

ESTUDIO JURÍDICO FERNANDO TORRES

Fideicomiso Maldonado

UI 15A

Esquema reestructurado · integra el término de referencia aportado

USD 20.000.000 netos para la Intendencia Departamental de Maldonado · Contribución Inmobiliaria como activo subyacente

1

SE ADOPTA

Retención con liberación de excedentes, rieles BCU y SPI, cinco módulos

2

SE CORRIGE

El faltante de USD 2,6 M, el Módulo E y la anualidad

3

ESQUEMA FINAL

Arquitectura, números y planilla resumida

Qué cambia al integrar el nuevo material

El término de referencia aportado mejora la mecánica de garantía y define bien la plataforma. Tres puntos exigen corrección.

4,80 %

Nuevo cupón

En UI, anual, sistema francés.
Reemplaza el supuesto del 6,00%.

USD 2,6 M

Faltante detectado

Lo que la Intendencia NO recibiría si se emiten USD 20 M exactos.

Módulo E

Mercado no autorizado

El libro de órdenes interno tal como está especificado requiere autorización.

6,40 %

Costo todo incluido

Baja desde 7,67% por el menor cupón.

Elemento	Esquema aportado	Decisión
Mecánica de garantía	Retención hasta cubrir cuota y reserva, excedente liberado mensualmente	SE ADOPTA — es mejor que el porcentaje fijo cedido
Gatillo de cobertura	Bloqueo automático si el DSCR mensual cae bajo 1,2x	SE ADOPTA
Rieles de integración	Web Service del BCU para la UI · SPI para dispersión masiva	SE ADOPTA — sustituye los supuestos genéricos
Identidad digital	Abitab Mobile ID, TuID Antel, cotejo con DNIC	SE ADOPTA — más barato y local
Monto de la emisión	USD 20.000.000 nominales	SE CORRIGE — deja un faltante de USD 2,6 M
Mercado secundario (Módulo E)	Libro de órdenes interno entre titulares	SE CORRIGE — es constituir un mercado
Anualidad y gracia	UI 11.910.000, sin gracia de capital	SE CORRIGE — aritmética y calce con la obra



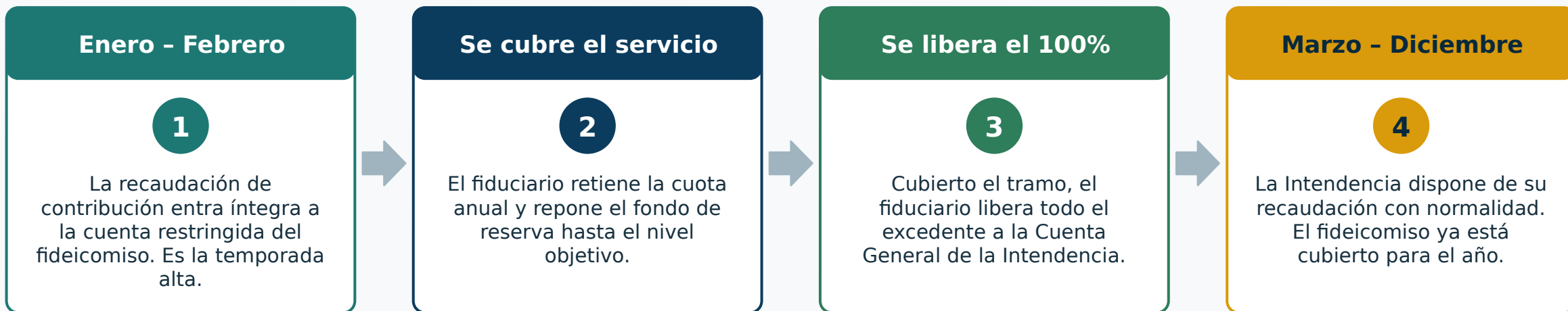
1

Lo que se adopta

Retención con liberación de excedentes · gatillo de cobertura · rieles BCU y SPI · los cinco módulos

Retención hasta cubrir la cuota, excedente liberado mensualmente

Sustituye al porcentaje fijo cedido. Aprovecha la estacionalidad de Maldonado: la contribución se cobra concentrada en enero y febrero.



Por qué es mejor

- La Intendencia no resigna un porcentaje de todo lo que recauda: resigna un importe cierto y recupera el resto.
- El inversor cobra antes, no en cuotas prorrateadas a lo largo del año.
- Políticamente es mucho más vendible ante la Junta: se cede una cuota, no una porción indefinida del futuro.

