



ESTADO LIBRE ASOCIADO DE
PUERTO RICO
Autoridad de Asesoría Financiera y
Agencia Fiscal de Puerto Rico

8 de junio de 2016

Hon. José R. Nadal Power
Presidente
Comisión de Hacienda y Finanzas Públicas
Senado de Puerto Rico
San Juan, Puerto Rico

Presupuesto General de Gastos del Estado Libre Asociado de Puerto Rico 2016-2017

Señor Presidente de la Comisión de Hacienda y Finanzas Públicas del Senado de Puerto Rico, Hon. José R. Nadal Power, señor Presidente del Senado, Hon. Eduardo Bhatia, señores y señoras Senadores miembros de esta Comisión, a todos y a todas muy buenas tardes.

Agradecemos la oportunidad que se le brinda a la Autoridad de Asesoría Financiera y Agencia Fiscal de Puerto Rico ("AAFAF") de expresar nuestros comentarios sobre las Resoluciones Conjuntas y Proyectos de la Cámara que, en conjunto, componen el Presupuesto General del Estado Libre Asociado de Puerto Rico ("ELA") para el año fiscal 2016-2017.

La Ley Núm. 21-2016, según enmendada, conocida como "Ley de Moratoria de Emergencia y Rehabilitación Financiera de Puerto Rico" ("Ley de Moratoria"), creó la AAFAF como el agente fiscal, asesor financiero y agente informativo del ELA, sus corporaciones públicas, instrumentalidades y demás entidades gubernamentales. La AAFAF tiene como objetivo promover la utilización adecuada del financiamiento por parte del sector público; propiciar la utilización de las fuentes de financiamiento más favorables para el País por parte de las dependencias del sector público; registrar adecuadamente la deuda pública externa e interna; cumplir con los requisitos de divulgación financiera dispuestos por ley; y establecer las estimaciones y proyecciones presupuestarias del servicio de la deuda pública, entre otros. Por otro lado, por virtud de ley, se le atribuyó también la responsabilidad de supervisar todos los asuntos relacionados con la reestructuración o ajuste de las obligaciones incluidas en la Ley de Moratoria y planes de contingencia.

El Banco Gubernamental de Fomento para Puerto Rico ("BGF" o "Banco"), originalmente concebido en 1942 como una institución propulsora del desarrollo económico del País, para brindar financiamiento oportuno a proyectos de desarrollo industrial y de infraestructura, a través de los años evolucionó a ser el principal asesor

financiero del Gobierno del ELA, sus municipios y las corporaciones públicas que prestan servicios en muchas ocasiones esenciales a los residentes de Puerto Rico.

La mayoría de los sectores antes mencionados son deudores o acreedores del BGF; a su vez, el Banco se encuentra dentro de un proceso de renegociación de sus deudas con gran parte de sus acreedores. Ante esta realidad y dualidad de funciones, es evidente que podría existir un conflicto de intereses entre las funciones del Banco como deudor y la responsabilidad como agente fiscal y asesor financiero del ELA. La creación de la AAFAF atiende el potencial conflicto de intereses que emana de las funciones del BGF en su rol de prestamista y asesor financiero al ELA y sus instrumentalidades. Por tanto, es pertinente que el ELA tenga un asesor financiero que pueda ofrecer una recomendación imparcial y ponga en balance los intereses de todas las partes.

Como es de conocimiento general, el Gobierno del ELA atraviesa una crisis fiscal sin precedentes caracterizada por la insostenibilidad de su deuda, según pactada. Desde enero del 2013, esta Administración, mediante acciones tanto del Ejecutivo como de la Asamblea Legislativa, ha tomado pasos afirmativos significativos para estabilizar las finanzas del Gobierno y sus instrumentalidades, haciéndole frente a retos fiscales estructurales que amenazan la prestación de servicios esenciales del Gobierno a nuestros residentes. A nivel del Gobierno Central, las iniciativas de ajuste fiscal implantadas por esta Administración han incluido aumentos de recaudos y recortes de gastos con el propósito de balancear el presupuesto, reducir la necesidad de financiamiento deficitario, e intentar crear superávits presupuestarios “primarios” que reduzcan paulatinamente la deuda del País. No obstante estos esfuerzos, la condición financiera actual del Gobierno es extremadamente precaria. Dicha crisis ha requerido, y requerirá, la implantación de medidas extraordinarias y de emergencia para continuar proveyendo servicios esenciales a los residentes del País. La AAFAF tendría un rol importante en estos esfuerzos de recuperación fiscal. Por consiguiente, presentamos un resumen del estado de situación de la deuda pública y de los esfuerzos de esta Administración para alcanzar una reestructuración voluntaria de la deuda que logre la sostenibilidad fiscal y económica del País a corto, mediano y largo plazo.

