

Cuidado con los banqueros y sus obsequios

Wall Street vendió préstamos abusivos a Puerto Rico que estaban disfrazados de regalos

Puerto Rico está inmerso en una grave crisis humanitaria que se agrava por su carga de deuda insostenible. El Congreso aprobó la Ley de Supervisión, Administración y Estabilidad Económica de Puerto Rico (PROMESA) en junio de 2016, la cual creará una Junta de Control Fiscal para supervisar las finanzas del Estado Libre Asociado. Pero para hacer su trabajo de manera justa, la Junta de Control debe entender como Puerto Rico llegó a estar tan profundamente endeudado en primer lugar. El ReFund America Project está divulgando una serie de informes que investigan la deuda de Puerto Rico. Puede encontrar nuestros informes anteriores en nuestra página web, refundproject.org/#puerto-rico.

Así como los bancos de Wall Street causaron la crisis hipotecaria en Estados Unidos al enfocarse en propietarios de vivienda con préstamos abusivos, tuvieron un papel similar en la crisis de deuda de Puerto Rico, al vender préstamos municipales abusivos al territorio autónomo. Los bancos presionaron a Puerto Rico a estructuras financieras cada vez más complejas con bonos de tasas variables, bonos de tasa variable fijada por subasta, y swaps tóxicos de tasas de interés. Estas transacciones fueron altamente riesgosas y eventualmente costaron a los contribuyentes millones de dólares en intereses y cuotas desmedidas, y una transferencia de riqueza directamente de Puerto Rico a Wall Street. Ahora se le pide al pueblo puertorriqueño lidiar con recortes exorbitantes y duras medidas de austeridad para garantizar a los banqueros e inversionistas sus ganancias

En muchos casos los banqueros que ofrecieron estos acuerdos a funcionarios públicos probablemente violaron la ley federal de valores al tergiversar la volatilidad real de estos instrumentos, y Puerto Rico podría tener recursos legales para recuperar sus pérdidas ante los bancos. La Junta de Supervisión Fiscal debería ejercer agresivamente todas las vías legales para hacer responsables a los bancos y recuperar los millones que los bancos han exprimido de la isla. Además, la Junta de Supervisión debería restaurar y financiar completamente la Comisión de Auditoría Integral del Crédito Público (la Comisión de Auditoría de Deuda de Puerto Rico) para determinar qué parte de la deuda de la isla fue abusiva y, por lo tanto, ilegal.

Hallazgos claves

- ♦ **Préstamos abusivos disfrazados:** Mientras la salud financiera de Puerto Rico se deterioraba, los bancos presionaban a la isla con acuerdos de deuda más y más complejos que generaron millones de dólares por cuotas para enriquecer a Wall Street a expensas de los contribuyentes puertorriqueños.
- ♦ **Negocios riesgosos:** Desde inicios de la década del 2000, los bancos convencieron a Puerto Rico a refinanciar gran parte de su deuda a estructuras de tasas variables nuevas para aprovechar tasas de interés históricamente bajas.
 - ◊ 52% de los bonos refinanciados que la isla emitió o relanzó del 2002 al 2008 tenían tasa de interés variable, comparado con sólo el 11% en los siete años anteriores (1995-2001).
 - ◊ Los bancos de Wall Street agresivamente dirigieron a los prestatarios hacia deuda riesgosa de tasa variable para poder vender costosos productos adicionales para manejar los crecientes niveles de riesgo y cobrar millones en cuotas. Sin embargo estos productos tenían su propio riesgo que en muchos casos acabaron costando cientos de millones de dólares a los contribuyentes.

