

Análisis de viabilidad — cuadro de servicio y auditoría aritmética

Cuadro completo año por año, retención efectiva, umbrales de cobertura, análisis de estrés y las cuatro correcciones. Escenario recomendado, cupón 6,00 % en UI.

I. Objeto

Responde la pregunta que la calificadora, el Tribunal de Cuentas y la Junta van a formular primero: si la recaudación de Contribución Inmobiliaria alcanza para sostener la operación, y con cuánto margen. Contiene el cuadro de servicio año por año, la retención efectiva —servicio más gastos—, los umbrales de recaudación para cada nivel de cobertura y la auditoría de las cuatro correcciones respecto de las versiones anteriores.

II. Las cuatro correcciones

1. La retención no es el servicio

Es el servicio más los gastos del fideicomiso, que ocupan el primer escalón de la cascada: UI 9.675.768 en los años 1 y 2 y UI 16.711.894 desde el tercero, un 11,4 % más que el servicio.
2. Faltaba el fondo de gastos operativos

Tres meses de gastos recurrentes, USD 70.291, dotados con la emisión para cubrir el arranque antes de la primera cobranza.
3. El cupón del 4,80 % no resiste la curva de una

Deja un diferencial de 40 a 110 puntos básicos. Se adopta el 6,00 %; el 4,80 % queda como piso y el 7,00 % como conservador.
4. Quién puede ser fiduciario

Tres categorías según el art. 26 de la Ley 17.703; redactar el pliego sólo para AFISA reduce la competencia sin fundamento.

III. La estructura verificada

Concepto	Importe
Desembolso neto a la Intendencia	USD 20.000.000
(+) Fondo de reserva de servicio — 6 meses	USD 1.237.890
(+) Fondo de gastos operativos — 3 meses	USD 70.291
(+) Costos fijos con IVA y contingencia	USD 448.679
(+) Costos variables de colocación — 0,732 %	USD 160.435
Monto a emitir	USD 21.917.294 · UI 132.857.094 · 132.857 unidades

La verificación del cierre es exacta: 21.917.294 menos 160.435, menos 448.679, menos 1.237.890, menos 70.291, da exactamente USD 20.000.000. Sobre-emisión 9,59 %; costos de estructuración USD 609.114 (2,78 %); gastos recurrentes del primer año USD 281.164 (1,283 % del saldo); costo financiero total para la Intendencia 7,47 % anual.

IV. Cuadro de servicio de la deuda

Sistema francés sobre trece años de amortización, con dos años de gracia de capital. Todas las cifras en Unidades Indexadas.

Año	Saldo inicial	Interés	Amortización	Servicio	Gastos
1	132.857.094	7.971.426	—	7.971.426	1.704.343
2	132.857.094	7.971.426	—	7.971.426	1.704.343
3	132.857.094	7.971.426	7.036.126	15.007.551	1.704.343
4	125.820.968	7.549.258	7.458.293	15.007.551	1.704.343
5	118.362.675	7.101.760	7.905.791	15.007.551	1.704.343
6	110.456.884	6.627.413	8.380.138	15.007.551	1.704.343
7	102.076.746	6.124.605	8.882.947	15.007.551	1.704.343
8	93.193.799	5.591.628	9.415.923	15.007.551	1.704.343
9	83.777.876	5.026.673	9.980.879	15.007.551	1.704.343
10	73.796.997	4.427.820	10.579.731	15.007.551	1.704.343

Año	Saldo inicial	Interés	Amortización	Servicio	Gastos
11	63.217.266	3.793.036	11.214.515	15.007.551	1.704.343
12	52.002.750	3.120.165	11.887.386	15.007.551	1.704.343
13	40.115.364	2.406.922	12.600.629	15.007.551	1.704.343
14	27.514.734	1.650.884	13.356.667	15.007.551	1.704.343
15	14.158.067	849.484	14.158.067	15.007.551	1.704.343
Total	—	78.183.924	132.857.094	211.041.018	25.565.145