Estado de Situación de la Deuda Pública

La deuda pública del ELA incluye la deuda para la cual el ELA pignoró su buena fe, crédito y poder de imponer contribuciones (“deuda de obligación general”), la deuda pagadera de asignaciones legislativas, la deuda garantizada por el ELA, la deuda de bonos de la Corporación del Fondo de Interés Apremiante (“COFINA”) pagadera del Impuesto sobre Ventas y Uso (“IVU”), la deuda de las corporaciones públicas, la deuda de los municipios y la deuda que no grava el erario. Al 31 de diciembre de 2015, la

deuda pública del ELA alcanzó los \$69,214,047 millones que se desglosan de la siguiente forma:

- Deuda de obligación general - \$12,663,604 millones
- Deuda pagadera de asignaciones legislativas - \$4,027,748 millones
- Deuda de COFINA - \$15,212,521 millones
- Deuda de la Autoridad de Edificios Públicos ("AEP") - \$4,237,856 millones
- Deuda de corporaciones públicas - \$24,013,045 millones
- Deuda de municipios - \$3,912,954 millones
- Notas en Anticipación a Ingresos ("TRANS", por sus siglas en inglés) - \$400 millones
- Deuda que no grava el erario - \$4,746,319 millones

El pasado 28 de junio de 2015, justo antes de comenzar el año fiscal 2016, el Gobernador de Puerto Rico, Hon. Alejandro García Padilla, anunció al País, y al mundo, que la deuda pública del ELA que aquí desglosamos era impagable según pactada y que debía reestructurarse en su totalidad. A falta de acción del Congreso de los Estados Unidos, de una ley local que permita reestructurar la deuda de forma ordenada o de un acuerdo voluntario de reestructuración de deuda con nuestros acreedores durante el año fiscal en curso, esta Administración ha tenido que tomar medidas extraordinarias e insostenibles a largo plazo para atender el problema inminente de flujo de efectivo y poder continuar proveyendo servicios esenciales a nuestros residentes, tales como:

- La implantación de una reserva presupuestaria tanto en los gastos operacionales como en las asignaciones especiales de las agencias e instrumentalidades del ELA;
- Ajustes presupuestarios por \$500 millones a mitad del año fiscal;
- La activación del mecanismo del "clawback" para retener los ingresos destinados para el pago de la deuda de ciertas corporaciones públicas para el pago de la deuda de obligación general;
- Atrasar el desembolso de reintegros y pagos a suplidores;
- Adelantar las aportaciones de los Sistemas de Retiro al Departamento de Hacienda.

No obstante, a pesar de todas las medidas de austeridad fiscal tomadas para atajar la crisis, en abril de este año anunciamos que el Gobierno no tiene suficientes fondos públicos para pagar la deuda total del ELA y, a la vez, continuar prestando servicios esenciales a la ciudadanía. Por consiguiente, esta Asamblea Legislativa aprobó la Ley de Moratoria como medida de emergencia adicional, proveyéndole al Gobernador la facultad para declarar periodos de emergencia y moratorias en los pagos de las obligaciones del ELA y ciertas obligaciones de sus instrumentalidades. Recientemente,

el Gobernador ha tenido que ejercer los poderes que le provee dicha ley, ordenando periodos de moratoria para el BGF y la Autoridad para el Financiamiento de la Infraestructura ("AFI") y un periodo de emergencia para la ACT. La actual implantación de la Ley de Moratoria responde a la deficiencia en flujo de efectivo a corto plazo que existe en el Gobierno del ELA y en sus instrumentalidades, por lo que se continuará ejecutando en paralelo a las negociaciones voluntarias que esta Administración sostiene desde el mes de marzo de 2016 con sus acreedores.