- ♦ **Swaps tóxicos:** Al depender cada vez más de deuda de tasa variable, Puerto Rico realizó swaps de tasa de interés con los bancos con la finalidad de limitar el riesgo a la fluctuación de las tasas de interés, pero los tratos explotaron tras el colapso financiero del 2008.
 - ◊ El Estado Libre Asociado y las agencias públicas puertorriqueñas se vieron obligados a pagar al menos \$780 millones en multas por terminación de contrato para eliminar los swaps tóxicos.
 - ◊ Puerto Rico se vio obligado a emitir nuevos bonos para pagar estas multas y, en muchos casos, los bancos que hicieron las evaluaciones de riesgo de estos nuevos bonos eran los mismos bancos a los que la isla le adeudaba las multas por los swaps. Así que los bancos cobraron las multas por los swaps y cuotas por valoración de riesgo por las mismas transacciones.
- ♦ **Subastas fallidas:** Puerto Rico adquirió cientos de millones de dólares de deuda utilizando bonos de tasa variable fijada por subasta (ARS), el cual es un tipo de bono de tasa variable. Sin embargo en 2008 el mercado de ARS se congeló, lo que desató tasas de interés punitivas en la deuda, y Puerto Rico tuvo que cancelar \$634 millones en deuda de ARS pendiente.
 - ◊ Para cubrir la deuda, Puerto Rico tenía que convertir o refinanciar sus ARS en diferentes estructuras de deuda que requerían aún más productos adicionales, como cartas de crédito y acuerdos de compra contingente.
 - ◊ Los aseguradores que vendieron estos acuerdos a Puerto Rico, que incluyen firmas como Goldman Sachs, Morgan Stanley, UBS, y Lehman Brothers, tergiversaron qué tan riesgosas eran los ARS y probablemente violaron la ley de federal de valores. Muchos prestatarios municipales han tomado acciones legales exitosas en conexión con los ARS y recuperaron sus pérdidas.
- ♦ **Anatomía de un acuerdo:** El ejemplo de los Bonos de Refinanciamiento de Mejoras Públicas Serie B de 2004 nos muestra cómo las estructuras de deuda de tasa variable se pueden tornar demasiado complejas y drenar millones de las arcas públicas.
 - ◊ Los \$448 millones de deuda de tasa variable, cuotas y pago de intereses derivados de los bonos B de 2004 tuvieron que ser refinanciados al menos seis veces durante los siguientes ocho años en al menos nueve series distintas de bonos.
 - ◊ La emisión de cuotas por nuevos bonos que contenían porciones de deuda B de 2004 añadieron más de \$56 millones a la deuda.
 - ◊ El Estado Libre Asociado tuvo que pagar otros \$69 millones en sanciones por terminación por los swaps tóxicos relacionados con los bonos B de 2004.
 - ◊ Estos \$125 millones en cuotas y multas no incluye cobros que no fueron revelados públicamente.
- ♦ **¿Qué puede hacer Puerto Rico?:** Los bancos como Goldman Sachs y Wachovia (ahora propiedad de Wells Fargo) que vendieron estos riesgosos acuerdos de tasas variables a Puerto Rico al pintarlos como regalos que le ahorrarían dinero a la isla probablemente violaron la ley federal de valores. Puerto Rico debería tomar los siguientes pasos para recuperar sus pérdidas de estos acuerdos abusivos:
 - ◊ Peticionar a la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) tomar medidas por ganancias ilegales contra los bancos que mintieron a funcionarios públicos sobre qué tan riesgosos eran estos acuerdos;
 - ◊ Reinstaurar y financiar completamente la Comisión de Auditoría de Deuda para calcular el verdadero costo de estos acuerdos y determinar cuáles de estos fueron abusivos y, por lo tanto, ilegales; y
 - ◊ Rehusarse a pagar cualquier deuda calificada como ilegal por la Comisión de Auditoría de Deuda.

Préstamos abusivos bajo disfraz

La crisis de deuda de Puerto Rico y la crisis hipotecaria de Estados Unidos tienen similitudes sorprendentes. Así como los bancos de Wall Street alimentaron la burbuja de vivienda al animar a los prestamistas a emitir más y más préstamos a compradores de vivienda, también inflaron la deuda de Puerto Rico al vender más y más deuda a la isla.

Muchas veces etiquetado como una vía de crédito de rescate que ahorraría dinero a los gobiernos, estos tratos complejos no eran regalos ... Fueron préstamos abusivos.

Ya que los prestamistas de hipotecas inmediatamente vendían los préstamos que otorgaban a los bancos de Wall Street, no les preocupaba la capacidad de los clientes a pagar. Esto tampoco le preocupaba a los bancos, que empaquetaban estos préstamos en valores garantizados por hipotecas y los vendieron de nuevo al mercado secundario. Los banqueros y prestamistas se preocupaban principalmente por las cuotas que podían cobrar por los acuerdos, empacarlos y venderlos. Por consecuencia se enfocaron en comunidades de color y familias de bajos recursos, vendiéndoles productos de alto costo y riesgo, y que sabían que no podrían pagarlos. En otras palabras, les vendieron préstamos abusivos a estas familias.¹

Con Puerto Rico hicieron lo mismo. Mientras se deterioraba la salud financiera de la isla, los bancos la presionaron con acuerdos de deuda más y más complejos que generaron millones en ganancias por cuotas para Wall Street. Muchas veces etiquetado como una vía de crédito de rescate que ahorraría dinero a los gobiernos, estos tratos complejos no eran ningún regalo. Estaban sobrevalorados, de alto riesgo y estructurados de una forma que protegía a los bancos incluso si la isla no podía pagar a los compradores de bonos. Eran préstamos abusivos diseñados para enriquecer a Wall Street mientras exprimía millones de dólares de Puerto Rico.

Negocios riesgosos

A principios de la década del 2000, los bancos empezaron a promover agresivamente los bonos de tasa variable a prestatarios municipales como Puerto Rico. Los bonos de tasa variable son similares a las hipotecas de tasa variable. Como la tasa de interés de los prestatarios pueden variar según las condiciones del mercado, les permiten aprovechar bajas tasas de interés en un principio, pero los deja expuestos al riesgo de aumento en los intereses en el futuro. Los bonos convencionales de tasa fija, por su parte, les permiten a los prestatarios asegurar tasas de interés de por adelantado.

Los bancos promovieron la deuda de tasa variable a Puerto Rico y a otros prestatarios como una manera de ahorrar dinero, aunque estos bonos eran mucho más riesgosos que los bonos tradicionales. Wall Street promovió el cambio a la deuda de tasa variable porque les permitía vender productos adicionales para manejar el riesgo adicional, como swaps de tasa de interés y mejoras crediticias. Los bancos cobraron millones por estos servicios adicionales. De hecho, las cuotas eran tan altas que en ocasiones absorbían todo o casi todo el ahorro que a la deuda de tasa variable se suponía iba a otorgar. Así, en lugar de que los compradores de bonos recibieran pagos directos por intereses, los bancos recibían el dinero como pago por estos productos adicionales.