Año	Servicio	Gastos	Retención	Saldo final
1	7.971.426	1.704.343	9.675.768	132.857.094
2	7.971.426	1.704.343	9.675.768	132.857.094
3	15.007.551	1.704.343	16.711.894	125.820.968
4	15.007.551	1.704.343	16.711.894	118.362.675
5	15.007.551	1.704.343	16.711.894	110.456.884
6	15.007.551	1.704.343	16.711.894	102.076.746
7	15.007.551	1.704.343	16.711.894	93.193.799
8	15.007.551	1.704.343	16.711.894	83.777.876
9	15.007.551	1.704.343	16.711.894	73.796.997
10	15.007.551	1.704.343	16.711.894	63.217.266
11	15.007.551	1.704.343	16.711.894	52.002.750
12	15.007.551	1.704.343	16.711.894	40.115.364
13	15.007.551	1.704.343	16.711.894	27.514.734
14	15.007.551	1.704.343	16.711.894	14.158.067
15	15.007.551	1.704.343	16.711.894	0
Total	211.041.018	25.565.145	236.606.163	—

El cuadro cierra en cero en el ejercicio quince. El interés total asciende a UI 78.183.924, equivalente al 58,8 % del capital emitido en términos reales. La columna de gastos supone gastos recurrentes constantes en términos reales, lo que es conservador: la comisión del fiduciario, cerca del catorce por ciento de esa columna, desciende con el saldo.

V. Umbrales de viabilidad

Cobertura	Significado	Flujo cedido anual necesario
1,0 veces	Punto de equilibrio: el flujo apenas...	UI 16.711.894 · USD 2.756.943
1,2 veces	Umbral del gatillo contractual	UI 20.054.273 · USD 3.308.332
1,4 veces	Objetivo de estructuración: grado d...	UI 23.396.652 · USD 3.859.721
1,6 veces	Holgado: absorbe un ejercicio malo...	UI 26.739.030 · USD 4.411.109

La estructura requiere ceder del orden de USD 3.860.000 anuales de Contribución Inmobiliaria para alcanzar la cobertura objetivo con el cupón base; USD 3.607.329 en el piso y USD 4.078.395 en el conservador. La referencia pública sobre el flujo incremental —unos USD 18.500.000 en enero de 2025, con proyección a no menos de USD 24.000.000 anuales— daría una cobertura del orden de 6,7 veces, pero es un dato de prensa no verificado: sin la serie oficial de los últimos cinco ejercicios el análisis es un marco, no una conclusión.

VI. Tres factores que reducen la recaudación efectiva

Los descuentos por pago en fecha (6 % en enero más hasta 8 % por buen pagador); el pago en cinco cuotas entre marzo y octubre para los padrones por debajo de \$ 29.219 en 2026, que distribuye una porción de la recaudación a lo largo del año; y la morosidad y las exoneraciones vigentes. Consecuencia para el diseño: el fiduciario retiene todo lo que ingrese hasta cubrir el tramo del ejercicio, cualquiera sea el mes, y la cobertura se mide contra un acumulado móvil o un perfil mensual esperado, no contra una doceava parte de la cuota anual.

VII. Análisis de estrés

Escenario	Flujo cedido	Cobertura	Consecuencia
Base	UI 23.396.652	1,40	El excedente se libera...

Escenario	Flujo cedido	Cobertura	Consecuencia
Caída del 10 %	UI 21.056.987	1,26	Por encima del gatillo,...
Caída del 15 %	UI 19.887.154	1,19	Se activa el gatillo: blo...
Caída del 25 %	UI 17.547.489	1,05	Cobertura mínima; se...
Caída del 28,6 %	UI 16.711.894	1,00	Punto de equilibrio ex...
Caída del 40 %	UI 14.037.991	0,84	La reserva cubre el fal...

El margen de resistencia es de 28,6 puntos porcentuales de caída antes de agotar la cobertura, y el fondo de reserva agrega un ejercicio y medio adicional. Lo que la reserva no cubre es una decisión administrativa que reduzca la base: la mitigación es un compromiso expreso de la Intendencia en el contrato de cesión de no reducir la base imponible ni la alícuota por debajo de un nivel de referencia, con obligación de compensar con otro flujo equivalente.

VIII. Qué hay que obtener para cerrar el análisis

Serie de recaudación efectiva de los últimos cinco ejercicios con desagregación mensual; tasa de utilización de los descuentos y proporción de pago en cuotas; morosidad e importe exonerado; detalle de los flujos ya cedidos en 2021, 2023 y 2025 con su prelación; y confirmación del flujo incremental de padrones que salen de exoneración. Con esos cinco elementos la emisión puede presentarse a una calificadora.

Demostración preparada por el Estudio Jurídico Fernando Torres sobre la base del expediente de setiembre de 2026. Contenido resumido; no sustituye el expediente completo ni constituye asesoramiento.