Esfuerzos de Reestructuración de Deuda

El anuncio del Gobernador en junio de 2015 de que la deuda contraída por el Gobierno de Puerto Rico con sus acreedores, y a través de un amplio número de créditos públicos, era impagable, se fundamenta en el resultado del Informe Krueger en donde se concluye que Puerto Rico se ubica en un espiral económico y fiscal que limita considerablemente su capacidad de generar crecimiento económico en ausencia de una amplia reestructuración de su deuda pública, falta de reformas estructurales para transformar la economía, y falta de cambios profundos en las instituciones para mejorar la credibilidad. La reestructuración de la deuda permitiría liberar la presión en las proyecciones de flujo de efectivo para reinvertir así el capital mínimo necesario para impulsar el comercio y la actividad económica.

Acto seguido, se desarrolló mediante Orden Ejecutiva el Grupo de Trabajo para la Recuperación Fiscal y Económica de Puerto Rico. Al grupo se le encomendó elaborar un plan de ajuste fiscal que guiara las decisiones fiscales y económicas del Gobierno, y atendiera una serie de reformas estructurales a la economía del País, de forma que se trazara una ruta hacia la recuperación económica y social de Puerto Rico. Así las cosas, el pasado 9 de septiembre de 2015, el Grupo de Trabajo publicó el Plan de Ajuste Fiscal y Económico de Puerto Rico (el "Plan"). Posteriormente, este fue revisado durante el mes de enero de 2016. Este plan sirvió de base para desarrollar y presentar nuestra primera propuesta en el proceso de renegociación de la deuda.

En marzo de 2016, el gobierno del ELA presentó una propuesta abarcadora de reestructuración para una porción de aproximadamente \$50,000 millones de la deuda emitida, que representa un setenta y dos (72) por ciento de la deuda pública. Luego de haber intercambiado propuestas con nuestros acreedores, hemos preparado una tercera propuesta que está siendo discutida con distintos acreedores.

Presupuesto del Fondo General para el Año Fiscal 2016-2017 y certificación de recaudos por ente independiente

El Presupuesto recomendado ha tomado como base el estimado de recaudos informado al presente por el Departamento de Hacienda, de conformidad con lo dispuesto en la Sección 7 del Artículo VI de la Constitución y certificado por un ente independiente, según requisito de ley.

Conforme al Artículo 608, inciso f(v) de la Ley de Moratoria, en la medida que la Junta de Supervisión Fiscal y Recuperación Económica de Puerto Rico no se haya constituido, la AAFAF tendrá el deber de validar, o seleccionar a un asesor independiente que valide las proyecciones de ingresos del ELA para cualquier año fiscal antes de que dichas proyecciones sean sometidas a la Asamblea Legislativa como parte del presupuesto del ELA.

Por primera vez en la historia de nuestro gobierno y como medida de responsabilidad fiscal, el ELA contrató una firma externa, Conway MacKenzie ("CM"), para llevar a cabo el proceso de certificación de los recaudos del Departamento de Hacienda. Desde enero de 2015, CM ha estado involucrado en el análisis y proyección del flujo de efectivo del ELA. En el Informe de Certificación, CM evaluó el proceso y los supuestos de las proyecciones del fondo general provisto por el Departamento de Hacienda y concluye que, siempre y cuando los ingresos del año fiscal en curso sean de aproximadamente \$9,292 millones, el estimado de ingresos para el Fondo General de \$9,100 millones es razonable. CM recomienda que el Departamento de Hacienda monitoree los ingresos al Fondo General para los meses de mayo y junio del 2016, y de ocurrir cambios materiales, actualizar el estimado de ingresos del año fiscal 2017. Una copia de este informe se agrega como anejo (Anejo I) a esta ponencia.

Según presentado por la Oficina de Gerencia y Presupuesto ("OGP"), el presupuesto recomendado de gastos asciende a \$9,100 millones, cantidad inferior al Presupuesto Aprobado en el presente año fiscal de \$9,800 millones, e inclusive menor que el Presupuesto Ajustado de este año fiscal de \$9,292 millones. Ahora bien, este Presupuesto presenta grandes retos en la medida en que aumentan los gastos por motivos de inclusión de varias partidas no recurrentes pero esenciales, incluyendo el presupuesto de la AAFAF.