Así como los propietarios de vivienda pueden refinanciar sus hipotecas para reducir sus pagos mensuales, los prestatarios municipales pueden emitir bonos de refinanciamiento para ahorrar dinero en el servicio de una deuda. La Reserva Federal redujo la tasa de interés después de la caída del Dotcom en 2001 para reanimar la economía.² En los años siguientes, Puerto Rico refinanció su deuda para aprovechar los bajos intereses y emitió bonos de refinanciamiento de tasa variable. Según información de Bloomberg, el 52% de los bonos de refinanciamiento que el Estado Libre

Asociado emitió entre 2002 y 2008 era de tasas de interés variable, comparado con el 11% en los siete años anteriores (1995-2001), Casi todos los bonos de Puerto Rico que fueron refinanciados a estructuras de tasa variable eran originalmente bonos de tasa fija (el mercado para la deuda de tasa variable se agotó en su mayoría en 2008 después de la crisis financiera). Esto significa que Puerto Rico refinanció bonos de tasa fija seguros por riesgosos bonos de tasa variable para ahorrar dinero.

Se suponía que los productos como swap de tasas de interés y mejoras de crédito ayudarían a Puerto Rico a mitigar este riesgo adicional, pero tenían sus propios riesgos. Cuando los acuerdos como los swaps tóxicos de Puerto Rico explotaron por la crisis financiera del 2008, en muchos casos borraron los modestos ahorros que los bancos habían prometido con las estructuras de deuda de tasa variable.

Swaps tóxicos

Quizá el más costoso de los productos adicionales que Wall Street le vendió a Puerto Rico fue el de los swaps tóxicos de tasas de interés, que acabó costando \$780 millones a los contribuyentes. Al depender más de la deuda de tasa variable, Puerto Rico realizó swaps de tasas de interés con los bancos para limitar su riesgo a las tasas de interés fluctuantes.

Los swaps de tasas de interés es un tipo de instrumento derivado financiero que los bancos promueven ante prestatarios municipales como una medida de protección frente al aumento de intereses en los bonos de tasa variables. Los bancos vendieron estos complicados y riesgosos instrumentos a gobiernos al convencerlos que les ayudaría a ahorrar dinero en los costos de la deuda. Sin embargo estos acuerdos estaban cargados de riesgos. Quizás el mayor de ellos eran las indignantes cláusulas de terminación insertadas en los acuerdos de intercambio o swap. Debido a que estas cláusulas usualmente se activan cuando los prestatarios enfrentan apuros financieros, añaden presión financiera al golpear a los gobiernos con duras multas cuando tienen menos capacidad para pagarlas.³

***Wall Street vendió
swaps tóxicos en Puerto
Rico que costaron más de
\$780 millones.***

Los swaps de Puerto Rico resultaron contraproducentes ante la crisis financiera del 2008. En 2013, el *Wall Street Journal* reportó que el Estados Libre Asociado de Puerto Rico y otras agencias puertorriqueñas habían pagado al menos \$690 millones en multas por terminación de swaps.⁴ Luego, en el año fiscal 2014, el Estado Libre Asociado pagó otros \$90 millones en multas por swaps tóxicos, para un impactante total de \$780 millones.⁵

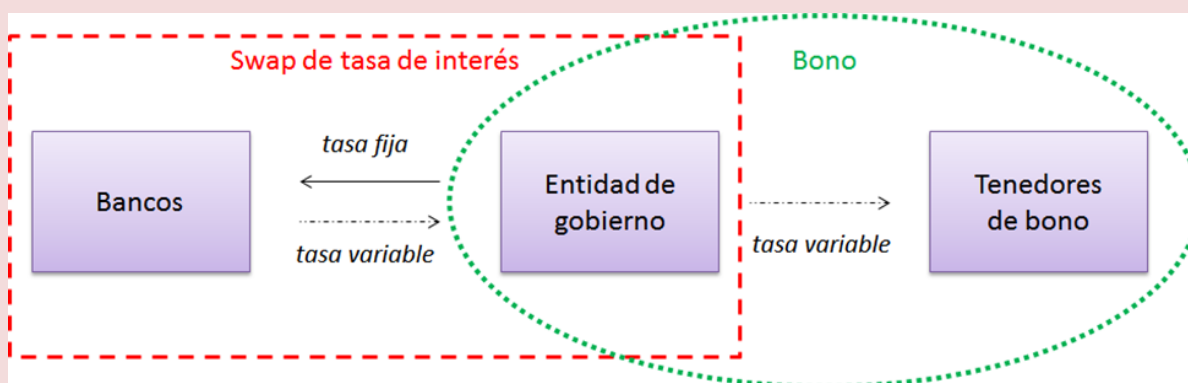
Este no es dinero que los bancos prestaron a Puerto Rico. Las multas por terminación de swaps se basan en el valor presente de todos los pagos futuros por la vida del acuerdo, el cual típicamente se puede extender por más de 25 años. Estos \$780 millones representaban futuras ganancias bancarias. La única razón por la que las multas eran tan altas se debe a que durante la crisis del 2008 la Reserva Federal se vio obligada a reducir la tasa de interés para estimular la economía. Esto causó el inflamamiento del valor neto de pagos futuros. En otras palabras, los bancos obtuvieron superganancias de la crisis que ellos mismos generaron, y los puertorriqueños quedaron con una deuda de \$780 millones.

Puerto Rico se vio obligado a emitir nuevos bonos para pagar estas multas por swaps tóxicos. Al hacer esto, la isla convirtió estos pagos en nueva deuda que ahora se debe pagar con intereses. Al menos \$319 millones de los bonos de refinanciamiento que el Estado Libre Asociado de Puerto Rico emitió de 2008 a 2014 se destinaron a pagar multas por swaps tóxicos.