El gatillo de cobertura

- Si la recaudación mensual cae por debajo de 1,2 veces la cuota mensual equivalente, el sistema bloquea automáticamente la liberación de excedentes.
- El bloqueo es automático y contractual, no discrecional del fiduciario.
- Es la mejora crediticia que sostiene la calificación de grado de inversión.

Los dos rieles que hacen funcionar la operación

Ninguno es blockchain. Son las conexiones con la infraestructura financiera uruguaya, y sin ellas el proyecto no opera.

RIEL 1 — Web Service del BCU

- Consulta automática cada medianoche de la cotización de la Unidad Indexada y del dólar interbancario.
- Los contratos inteligentes no entienden qué es la UI: el saldo vive en UI en cadena y la conversión a pesos la hace el backend.
- Es vital en los dos extremos: cuántos pesos debe transferir el inversor para comprar, y cuántos pesos cobra en cada cuota.

RIEL 2 — Sistema de Pagos Interbancarios

- Módulo de dispersión masiva que genera los archivos de transferencia interbancaria en el formato estándar de los bancos locales.
- El pago llega en pesos a la cuenta bancaria que cada inversor declaró en su perfil.
- Resuelve la restricción de las AFAP, que no pueden mantener criptoactivos en balance sin custodios autorizados.

IDENTIDAD DIGITAL LOCAL

Abitab Mobile ID

Identidad digital con alcance nacional

TuID de Antel

Alternativa con cobertura equivalente

Cotejo con DNIC

Validación contra el registro civil

OFAC · ONU · PEP

Filtrado de listas según exigencias de SENACLAFT

La identidad local abarata el alta frente a un proveedor internacional, pero NO cubre el filtrado de listas de sanciones y personas expuestas. Los dos componentes deben contratarse por separado.

Los cinco módulos de la plataforma

A

Onboarding y cumplimiento

Identidad digital local · filtrado de listas · alta automática en la lista blanca del contrato

B

Motor financiero

Web Service del BCU · pasarela de suscripción en pesos · dispersión masiva por SPI

C

Portal del inversor

Saldo en tokens, equivalente en pesos y dólares, historial de intereses · Monitor de Transparencia de Maldonado

D

Consola del fiduciario

Registro auditable en .csv, .xlsx y .pdf firmado · pausar, forzar transferencia, quemar y emitir por orden judicial

E

Mercado secundario

REDISEÑADO: enrutamiento de órdenes al corredor de bolsa. Ver Parte 2.



2

Lo que se corrige

El faltante de USD 2,6 millones · el Módulo E · la anualidad y el calce con la obra

CORRECCIÓN 1

Emitir USD 20 M deja a la Intendencia con USD 17,4

M

El término de referencia fija el monto nominal de la emisión en USD 20.000.000 y, a la vez, un fondo de reserva de un año de servicio. Ambas cosas no caben.

Si se emiten USD 20.000.000 exactos	Importe
Monto emitido	USD 20.000.000
(–) Fondo de reserva de un año de servicio	(USD 1.900.885)
(–) Costos fijos de estructuración con IVA	(USD 531.655)
(–) Costos variables de colocación	(USD 170.800)
DESEMBOLSO REAL A LA INTENDENCIA	USD 17.396.660
FALTANTE RESPECTO DE LO PROMETIDO	USD 2.603.340

La estructura corregida

Para que la Intendencia reciba USD 20.000.000 netos, con reserva de un año y los costos reales, hay que emitir:

USD 22.904.166

UI 138.839.260 · 138.839 unidades de UI 1.000

- Servicio anual: UI 13.195.875, no UI 11.910.000.
- Sobre-emisión del 14,52%. De ese porcentaje, 9,50 puntos son fondo de reserva y sólo 3,18 son costo.
- Con reserva de seis meses en lugar de un año: emitir USD 21.751.066 y el servicio baja a UI 12.531.535.

Además, la anualidad citada no cierra: la cuota francesa sobre UI 125.000.000 al 4,8% a quince años es UI 11.880.533, no UI 11.910.000. La diferencia es menor, pero en una hoja de términos que se envía al Intendente conviene que las cifras cierren.

El Módulo E, tal como está especificado, es un mercado

La especificación describe un entorno interno donde los titulares colocan ofertas de compra y venta y la liquidación se ejecuta entre ellos.

