. Isabela, 159 DPR 839 (2003); Las Marias Reference Laboratory Corp. v. Mun. San Juan, 159 DPR 868 (2003).

[ELA] e ingresadas en el Tesoro de Puerto Rico en los dos años económicos inmediatamente anteriores al año económico corriente; . . . ; y el [ELA] no garantizará obligación alguna evidenciada mediante bonos o pagarés si el total de la cantidad pagadera en cualquier año económico en concepto de principal e intereses sobre la totalidad de las antes referidas obligaciones directas hasta entonces emitidas por el [ELA] y en circulación y las cantidades a que se hace referencia en la cláusula (ii) excediere el 15 por ciento del promedio del monto total de dichas rentas anuales.⁹⁸

Dicha cláusula, introducida a la Constitución mediante enmienda aprobada en el 1961, fija el margen de la deuda pública al quince por ciento del promedio de “rentas anuales obtenidas . . . e ingresadas” al Tesoro de Puerto Rico durante los dos años precedentes a la emisión de la deuda.⁹⁹

La interpretación del Estado era a los efectos que la deuda emitida por corporaciones públicas no era de aplicación al referido límite constitucional. Ello se debe a que dichas deudas no estaban garantizadas con “la buena fe, el crédito y el poder de imponer contribuciones del Estado Libre Asociado”,¹⁰⁰ sino que las corporaciones públicas respondían a las mismas con sus propios ingresos. Así, la deuda de las corporaciones públicas sólo se cuenta para el límite constitucional cuando el Estado garantiza expresamente dichas deudas, o cuando el Estado asume su pago.¹⁰¹

⁹⁸ CONST. ELA, Art. VI, § 2.

⁹⁹ Para una excelente discusión del proceso de aprobación de dicha enmienda constitucional, véase Ramos González, *supra* nota 92.

¹⁰⁰ CONST. PR, Art. VI, § 2.

¹⁰¹ Véase Ramos González, *supra* nota 92, en la pág. 714 (citando a 14 DIARIO DE SESIONES DE LA ASAMBLEA LEGISLATIVA DEL ESTADO LIBRE ASOCIADO DE PUERTO RICO 221 (1961). Véase también *Informe Kobre & Kim*, *supra* nota 3, en las págs. 256-57.

El caso de COFINA, sin embargo, es excepcional. Contrario al resto de las corporaciones públicas que emiten deuda, COFINA no genera ingresos propios. Por el contrario, es una corporación pública creada exclusivamente para emitir deuda garantizada con parte de los recaudos del IVU, y cuyos fines son subvencionar operaciones del Gobierno central, como el pago de la deuda extraconstitucional, y el financiamiento de las operaciones gubernamentales. COFINA tampoco tiene la facultad para crear impuestos, como el IVU, sino que depende exclusivamente del Estado para tener recaudos con los que pagar sus deudas. De hecho, ni siquiera podría impedir que el Estado, si así lo tuviera bien, modificara o incluso eliminara el IVU.¹⁰² Así, tanto la dependencia de COFINA de los recaudos del Gobierno central, como el hecho de que la entidad fuera creada exclusivamente para satisfacer obligaciones del Gobierno central militan a favor de la conclusión de que la deuda de dicha entidad tiene que ser contada para el límite constitucional de la deuda del quince por ciento (15%).

Al igual que con la cláusula sobre presupuestos balanceados, en la medida en la que se demuestre que el esquema de COFINA tuvo el efecto de evadir el límite constitucional de la deuda, las emisiones de bonos de dicha entidad adolecerían de nulidad y no serían exigibles.

¹⁰² Véase Official Statements, Emisiones COFINA (Serie 2007A, 2007B, 2007C, 2008A, 2009A, 2009B, 2009C, 2010A, 2010C, 2010D, 2010E, 2011A-1, 2011A-2, 2011B, 2011C, 2011D) (reconociendo que el Gobierno puede modificar, o incluso eliminar el IVU en cualquier momento).

VII. ¿QUÉ ROL HA JUGADO LA RELACIÓN POLÍTICA ENTRE PUERTO RICO Y LOS ESTADOS UNIDOS EN LA ACUMULACIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA DEL ESTADO LIBRE ASOCIADO DE PUERTO RICO, INCLUIDA LA DE COFINA?