¿Qué es un Swap de Tasa de Interés?

Un swap de tasa de interés es un tipo de derivado financiero que se propone proteger a prestatarios con deuda de tasa de interés variable ante el aumento de intereses. Los prestatarios municipales usualmente hacen acuerdos de los swaps al mismo tiempo que emiten deuda de tasa variable. Cuando los gobiernos y otras entidades públicas emiten bonos de tasa variable para pedir prestadas grandes cantidades de dinero, los bancos ofrecen un trato. Los bancos proponen que si los gobiernos pagan una tasa de interés fija y constante, entonces los bancos pueden pagarle a la entidad una tasa variable que podría ser utilizada para pagar a los tenedores de bonos. Los bancos vendieron estos swaps como pólizas de seguro que les daría a los gobiernos una tasa fija “sintética” que les permitiría asegurar tasas bajas sin preocuparse por el aumento de intereses en el futuro.

Estructura de un bono de tasa variable con un swap de tasa de interés



Este diagrama muestra la estructura de un contrato con tasa fija sintética, que incluye un swap de tasa de interés. Los pagos del gobierno por la tasa variable están a la derecha, y el swap está a la izquierda. La idea es que la tasa variable que el banco le paga al gobierno se aproxime a la tasa variable que el gobierno le paga a los tenedores de bono, lo que indica que prácticamente una cancela a la otra. Como resultado, el único pago del gobierno debería ser la tasa fija que le paga al banco por el swap.

Sin embargo estos acuerdos resultaron ser más una apuesta que una póliza de seguro. Si las tasas de interés bajan demasiado, entonces los bancos ganan millones de dólares de las entidades de gobierno. Eso es exactamente lo que sucedió cuando los bancos causaron la crisis de la economía en 2008 y la Reserva Federal tuvo que bajar los intereses. Los pagos por los swaps subieron mientras las tasas variables caían, además muchos prestamistas municipales no pudieron aprovechar la baja tasa de intereses porque no podían salirse de los contratos de swap por 30 o 40 años sin pagar exorbitantes multas.

Además, la súbita caída de las tasas variables causó el aumento de las multas de terminación de los swaps, pues estas se basan en el valor neto presente de todos los pagos futuros bajo el acuerdo. Debido a que las tasas bajas obligaron a los gobiernos a pagar más por los swaps, conforme las tasas bajaban, el valor presente neto de los pagos futuros aumentó al mismo tiempo. Así que las multas por eliminar los swaps llegaron a su punto más alto justo en el momento más ventajoso para que las entidades de gobierno refinanciaran su deuda. En la práctica, los swaps atraparon a las entidades públicas en contratos que resultaron inmensamente benéficos para los bancos a expensas de los contribuyentes.

En muchos casos los bancos que aseguraron esta nueva deuda eran los mismos que exigían pagos de multas por swaps. Barclays, Morgan Stanley, JPMorgan Chase, Bank of America, Bank of New York Mellon, Santander, Oriental Financial, Goldman Sachs, UBS, y el Royal Bank of Canada estaban en ambos lados de los acuerdos. Aseguraron bonos que fueron utilizados en parte para que se les pagaran las multas a ellos mismo. Esto significa que cobraron multas de swaps y cuotas de aseguramiento de deuda por la misma transacción.

Subastas fallidas

Puerto Rico dependía fuertemente de un tipo particular de deuda de tasa variable: valores de tasa de interés variable fijada por subasta. Los bonos de tasa de interés variable fijada por subasta (ARS, por sus siglas in inglés) son un tipo de bono variable cuya tasa de interés se fija en subastas agendadas periódicamente. El mercado de ARS se congeló en la primavera de 2008, lo que accionó tasas de interés punitivas de dos dígitos sobre la deuda.⁶ Prestatarios municipales como el Estado Libre Asociado tuvieron que reestructurar esta deuda para evitar pagar millones en intereses inesperados. Puerto Rico tuvo que eliminar \$634 millones en deuda de ARS pendiente.⁷ Esto lo hizo convirtiendo o refinanciando su deuda de ARS en diferentes estructuras de deuda que requerían el pago de más productos adicionales como acuerdos de compra contingentes y cartas de crédito. Como resultado, Puerto Rico tuvo que pagar millones en cuotas adicionales a varios actores financieros por servicios como aseguración de bonos, el relanzamiento de bonos y mejoras crediticias.

Los problemas con el mercado de ARS no se limitan a un asunto de mala suerte. Los aseguradores que vendieron ARS a los prestamistas municipales tergiversaron el nivel de riesgo de estos productos para hacerlos parecer más atractivos.⁸ Por ejemplo exageraron la demanda de tenedores de bonos por los ARS. En realidad, los bancos sostenían sistemáticamente el mercado de ARS comprando bonos durante las subastas para así crear un mercado para estos productos y, por consiguiente, poder seguir ofreciendo la aseguración de riesgos de ARS. Pero al empeorar la salud financiera de los bancos en el 2008, estos dejaron de comprar bonos en las subastas, congelando el mercado.⁹

Los aseguradores de riesgo que tergiversaron que tan riesgosos eran estos acuerdos probablemente violaron la ley federal de valores. Muchos prestamistas municipales han tomado exitosamente acciones legales y recuperado sus pérdidas a raíz de acuerdos de ARS.¹⁰ Entre los principales aseguradores de riesgo de los ARS de Puerto Rico están bancos como Goldman Sachs, Morgan Stanley, UBS y Lehman Brothers. Estas son las firmas de Wall Street que presionaron a Puerto Rico con sus préstamos abusivos.