Pago de Deuda Pública en el Presupuesto del Fondo General

En cuanto a la asignación que incluye el presupuesto recomendado para el año fiscal 2016-2017 para el pago de la deuda pagadera del Fondo General, el Artículo 108 de la Ley de Moratoria dispone que al declarar un periodo de emergencia el Gobernador "debe darle prioridad a los servicios esenciales sobre el pago de la deuda no sólo para proveer para la salud, seguridad y el bienestar de los residentes del Estado Libre Asociado pero también para evitar una contracción económica adicional y la crisis fiscal y humanitaria que en última instancia materialmente empeoraría el recobro de los acreedores de los bonos de Puerto Rico." Según ha establecido la OGP en ocasiones previas, el Gobierno del ELA no cuenta con los fondos necesarios para cumplir con la

totalidad del pago de principal e intereses de las obligaciones generales vencederas el 1ro de julio de 2016 y continuar proveyendo servicios esenciales a los residentes de Puerto Rico. Tampoco cuenta con los recursos necesarios para cumplir con la mayoría de los pagos de deuda vencedores durante el año fiscal 2017 y, a su vez, mantener la operación del Gobierno del ELA. Es por esto que el presupuesto que hoy evaluamos asume que se implantará una moratoria en la totalidad de la deuda pública del ELA conforme a la Ley de Moratoria y que se llegará a una reestructuración de la deuda pública en o antes de finalizar el periodo cubierto establecido por dicha ley. Por consiguiente, se reduce la cantidad que se hubiera asignado para el pago de la deuda durante el año fiscal 2017 y se incluyen \$210 millones conforme a la oferta pública de reestructuración más reciente que estamos discutiendo actualmente con nuestros acreedores.

Liquidez

Por último, en términos de flujo de efectivo, el ELA continuará manejando un déficit de efectivo en caja que requerirá continuar tomando algunas de las medidas administrativas extraordinarias implantadas durante el año fiscal en curso para continuar proveyendo servicios esenciales al pueblo. Una de estas medidas es la aprobación de legislación presentada recientemente por esta Administración reautorizando a la Corporación del Fondo del Seguro del Estado ("CFSE"), la Administración de Compensación por Accidentes de Automóviles ("ACAA") y el Seguro por Incapacidad No Ocupacional Temporal ("SINOT") a que adquieran TRANS del ELA hasta la cantidad de \$400 millones en agregado. Es probable que sin la reautorización de esta emisión de notas interna durante el comienzo del año fiscal 2017, el Gobierno no tenga la liquidez necesaria para poder operar.

Además de la reautorización del TRANS interno, será también necesario durante los meses subsiguientes del año fiscal continuar monitoreando de cerca el flujo de efectivo del ELA e implantar medidas de emergencia adicionales, tales como atrasar aún más los pago a suplidores, corporaciones públicas, municipios y reintegros, para asegurar la liquidez necesaria para la provisión de servicios esenciales a la ciudadanía. La AAFAF, junto al resto del componente fiscal del Gobierno, continuará evaluando y desarrollando medidas para allegar liquidez al Gobierno, intentando en todo momento no afectar la prestación de servicios esenciales.

Presupuesto AAFAF

La solicitud del Presupuesto de la AAFAF asciende a \$76 millones. Alrededor de \$69 millones, o el noventa (90) por ciento de esta partida presupuestaria, corresponde a los esfuerzos relacionados con asesoría financiera y de agencia fiscal del ELA y sus instrumentalidades. De esta cuantía, \$19 millones corresponde a las reservas por los gastos por concepto de reclamaciones y litigios relacionados con el proceso de reestructuración. Eso incluye, pero no se limita a, los litigios para defender la

constitucionalidad de la Ley de Moratoria, la activación del “clawback” y los litigios que surjan como resultado de las Órdenes Ejecutivas para declarar estados de emergencia y/o moratorias sobre las entidades cubiertas por la Ley Núm. 21-2016. Alrededor de \$50 millones corresponden al gasto por concepto de servicios profesionales a firmas especializadas en los siguientes temas:

1. La reestructuración de la deuda,
2. El desarrollo del Plan de Ajuste Fiscal;
3. Bond Counsel de las entidades;
4. Tax Counsel;
5. Bufetes especializados en relaciones laborales;
6. Bufetes especializados en materia de divulgación financiera;
7. Firmas profesionales en materia de asesoría financiera; entre otros

La AAFAF está en proceso de solicitar propuestas a los consultores de reestructuración y otros servicios profesionales. Todas las propuestas se van a evaluar y se podrían revisar y/o no aceptar.