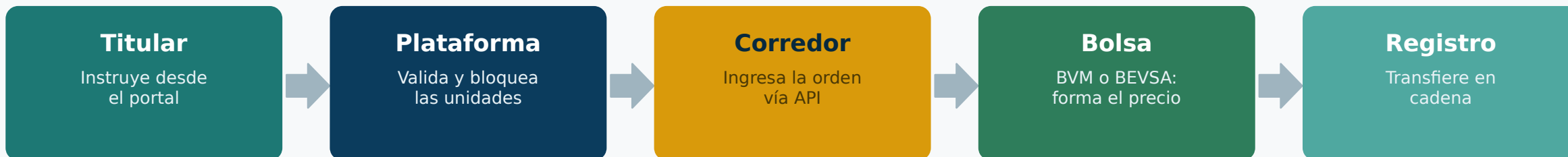
Lo que dice la especificación

"Tablón de anuncios / libro de órdenes: un entorno interno donde los usuarios verificados en la lista blanca puedan colocar ofertas de compra y venta de sus tokens. La liquidación debe ejecutarse únicamente si ambas partes cumplen con las condiciones de la lista blanca."

Por qué no puede hacerse así

- Art. 1 Ley 18.627: la ley alcanza a las bolsas y a los demás mercados de negociación de valores de oferta pública.
- Art. 90: cada mercado requiere autorización previa de la Superintendencia.
- Art. 106: el BCU puede intervenir a las instituciones que constituyan mercados.
- Restringir el acceso a la lista blanca no lo salva: el art. 2 dice que la invitación generalizada a los clientes de una institución ya es oferta pública.

EL MÓDULO E REDISEÑADO



La plataforma no casa órdenes ni forma precios: las transmite. El precio se forma en la bolsa, que es donde la ley quiere que ocurra.

Sin gracia de capital, el repago arranca antes que la obra

La estructura aportada amortiza desde el año 1. La obra tarda dos o tres años en generar el ingreso incremental que la sostiene.

	Esquema aportado	Reestructurado	Efecto
Gracia de capital	Ninguna	2 a 3 años, sólo interés	La Intendencia no paga capital mientras construye
Frecuencia de pago	Anual	Anual	Se mantiene: minimiza el costo de dispersión masiva
Cupón	4,80% en UI	4,80% en UI	Se adopta. Consistente con el tope de Florida II
Servicio años 1 a 3	UI 13.195.875	UI 6.667.000 aprox.	Sólo intereses durante la construcción
Servicio años 4 a 15	UI 13.195.875	UI 15.100.000 aprox.	Mayor, pero va con el flujo incremental en régimen

La decisión es de la Intendencia

Sin gracia, el servicio es parejo y algo menor pero se solapa con la ejecución de la obra. Con gracia, la Intendencia respira durante la construcción y paga más después. El término de referencia aportado ya prevé la alternativa: menciona el sistema alemán con gracia si la comuna necesita la caja los primeros años.

Un punto a favor del esquema aportado

La frecuencia anual es correcta y conviene mantenerla. Con nueve mil seiscientas transferencias por cupón, pasar de anual a semestral duplica el costo de dispersión y a trimestral lo cuadruplica, sin mejorar el rendimiento del inversor.



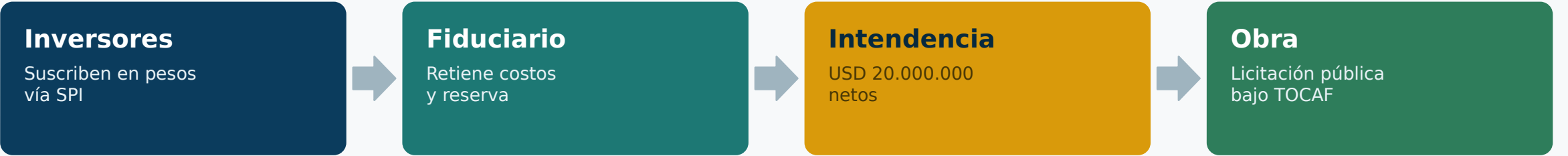
3

El esquema reestructurado

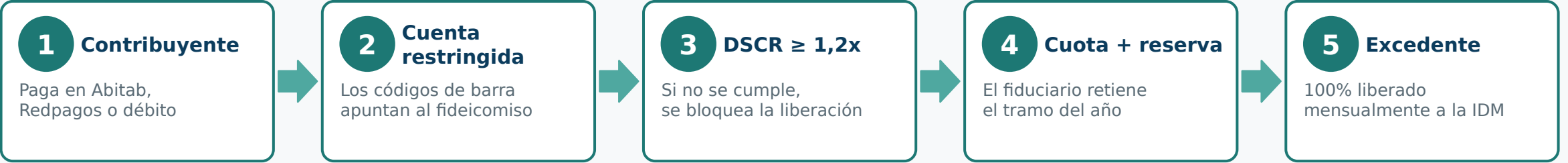
Arquitectura consolidada · números finales · planilla resumida · documentos a producir