Por último, cualquier estudio sobre COFINA debe examinar el rol que la relación colonial de Puerto Rico con los Estados Unidos ha jugado en la acumulación de la deuda pública del primero. Dicho de otra forma, una auditoría integral sobre las emisiones de bonos de COFINA debe explorar el ámbito de responsabilidad de la relación colonial y, por ende, de los Estados Unidos, en la generación de condiciones que propiciaron el endeudamiento de Puerto Rico.

La condición colonial es, indudablemente, uno de los factores que han incidido sobre la acumulación de la deuda pública que se le imputa a Puerto Rico. A manera de ejemplo, como resultado de tal relación con los Estados Unidos, Puerto Rico participa de un diseño constitucional que, por un lado, le impide desarrollar políticas para promover el desarrollo económico de empresas locales en perjuicio de empresas estadounidenses y, por otro, limita considerablemente el recibo de fondos y subvenciones federales. A esto debe añadirse que, como varios/as economistas han documentado, la relación colonial ha permitido que Estados Unidos reciba en ingresos una cantidad mucho mayor de la que contribuye en ayudas federales a Puerto Rico. Finalmente, la relación política con Estados Unidos obliga a Puerto Rico al cumplimiento estricto con las leyes de cabotaje, que le exigen el uso de la marina mercante de EE.UU. para sus importaciones de puertos estadounidenses, lo que encarece su costo. Así, pues, la relación colonial de Puerto Rico con los Estados Unidos ha sido un elemento central en la generación de la deuda pública de Puerto Rico, puesto que ha limitado severamente sus posibilidades de desarrollo económico

sostenible. Debido a lo anterior, y en atención a que la deuda que se le achaca al país no es soberana, varios autores han planteado que la deuda de Puerto Rico podría calificarse como odiosa, así como que procedería su repudio y anulación, por ser producto de condiciones ilegítimas, que eran conocidas por los acreedores (o debían serlo), y que de ninguna manera fueron beneficiosas para el país.

Lamentablemente, PROMESA representa un obstáculo para acometer esta tarea. Pese a que la deuda del Estado Libre Asociado de Puerto Rico no es deuda de un país soberano, la Sección 210 de dicha Ley expresamente absuelve al Gobierno de los Estados Unidos de cualquier ámbito de responsabilidad sobre la misma. Ello, de por sí, convierte el procedimiento judicial en curso bajo el Título III de PROMESA en un mecanismo ineficaz para dilucidar adecuadamente las controversias en torno a la legalidad y legitimidad de la deuda pública de Puerto Rico. Cualquier resultado de dicho procedimiento que ignore este y los demás asuntos incluidos en el presente informe, y que condene a Puerto Rico al pago de esta deuda es, pues, ilegítimo.

VIII. HALLAZGOS

1. COFINA representa la tajada más grande de la deuda pública que se le imputa a Puerto Rico. Incluye sobre \$16,315 millones en principal, más cerca de \$1,265 millones en intereses acumulados hasta la fecha, para un total de \$17,580 millones, o casi una cuarta parte de la totalidad de la deuda de emisiones de bonos de Puerto Rico.
2. Más de una tercera parte del principal, unos \$6,155 millones, se emitió en forma de bonos de apreciación capital, un tipo de bono con condiciones particularmente onerosas para el país, que condenaría a Puerto Rico a pagar aproximadamente siete (7) veces la cantidad recibida.
3. COFINA fue creada en el 2006 con el único fin emitir bonos para pagar la deuda extraconstitucional, que a ese momento ascendía a aproximadamente \$6,847 millones. Sin embargo, lejos de saldar dicha deuda, COFINA se convirtió en un emisor de nueva deuda extraconstitucional, una que ahora representa cerca del triple de la existente al momento de su creación.
4. Mediante las emisiones de bonos de COFINA el Gobierno pagó deuda extraconstitucional preexistente con nueva deuda extraconstitucional. Sin embargo, ambas deudas extraconstitucionales no son iguales. Mientras la deuda a ser saldada no estaba garantizada y dependía para su pago, por ejemplo, de que las corporaciones públicas deudoras tuvieran ganancias, los bonos que se utilizaron para ‘saldarla’ están ‘garantizados’ por una partida de los recaudos del IVU.
5. COFINA es una corporación pública que no genera ingresos propios, sino que depende del recibo de una parte de los recaudos del IVU, un impuesto creado por el Gobierno de Puerto Rico. Es, además, controlada totalmente por el BGF.
6. En el 2009, la ley de COFINA fue enmendada para permitir el uso de emisiones de bonos para subvencionar los gastos operacionales del Gobierno. Ese año también se aumentó la partida de recaudos del IVU que estarían destinados al pago de bonistas de dicha entidad.
7. Las emisiones de bonos de COFINA no han sido utilizadas para el financiamiento y/o desarrollo de proyectos de beneficio para el país. Por el contrario, casi \$7,006 millones fueron utilizados para el pago de deudas preexistentes e intereses capitalizados, mientras que aproximadamente \$1,175 millones fueron utilizados en descuentos a los *underwriters*, gastos de las emisiones, fondos de aseguramiento de pago a bonistas y descuentos