Además, la AAFAF asumirá los roles de asesor financiero y agente fiscal que antes recaía en el BGF. Como resultado de esta transferencia de responsabilidades y sujeto a la aprobación del presupuesto de la AAFAF, todos los empleados clasificados bajo Agencia Fiscal y Financiamiento del Banco, pasarían a ser empleados de AAFAF. Al mismo tiempo, este presupuesto viabiliza la creación de una oficina de asesoramiento legal con tres (3) abogados dedicados a asuntos internos de la agencia, legislativo y de reestructuración, respectivamente. También viabiliza la creación de la oficina del Director Ejecutivo y Subdirector con (2) dos ayudantes especiales.

Conclusión

En virtud de lo antes expuesto, es innegable que el próximo año fiscal 2016-2017 representará uno de grandes retos a nivel administrativo debido a los problemas de flujo de efectivo, la ausencia de mecanismos de reestructuración de la deuda según pactada y la obligación del Gobierno del ELA de continuar proveyendo servicios esenciales a nuestros residentes.

Ante esta realidad, el presupuesto recomendado para el año fiscal 2016-2017 se fundamenta en lograr una reestructuración de la deuda, reformas estructurales para incentivar la economía, mejorar nuestra credibilidad y continuar proveyendo servicios esenciales, según establecido en la Ley de Moratoria. Atender todas estas áreas de forma integrada es importante para que el Gobierno del ELA y todas sus instrumentalidades salgan de la crisis fiscal.

Hon. José R. Nadal Power
Presupuesto 2016-2017
8 de junio 2016
Página 8

Esperamos que nuestros comentarios le hayan sido de utilidad y quedamos a su disposición y para continuar aportando a su labor legislativa en lo que usted considere necesario.

Cordialmente,

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Vas' followed by a stylized circular flourish.

Víctor Suarez-Meléndez

Presidente

Commonwealth of Puerto Rico

Validation of Fiscal Year 2017 General Fund Revenue Projection

By: Conway MacKenzie, Inc.

Background and Scope of Work

The Puerto Rico Fiscal Agency and Financial Advisory Authority requested Conway MacKenzie, Inc. (“CM”) to validate the FY 2017 Revenue Projection for the Commonwealth of Puerto Rico¹. CM’s scope was limited to the General Fund revenue projected by PR Department of Treasury (“Treasury”) for the period of July 1, 2016 through June 30, 2017 (“FY 2017”). The validation process consisted of analyzing Treasury’s revenue projection methodology and application of the methods used to project FY 2017 revenue for the General Fund.