¿Qué son los valores de tasa fijada en subasta?

Los valores de tasa fijada en subasta (ARS, por sus siglas in inglés) son un tipo de bono de tasa variable cuya tasa de interés típicamente se ajusta en intervalos regulares. Al final de cada periodo de ajuste, los tenedores de bonos que quieren vender sus ARS los pueden subastar. En las subastas, los inversionistas potenciales ofertan la cantidad mínima que están dispuestos a aceptar por el bono. Esto hace que la tasa de interés se ajuste con cada subasta. Los bancos cobran cuotas exorbitantes por realizar estas subastas.¹¹

Sin embargo, si los inversionistas no hacen ninguna oferta en la subasta, los prestatarios municipales pueden ser obligados a pagar tasas de interés de multa de dos dígitos a quienes no pueden vender sus bonos. Eso es justamente lo que pasó durante la crisis financiera de 2008. Además, ya que los ARS usualmente están ligados a los swaps de tasas de interés, el colapso del mercado de ARS en el 2008 causó caos en los swaps, y en muchos casos desencadenando multas por terminación.

Anatomía de un acuerdo

La historia de los Bonos de Refinanciamiento de Mejoras Públicas de 2004 sirve como un ejemplo ilustrativo de cómo los bancos lograron ganar más y más dinero mientras la deuda de Puerto Rico se hacía más y más compleja. El Estado Libre Asociado de Puerto Rico emitió \$727 millones en bonos de refinanciamiento en 2004 para refinanciar una serie de bonos más antiguos de tasa fija que databan de 1999. Los bonos fueron divididos en dos series: la serie A de 2004, que consistió en \$279 millones de bonos convencionales de tasa fija, y la serie B de 2004, que consistió de \$448 millones en valores de tasa variable fijada por subasta.

Partes de bono B de 2004 y sus cuotas e intereses asociados fueron refinanciados por los menos seis veces.

Durante los ocho años siguientes, toda la deuda de tasa variable de la serie B de 2004 fue eventualmente refinanciada a deuda de tasa fija. Pero ese proceso lo llevó de banco en banco y cada uno exprimió dinero de los contribuyentes puertorriqueños. Partes de esa deuda (que en sí refinanció otros bonos más viejos emitidos entre 1999 y 2004) y sus cuotas e intereses asociados fueron refinanciados por lo menos seis veces, con los bonos de las series B de 2008, bonos A y C de 2009, bonos A, B, D, y E de 2011, y finalmente los bonos A y B de 2012 (Vea el apéndice para más detalles). El Estado Libre Asociado pagó más de \$56 millones por cuotas de emisión de estos bonos. Puerto Rico pagó a los aseguradores de bonos, agentes de reemisión, agentes de subasta, proveedores de mejoras crediticias y otras firmas legales y financieras por cada etapa del proceso.

Además, debido a que esta era deuda de tasa variable, el Estado Libre Asociado también contrató swaps de tasa de interés para protegerse en caso de aumentos en las tasas de interés. Mientras estos swaps tóxicos se eliminaron gradualmente de 2008 al 2012, los contribuyentes puertorriqueños tuvieron que pagar \$69 millones en multas e terminación sólo en los swaps pertenecientes a esta emisión de bonos. Estos \$125 millones en cuotas y multas vienen totalmente de dinero que salió de los bolsillos de los puertorriqueños y fue a parar directamente a Wall Street. Nada de eso corresponde al principal o a los intereses del dinero que haya pedido prestado Puerto Rico. Es solamente ganancia de los bancos, y es dinero que los bancos pudieron cobrar al convencer a los funcionarios públicos a utilizar una estructura de tasa variable para la serie de bonos B de 2004. Este estimado es muy conservador, pues no incluye las cuotas que no han sido reveladas públicamente.

Eso proceso lo llevó de banco en banco y cada uno exprimió dinero de Puerto Rico.

Finalmente, es importante recordar que estas son sólo cuotas y multas que se pueden rastrear a este acuerdo de bonos en particular. En total, el Estado Libre Asociado y otras agencias puertorriqueñas han pagado aproximadamente \$780 millones en multas por swaps tóxicos, además de los pagos anuales a los swaps hechos antes de su terminación. No sabemos cuántos millones se destinaron a otras cuotas relacionadas a esta deuda de tasa variable porque esa información no está disponible públicamente. A pesar de que los bancos presentaron estas estructuras de deuda de tasa variable como regalos que podrían ayudar a funcionarios en apuros a reducir los pagos de deuda, en realidad resultó una caja de Pandora.

¿Qué puede hacer Puerto Rico?

Los bancos presionaron a Puerto Rico a una estructura de deuda de tasa variable cada vez más compleja porque esto les permitía vender productos adicionales y exprimir más dinero de los contribuyentes puertorriqueños. Sin embargo bancos como Goldman Sachs y Wachovia (ahora propiedad de Wells Fargo), que impulsaron estos acuerdos con Puerto Rico, tergiversaron el nivel

de riesgo involucrado. Enfatizaron los ahorros potenciales y minimizaron los riesgos. No mencionaron que los swaps tóxicos que le vendían al Estado Libre Asociado, los cuales atrapaban a Puerto Rico a un contrato de hasta 25 años, serían consideradas radicalmente fuera de mercado en el sector privado, donde los swaps por tasas de interés corporativo típicamente no duran más de cinco a siete años porque la mayoría de las empresas no quieren asumir el riesgo de las exorbitantes cuotas de terminación que puedan acarrear swaps a más largo plazo. Tampoco informaron el hecho de que ellos mismo generaban la demanda artificial por bonos con tasa variable fijada en subasta al mantener ellos el mercado. En pocas palabras, los bancos utilizaron tácticas prestamistas abusivas.