- netos en las emisiones. El remanente de los fondos recibidos de las emisiones de COFINA fue utilizado para la subvención de gastos operacionales del Gobierno, mediante el cuadro de sus presupuestos, así como para el pago de beneficios establecidos para las decenas de miles de empleados/as despedidos/as en virtud de la Ley Núm. 7-2009. Se trata, pues, de deuda ilegítima.
8. El IVU ha generado sobre \$18,386 millones en recaudos entre noviembre de 2006 y octubre de 2018, es decir, sobre \$2,000 millones más que el principal de la deuda de COFINA. De esos recaudos, sobre \$6,860 millones han sido transferidos a COFINA para el pago a bonistas. Esto representa más de dos quintas partes (2/5) del principal de esa deuda.
 9. Unas diecisiete compañías de fondos de cobertura son dueñas de casi la mitad (47%) de la totalidad de la deuda de COFINA. Varias de esas compañías aumentaron significativamente su participación en la deuda de COFINA luego del paso del huracán María, aprovechando que el valor de los bonos había disminuido considerablemente.
 10. Un número significativo de los bonistas *senior* y *junior* de COFINA adquirieron sus bonos a un precio muy por debajo del valor original. En el caso de los bonistas *senior*, muchos adquirieron sus bonos a cerca de 55 centavos por cada dólar, mientras que un número considerable de bonistas *junior* adquirieron sus acreencias a 15 centavos por cada dólar. Sin embargo, con el acuerdo de restructuración y el Plan de Ajuste de Deuda de COFINA, los *senior* se exponen a recibir en promedio 93 centavos por cada dólar, mientras que los *junior* recibirán en promedio 54 centavos por cada dólar.
 11. El esquema de COFINA burla la cláusula de prioridad en el pago de la Constitución de Puerto Rico, en la medida en la que priva a los tenedores de bonos de obligación general de acceder a una parte de los recaudos de un impuesto para recobrar su acreencia.
 12. Una cantidad significativa de los principales tenedores de deuda de Puerto Rico son dueños de bonos de COFINA y bonos del ELA, lo que desincentiva que estos litiguen vigorosamente los asuntos legales y constitucionales en torno a las emisiones de bonos.
 13. El esquema de COFINA, en la medida en la que subvenciona directamente (mediante el pago de gastos operacionales del Gobierno) o indirectamente (al evitar que el ELA tenga que asignar fondos para el repago de préstamos al BGF o para el pago de la deuda extraconstitucional) las operaciones del Gobierno central, viola la cláusula de presupuestos

balanceados, cuya mejor interpretación impide el uso de bonos como 'recursos totales' para balancear el presupuesto.

14. Las emisiones de bonos de COFINA burlan la cláusula constitucional sobre el límite a la deuda, puesto que fueron concebidas de manera impermisible como deuda extraconstitucional, pese a que COFINA no genera fondos propios, es controlada por el BGF y fue creada exclusivamente para emitir deuda que subvencione gastos del Gobierno Central.
15. Cualquier análisis sobre la legalidad y/o legitimidad de COFINA debe examinar también el rol que la relación constitucional de Puerto Rico con los Estados Unidos ha jugado en la acumulación de esta deuda. En la medida en la que el procedimiento judicial bajo el Título III de PROMESA impide tal análisis, cualquier resultado dentro dicho procedimiento que condene a Puerto Rico al pago de dicha deuda es ilegítimo.