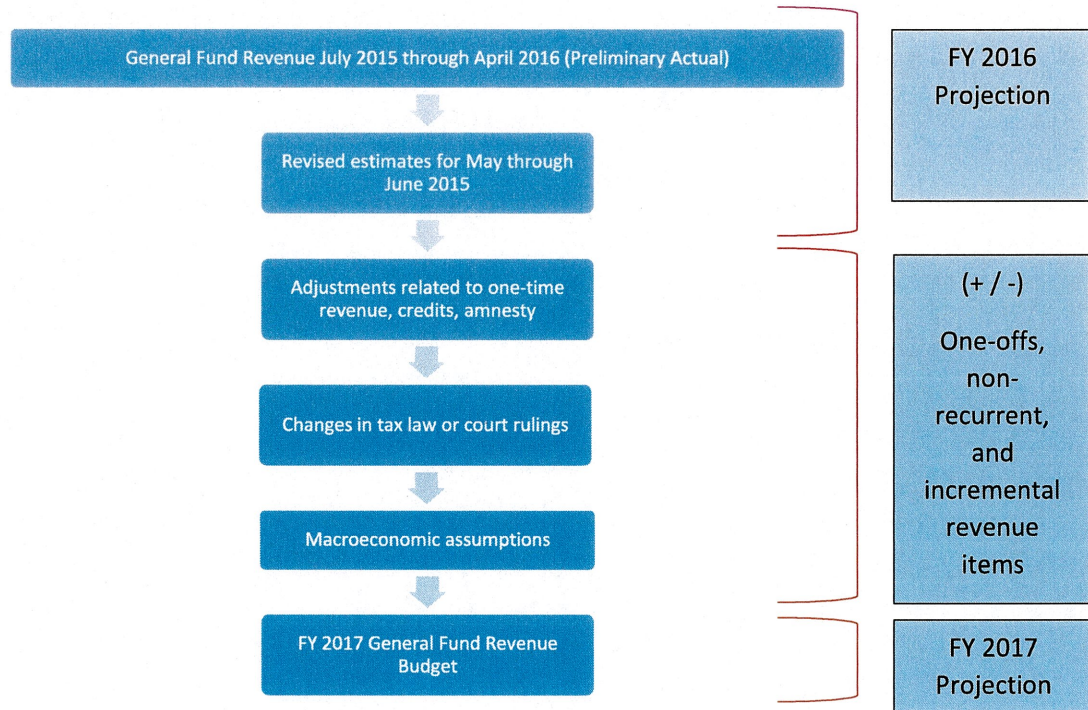
Analysis Performed

1. The procedures used in the validation of the Revenue included, but were not limited to, the following activities:
 - a. Met with the Planning Board to discuss their macroeconomic forecast for FY 2017
 - b. Discussed revenue projections with the Office of Economic and Financial Affairs within the Puerto Rico Department of Treasury (“Treasury”)
 - c. Analyzed actual revenues for the period of July 1, 2016 through April 30, 2016
 - d. Analyzed Treasury’s May through June 2016 revenue projection
 - e. Analyzed Treasury’s FY 2017 revenue projection
 - f. Analyzed variances between projected FY 2016 and FY 2017 (See Appendix A)
 - g. Inquired about significant court rulings impacting the General Fund revenue
 - h. Analyzed new laws or changes in laws that might materially impact the revenue projection of the General Fund
 - i. Analyzed historical error rates
2. CM’s activities did not (see limitations):
 - a. Analyze of macroeconomic models or assumptions
 - b. Analyze the revenue impact of Treasury’s ongoing compliance efforts

¹ “to the extent that the Puerto Rico Fiscal Oversight and Economic Recovery Board has not been constituted, to validate or select the independent consultant that will validate the revenue projections of the Commonwealth for any given fiscal year prior to such revenue projection being submitted to the Legislative Assembly as part of the Commonwealth’s budget pursuant to Article 4(a) of Act No. 147 of June 18, 1980, as amended” (Act 21, Puerto Rico Emergency Moratorium and Financial Rehabilitation Act, Section 603 (f)(5))

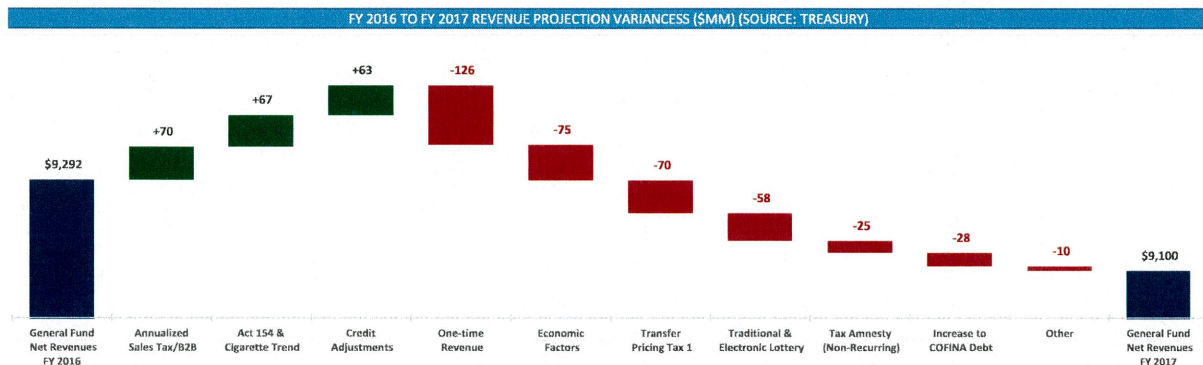
Revenue Projection Process

Treasury's revenue projection is short-term and covers a one-year period. Treasury uses various forecasting techniques to project revenue including; econometric models, trend analysis, microsimulation models. The Revenue Projection also considers macroeconomic projections provided by the Puerto Rico Planning Board ("Planning Board"), changes in tax law and court orders. A summary of the process is below:



FY 2016 and FY 2017 General Fund Revenue Projections

Treasury's projects that revenue in FY 2016 will be \$9.292 billion, decreasing to \$9.1 billion in FY 2017. The net reduction of \$192 is based in Treasury's assessment of both favorable and unfavorable considerations between projected revenue for FY 2016 compared to FY 2017, as shown below.