La regla federal que garantiza ‘tratos justos’ prohíbe a las instituciones financieras tergiversar u omitir “hechos, riesgos, beneficio potenciales u otra información importante” cuando se realizan acuerdos con prestamistas municipales como Puerto Rico.¹² La violación de esta regla, por parte de empresas que hacían la evaluación de riesgo e impulsaban estos bonos, es una práctica rutinaria de la industria.

Los prestatarios como Puerto Rico tienen un recurso contra estos acuerdos abusivos. Es necesaria una auditoría completa de la deuda de Puerto Rico para determinar cuánta es abusiva y, por consiguiente, ilegítima. Este es precisamente el momento errado para que el gobernador Ricardo Rosselló desmantele la Comisión de Auditoría Integral del Crédito Público (La Comisión de Auditoría de Deuda de Puerto Rico). Rosselló debe reinstaurar la comisión y permitirle que haga su trabajo. Recomendamos los siguientes pasos para recuperar el dinero de Puerto Rico de los acuerdos de deuda abusivos:

- ♦ **La Junta de Supervisión Fiscal de Puerto Rico debería petitionar a la Comisión de Bolsa Valores (SEC) tomar medidas por ganancias ilegales contra los bancos para obligarlos a regresar las ganancias ilegítimas** por acuerdos de deuda de tasa variable en los que tergiversaron los riesgos. La SEC ya ha tomado acciones similares en nombre de tenedores de bonos injuriados por bancos que los engañaron sobre acuerdos de financiamientos municipales de tasa variable. La Junta de Supervisión debe pedir que, igualmente, la SEC tome medidas para hacer justicia a los contribuyentes puertorriqueños.
- ♦ **El gobernador Rosselló debería reinstaurar la Comisión de Auditoría de Deuda y asegurarse de que cuente con el financiamiento total** para que pueda desempeñar una auditoría detallada de toda la deuda puertorriqueña, calcular el costo real de estos acuerdos de tasa variable, y determinar cuánta de la deuda pendiente de Puerto Rico es abusiva y, por lo tanto, ilegítima.
- ♦ **La Junta de Control debería cancelar cualquier deuda considerada ilegítima por la Comisión de Auditoría de Deuda** para que los limitados fondos públicos sean destinados a mitigar la crisis humanitaria que se está desarrollando en la isla y mejorar la vida del pueblo puertorriqueño.

Acerca de los autores

Saqib Bhatti y **Carrie Sloan** son parte del **ReFund America Project**, el cual aborda los problemas estructurales del sistema financiero municipal que le cuestan miles de millones de dólares cada año a los gobiernos a través de los Estados Unidos, a costa de los servicios públicos. Ellos investigan el papel de los acuerdos financieros en contribuir a las dificultades de los presupuestos públicos y colaboran con expertos en política pública, líderes comunitarios y funcionarios públicos para desarrollar soluciones que ahorren dinero a los contribuyentes, abogar por las mismas e implementarlas.

APÉNDICE: Los Detalles de los Bonos de Refinanciamiento de Mejoras Públicas de 2004

Los Bonos Originales. El Estado Libre Asociado de Puerto Rico emitió \$727 millones en bonos de refinanciamiento en 2004 para refinanciar una serie anterior de bonos de tasa fija, algunos emitidos en 1999. El bono fue dividido en dos series: La serie 2004 A, que consistía en \$279 millones en bonos convencionales de tasa fija, y la serie 2004 B, de \$448 millones en bonos de tasa variable fijada en subasta. La serie 2004 B fue subdividida en ocho subseries. Lehman Brothers fue el asegurador principal de las series 2004 B1-B4 y Goldman Sachs el principal asegurador de las series 2004 B5-B8.

Cuotas en las series de bonos 2004 A y B. La suma total de cuotas de emisión por los bonos de series 2004 A y B fue de \$24 millones, o 3.27% del principal del bono. Ese es un monto exorbitante. Un estudio del 2015 por el Haas Institute for a Fair and Inclusive Society en UC Berkeley (HIFIS) y por ReFund America Project (RAP) que analizó las cuotas de 812 emisiones de bonos de todo Estados Unidos determinó que el promedio ponderado de cuotas por emisión de bonos como porcentaje total del principal era de 1.02%.¹³ Puerto Rico pagó cuotas más de 3 veces más altas por sus bonos del 2004.

Todos los bonos del 2004 tenían que ser asegurados, así que la isla tuvo que pagar cuotas a los aseguradores de bonos por las series A y B. Puerto Rico contrató a Goldman Sachs como agente de relanzamiento de las series A y a New York Mellon como el agente de subasta para las series 2004 B. Estos bancos también cobraron a Puerto Rico cuotas adicionales que no fueron reflejadas en las cuotas de emisión.