Summary of Findings

The error rate of General Fund revenue since FY 2014 has been above average.^{2,3} The variances that occurred in FY 2016 are primarily attributable to two factors; (1) tax legislation related to Act 72, which increased sales and use tax from 7% to 11.5% among other changes; and (2) the original FY 2016 revenue projection estimates from May and June 2015 included one-time amnesty revenue. Since Treasury is not anticipating any significant one-time revenue in May and June or changes to tax legislation these risk factors are significantly reduced for the FY 2017 revenue projection.

CM noted that there was a varying quality of data supporting the assumptions in the projections (see Appendix A). The detail ranged from actual data with detailed support (more reliable) to estimates of segments of historical data (less reliable). Overall, based on the information available to Treasury, it is CM's opinion that the supporting data was used properly (when available), and that the estimates used when data was not available were reasonable.

CM analyzed the assumptions and the process used by Treasury to project FY 2017 General Fund revenue and concluded these are reasonable. CM concludes that as long as FY 2016 revenue is approximately \$9.292 billion, the FY 2017 revenue projection of the General Fund totaling \$9.1 billion is reasonable. CM recommends that Treasury monitor the General Fund revenue for May and June 2016 and update FY 2017 revenue projections if material variances occur.

Limitations

This report is based on CM's analysis of the General Fund revenue only. Additional revenue for the Commonwealth of Puerto Rico including, but not limited to; Public Corporations, Component Units, Federal Funds, and other Non-General Fund revenue is not within the scope of this report.

CM relied upon Treasury's FY 2016 projected revenues to validate the FY 2017 revenue projection. Actual revenue for the months of May and June 2016 may be significantly different from the projections and CM's conclusion, as a result may change.

CM did not perform any economic analysis and relied upon information provided by both Treasury and the Planning Board.

² From 1987 to 2013 the error rate of over 1,300 State revenue forecasting observations had a mean of 1.0% as a percentage of actual revenue. (State Tax Revenue Forecasting Accuracy: Technical Report (Rockefeller Institute, pg. 7)

³ Variances from actual results to the original budget for FY 2014 and FY 2015 were (-5.4%) and (-6.7%), respectively as a percentage of actual revenue. The FYTD April 2016 variance is (-3.2%) as compared to the original projection.

Treasury relied on significant assumptions in developing the FY 2017 revenue projections, which are out of their control. If these assumptions change there may be a material impact to the estimated amounts.

- 1) Impact of legislation – the FY 2017 revenue projection assumes that sales and use tax will continue at a rate of 11.5% and business-to-business tax at a rate of 4%. The projection also assumes that the current exemptions for sales and use tax remain consistent. Further it is assumed that there are no amendments to current tax laws. Compliance measures are anticipated to offset any unfavorable economic factors for sales and use tax.
- 2) Impact of judicial rulings – Treasury has appealed the decision related to the Wal-Mart case. There is no ruling on the appeal at this time and a replacement tax has not been considered for the FY 2017 revenue projection.
- 3) Electronic lottery – Treasury has assumed a contract will be signed relating to the electronic lottery and a \$45 million reduction in electronic lottery revenue as a result.
- 4) Use of estimates – Treasury has estimated the impact of revenue related to Transfer Pricing and assumes the full amount will be collected in FY 2016. Estimates on the macro-economic impact of the economy of the Planning Board were also included in the FY 2017 revenue projections.
- 5) Compliance efforts – Compliance efforts have been widely reported, however, the impact of these measures on FY 2016 revenue has not been quantified by Treasury. Treasury assumes that compliance efforts will continue in FY 2017.

Disclaimer

This report represents a summary of Conway MacKenzie, Inc.'s ("CM") findings and should not be used for any purpose other than that for which it has been designated.

CM, including its officers, directors, employees, agents, attorneys, advisors, members, partners or affiliates, makes no representation or warranty, express or implied, with respect to the information contained herein; and we hereby expressly disclaim any such representation or warranty. CM assumes no responsibility with respect to the accuracy or completeness of the information contained herein and shall have no obligation to update or correct any of the information. CM neither owes nor accepts any duty or responsibility to any reader or recipient of this presentation, whether in contract or tort, and shall not be liable for or in respect of any loss, damage (including without limitation consequential damages or lost profits) or expense of whatsoever nature which is caused by, or alleged to be caused by, the use of this presentation or which is otherwise consequent upon the gaining of access to this report.

CM's work did not constitute an audit conducted in accordance with generally accepted auditing standards for Fiscal Year 2016 ("FY 2016") or prior year's revenue, an examination of internal controls

or other attestation or review services in accordance with standards established by the American Institute of Certified Public Accountants or any other organization and as such, recipients shall acknowledge the report's limitations. Accordingly, CM does not express an opinion or any other form of assurance on the financial statements or any financial or other information or the internal controls of the Commonwealth of Puerto Rico (the "Commonwealth").

Any statements and assumptions contained in this report, whether forward-looking or historical, are not guarantees of future performance and involve certain risks, uncertainties, estimates, and other assumptions made in this report. The economic and financial condition of the Commonwealth and its instrumentalities is affected by various financial, social, economic, environmental, and political factors. These factors can be very complex, may vary from one fiscal year to the next, and are frequently the result of actions taken or not taken, not only by the Commonwealth and its agencies and instrumentalities, but also by entities such as the government of the United States. Because of the uncertainty and unpredictability of these factors, their impact cannot be included in assumptions of this report. Future events and actual results may differ materially from any estimates, projections, or statements contained herein. Nothing in this report should be considered as an express or implied commitment to do or take, or to refrain from taking, any action by the Commonwealth, the Government Development Bank for Puerto Rico ("GDB"), or any government instrumentality in the Commonwealth. Nothing in this report shall be considered a solicitation, recommendation or advice to any person to participate, pursue or support a particular course of action or transaction, to purchase or sell any security, or to make any investment decision.

By accepting this report, the recipient shall be deemed to have acknowledged and agreed to the terms of these limitations.

Appendix A: FY 2016 AND FY 2017 REVENUE VARIANCES

MAY 2016

(\$ in millions)	General Fund Revenue ¹	Treasury Methodology	Supporting Data	Comments
General Fund Projected Net Revenues - FY 2016	\$ 9,292	Actual data for July 2015 through April 2016, projected May and June	Historical trends	Projection is reasonable, pending May and June 2015 revenues are on target
Treasury Adjustments to Project FY 2017 Revenue:				
Increases to FY 2016 Revenue:				
Annualized Sales Tax/B2B	70 C	Annualized historical FY 2016 revenue. The economic impact related to sales tax is offset by compliance efforts.	Actual revenue for FY 2016	Projection is reasonable for SUT and B2B, pending compliance and economic targets are met.
Act 154 and Cigarette trend	67 C	Adjusted based on input from Act 154 tax payer and recent revenue of excise taxes on cigarettes	Historical revenue and data from certain tax payers	Projection is reasonable
Credit adjustments	63 B	Normalized revenue for credits taken during FY 2016	Credits taken in FY 2016	Projection is reasonable
Sub-total Increases to FY 2016 Revenue	\$ 200			
Decreases to FY 2016 Revenue:				
One-time Revenue	(126) A	Assumes that certain large payments will not occur in FY 2017	Historical revenue data	If these do recur this item represents a potential opportunity to the projection
Economic factors	(75) E	Applied economic factors to individual and corporate income tax, and motor vehicle excise fees. The economic impact related to sales tax is offset by compliance efforts.	Planning Board and Treasury Economic Analysis	CM relied upon Treasury's application of the economic factors
Wal-mart case ²	(70) C	Estimated based on historical corporate tax returns, actual data to quantify the impact of the tax or if it was collected in FY 2016 is unavailable	Micro-simulation model of historical	CM could not determine whether or not the tax has been paid or the accuracy of the estimate. Potential risk if the actual amount paid in FY 2016 is higher than \$70 million.
Traditional and Electronic Lottery	(58) C	Adjusted electronic lottery based on anticipated agreement and traditional lottery based on historical trends	Anticipated agreement with electronic lottery vendor and historical revenue	Projection is reasonable
Tax Amnesty (non-recurring)	(25) D	Removed one-time revenue from projection	Actual amnesty revenue received in FY 2016	Projection is reasonable
Increase to COFINA Debt	(28) D	Reduction to revenue related to increase in debt service payments	Based on loan documentation	Projection is reasonable
Other	(10) C	Increase income tax refund reserve	Historical refund data from individual tax returns	Projection is reasonable
Sub-total Decreases to FY 2016 Revenue	\$ (392)			
Total Variance from FY 2016 to FY 2017	\$ (192)			
General Fund Projected Net Revenues - FY 2017	\$ 9,100			

Footnote:

¹ Source: Treasury

² Wal-Mart Puerto Rico, Inc. v. Juan C. Zaragoza-Gomez, Case No.

3:15-CV-03018, declared this tax invalid.