♦ *Cuotas de emisión: \$24 millones*

Los Swaps de 2004 A y B. Como la serie de bonos 2004 B tenía tasa variable, Puerto Rico contrató swaps de tasa de interés con Goldman Sachs y Lehman Brothers para protegerse ante el riesgo de un aumento en la tasa de intereses. Los swaps fueron la soga que acabó ahorcando a la isla. Luego de la crisis de 2008, los pagos por estos swaps se dispararon a \$12 millones al año. Mientras Puerto Rico intentaba poco a poco eliminar estos swaps tóxicos, eventualmente pagó unos \$69 millones en multas de terminación, mucho más que sus pagos anuales por estos acuerdos.

Como las contrapartes de los swaps eran los mismos bancos que fungieron como aseguradores de los bonos, esto presentaba un potencial conflicto de interés. Los aseguradores principales en cualquier venta de bonos son los arquitectos de todo el acuerdo y fungen como asesores del prestatario. Cuando un asegurador dirige al prestatario hacia una estructura de deuda más compleja y con productos adicionales, y el mismo banco asegurador vende esos productos adicionales, hay que cuestionar si el asegurador hace esa recomendación pensando en qué es mejor para el prestatario. En este caso Goldman Sachs, uno de los aseguradores principales, también era el agente de reemisión de la serie 2004 A y la contraparte de los swap de los bonos 2004 B. El otro asegurador principal, Lehman Brothers, también era una contraparte del swap.

Consecuencias de la fallida subasta de 2008. Luego del colapso del mercado de ARS en el 2008, Puerto Rico se vio forzado a reestructurar los bonos de la serie 2004 B. Las subseries 2004 B1-B4 contenían una cláusula que le permitía a la isla convertir los bonos ARS a una forma de bono de tasa variable, así que aplicó la opción. Esto se hizo relanzando los bonos, y los agentes del relanzamiento asumieron el papel que usualmente asumen los aseguradores en una venta tradicional de bonos. Wachovia (ahora propiedad de Wells Fargo) y Lehman Brothers fueron seleccionados como agentes de relanzamiento para la conversión de la serie 2004 B1-B4. Luego del colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008, los swaps relacionados fueron transferidos a otros bancos. Bajo los términos de la nueva deuda, Puerto Rico fue obligado a un acuerdo de compra contingente, que es una forma de mejora de crédito, con Dexia, una firma financiera europea.

A diferencia de las subseries 2004 B1-B4, las subseries 2004 B5-B8 no tenían provisiones que permitiera su conversión. Así que Puerto Rico fue forzado a emitir nuevos bonos de tasa variable para cubrir los ARS iniciales. Este reembolso se completó por medio de la serie 2008 B, que refinanció varios bonos. La serie 2008 B consistió

en bonos de tasa variable y fue emitida junto a la serie 2008 A de bonos de tasa fija. Los aseguradores principales para la emisión conjunta fueron UBS, Lehman Brothers y Wachovia, y las cuotas por emisión fueron de aproximadamente \$12 millones.

Como parte de este acuerdo, Puerto Rico terminó los dos swaps asociados con la subserie 2004 B6 y pagó aproximadamente \$10 millones en multas de terminación, que fueron incluidas en el principal del nuevo bono. Los otros swaps, en las manos de Goldman Sachs, siguieron vigentes. Wachovia también fue seleccionado como el agente de relanzamiento de los bonos de 2008 y proporcionó a Puerto Rico una carta de crédito (una forma de mejora de crédito). Una vez más, uno de los aseguradores principales pudo vender productos adicionales a Puerto Rico debido a la forma en la que el contrato fue estructurado, presentando potenciales conflictos de interés.

- ◆ *Cuotas de emisión: \$12 millones*
- ◆ *Multas por Swap Tóxicos: \$10 millones*

Las Series de Bonos 2009 B y C. En 2009, Puerto Rico emitió las series de bonos 2009 B y C, con tasa de interés fija. Estos bonos fueron emitidos en parte para pagar \$7.6 millones en intereses de la serie 2004 B1-B4. Esto significa que los intereses de los bonos 2004 B1-B4 fueron capitalizados y convertido en el principal de otra serie de bonos. Ahora los puertorriqueños tendrán que pagar intereses sobre los intereses mientras pagan los bonos de la serie 2009 B y C. Morgan Stanley y JPMorgan Chase fueron los principales aseguradores de los bonos de 2009, y las cuotas de emisión fueron \$5 millones.

- ◆ *Cuotas de Emisión: \$5 millones*

Acuerdos de refinanciamiento de 2011. Cuando Puerto Rico emitió las series de bonos 2011 A, destinó parte de los ingresos de \$357 millones para refinanciar la subserie 2004 B4 en una tasa fija. Al hacer esto, la isla pagó unos \$11 millones en multas por eliminar los swaps relacionados. El costo de la multa del swap fue incluido en el bono, lo que significa que los puertorriqueños pidieron prestado para pagarle al banco. Barclays y Jefferies Company fueron los aseguradores principales de los bonos 2011 A y las cuotas de emisión ascendieron a \$8 millones.

En marzo 2011, Puerto Rico también cubrió bonos de la serie 2008 B con bonos de tasa variable 2011 B, que fueron comprados por un inversionista institucional. Cuatro meses después los bonos de la serie 2011 B fueron pagados con bonos de tasa fija de las series 2011 D y 2011 E. Los swaps que Puerto tenía originalmente con Goldman Sachs y que fueron vinculados a las subseries 2004 B5, B7 y B8 fueron pasados a la serie 2011 B. Cuando Puerto Rico pagó ese bono con deuda de tasa fija, también terminó esos swaps y pagó a Goldman Sachs \$30 millones en multas de terminación. La isla utilizó los ingresos de los nuevos bonos para pagar esas multas. Goldman Sachs fue uno de los aseguradores de las series 2011 D y E, lo que significa que Puerto Rico prácticamente pidió prestado a Goldman Sachs para pagar las multas de swap del mismo banco. Los aseguradores principales de los bonos serie 2011 D y E fueron JPMorgan Chase y Barclays; y Puerto Rico pagó \$3 millones en cuotas de emisión.

- ◆ *Cuotas de emisión: \$11 millones*
- ◆ *Multas por Swaps Tóxicos: \$41 millones*

Los bonos de 2012. Finalmente, en 2012 Puerto Rico refinanció los bonos 2004 B1-B3 con las series de bonos de tasa fija 2012 A y B. El Estado Libre Asociado pagó \$19 millones para terminar los swaps relacionados, con fondos de los nuevos bonos. Los aseguradores principales de los bonos de 2012 fueron Barclays, JPMorgan Chase, y UBS. Las cuotas de emisión de la serie 2012 B están estimadas en \$4 millones. Las cuotas de emisión de los bonos de serie 2012 A no están especificados en los documentos de la oferta de bonos.

- ◆ *Cuotas de emisión: Más de \$4 millones*
- ◆ *Multas por Swap Tóxico: \$19 millones*

Conclusión. Toda la deuda de tasa variable de la serie 2004 B fue eventualmente refinanciada a deuda de tasa

fija. Sin embargo ese proceso llevó a Puerto Rico a las manos de numerosos banqueros y cada uno exprimió dinero de la isla, lo que le costó cientos de millones de dólares a los contribuyentes puertorriqueños en intereses y cuotas exorbitantes. El Estado Libre Asociado pagó más de \$56 millones en cuotas de emisión en bonos que contenían porciones del principal, intereses, y cuotas de los bonos de las series 2004 A y B. Los contribuyentes puertorriqueños también tuvieron que pagar \$69 millones por multas de terminación de swaps tóxicos. Puerto Rico además hizo pagos anuales por los contratos de swap, que llegaron a un estimado de \$12 millones al año. Finalmente, el Estado Libre Asociado se vio obligado a pagar millones de dólares que no han sido revelados por cuotas de relanzamiento, cuotas de subasta, cuotas de mejoras de crédito, y otros gastos en conexión con la estructura de tasa variable de los bonos 2004 B.

- ◆ *Total de Cuotas de Emisión por los Bonos Relacionados: Más de \$56 millones*
- ◆ *Total de Multas por Swaps Tóxicos: \$69 millones*

Una nota sobre nuestras fuentes de información

Al investigar este reporte, examinamos los documentos de oferta de los bonos de tasa variable emitidos y relanzados por el Estado Libre Asociado de Puerto Rico desde 2002 hasta 2014, los reportes financieros anuales desde 2008 hasta 2012 del Estado Libre Asociado, y sus declaraciones financieras básicas para 2013 y 2014. Juntos, estos documentos demuestran una historia de las emisiones de bonos individuales del Estado Libre Asociado, y nombran las firmas financieras involucradas en cada acuerdo. Nuestras cifras para las cuotas de emisión y las multas de terminación de los swaps en este reporte también se basan en estos documentos.

Notas finales

- 1 *From Foreclosure to Re-Redlining*. California Reinvestment Coalition. 2010. 11-12.
- 2 Gerlach, Stefan y Laura Moretti. "Monetary policy before the crisis." *VoxEu.org*. Centre for Economic Policy Research. El 26 de agosto de 2011.
- 3 Preston, Darrell. "Deals Gone Bad Push Muni Borrowers to Dump Interest-Rate Hedges." *Bloomberg*. El 5 de junio de 2015.
- 4 Corkery, Michael and Mike Cherney. "Banks Rack Up Big Fees From Puerto Rico Bond Deals." *Wall Street Journal*. El 22 de octubre de 2013.
- 5 *Basic Financial Statements and Required Supplementary Information for the Commonwealth of Puerto Rico for Fiscal Year Ended June 30, 2014*. Departamanto de Hacienda de Puerto Rico. 2014. 43
- 6 Rappaort, Liz y Craig Karmin. "Train Pulls Out On New Corner of Debt Market." *Wall Street Journal*. El 14 de febrero de 2008.
- 7 Seymour, Dan. "Floaring-Rate Debt Faces a Liquidity Issue." *The Bond Buyer*. El 20 de mayo de 2010.
- 8 Gillers, Heather. "Some have recouped millions from risky type of debt that plagues CPS." *Chicago Tribune*. El 26 de diciembre de 2014.
- 9 Grotto, Jason y Heather Gillers. "Risky bonds prove costly for Chicago Public Schools." *Chicago Tribune*. El 7 de noviembre de 2014.
- 10 Gillers, Heather. "Some have recouped millions from risky type of debt that plagues CPS." *Chicago Tribune*. El 26 de diciembre de 2014.
- 11 Gitomer, Glenn S. "Auction Rate Securities: A Crisis Foretold." *Securities Arbitration 2008: Evolving and Improving*. The Practicing Law Institute. 2008.
- 12 Municipal Securities Rulemaking Board. "Interpretive Notice Concerning the Application of MSRB Rule G-17 to Underwriters of Municipal Securities." El 2 de agosto de 2012.
- 13 Joffe, Marc. *Doubly Bound: The Costs of Issuing Municipal Bonds*. Haas Institute for a Fair and Inclusive Society y ReFund America Project. 2015. 12.