Arquitectura consolidada

CIRCUITO DE EMISIÓN



CIRCUITO DE REPAGO CON LIBERACIÓN DE EXCEDENTES



Actor	Rol
Fideicomitente	Intendencia Departamental de Maldonado
Fiduciario financiero	AFISA inscripta en el Registro de Fiduciarios del BCU
Activo subyacente	Cesión irrevocable de recaudación futura de Contribución Inmobiliaria
Plataforma	Registro de valores escriturales, módulos A a E, por delegación del fiduciario
Corredor de bolsa	Intermediación y ejecución en BVM o BEVSA

La emisión y el token

A. LA EMISIÓN

Concepto	Importe
Desembolso neto objetivo	USD 20.000.000
(+) Fondo de reserva — un año de servicio	USD 2.176.910
(+) Costos fijos con IVA y contingencia	USD 531.655
(+) Costos variables de colocación	USD 195.602
MONTO A EMITIR	USD 22.904.166
Equivalente en Unidades Indexadas	UI 138.839.260
Sobre-emisión sobre el monto de obra	14,52%

4,80 %

Cupón anual en UI

Fijo, sistema francés

UI 95,04

Cuota anual por unidad

Capital más interés

B. EL TOKEN

Concepto	Valor
Valor nominal unitario	UI 1.000 (≈ USD 165)
Cantidad total de unidades	138.839
Tramo A — institucional escritural	114.592
Tramo B — minorista tokenizado	24.247
Precio de suscripción	UI 1.000 — 100% del nominal
COMISIÓN COBRADA AL INVERSOR	CERO
Ticket mínimo recomendado	UI 12.000 (≈ USD 2.000)

UI 1.425,66

Total cobrado en 15 años

Por cada unidad de UI 1.000

UI 425,66

Interés total

42,6% del nominal, en términos reales

Los gastos y el costo para la Intendencia

C. LOS GASTOS

Concepto	Inicial	Anual
Estructuración jurídica y dictámenes	123.220	—
Fiduciario, calificación y aranceles	98.840	108.296
Prospecto y gira de presentación	18.300	—
Capa tecnológica (módulos A a E)	242.963	152.183
Cumplimiento y prevención de lavado	—	57.584
Contingencia del 10%	48.332	—
Colocación	195.602	—
TOTAL con IVA	727.257	318.063

Los gastos recurrentes no cambian: dependen de la plataforma, no del cupón.

D. COSTO FINANCIERO EFECTIVO

Componente	Anual
Tasa del cupón	4,800%
(+) Gastos recurrentes sobre el saldo	1,389%
(+) Costos iniciales amortizados	0,212%

COSTO TODO INCLUIDO — AÑO 16.400%

El cupón del 4,80% mejora el modelo

Frente al supuesto anterior del 6,00%, el costo todo incluido baja del 7,67% al 6,40%. La tasa es defendible: equivale a unos 250 puntos básicos sobre el soberano en UI, que es el tope con que se autorizó el fideicomiso de Florida en 2025. Sigue siendo un supuesto y no una cotización: la tasa definitiva surge de la calificación y del proceso de colocación.

Los documentos que faltan producir

El material aportado incorpora tres piezas que no estaban en el expediente y que conviene redactar de inmediato.

1

Carta de intención y hoja de términos

Es el puntapié formal: la envía el estructurador al Intendente y abre la negociación. Debe corregirse el monto nominal para eliminar el faltante de USD 2,6 M.

CORREGIR ANTES DE ENVIAR

2

Guía de presentación institucional para el fiduciario

Resumen ejecutivo, mitigación de riesgos legales para el fiduciario y modelo operativo. Es lo que se lleva a la primera reunión con la AFISA.

REDACTAR

3

Guion de presentación ejecutiva

Para la reunión con el Intendente y la Dirección General de Hacienda. Introduce la tokenización recién en el tramo final, después de asentar la estructura tradicional.

REDACTAR

4

Pliego técnico para el desarrollador

Módulos A a E con el E ya rediseñado, requerimientos no funcionales, auditoría de código y gobernanza de claves.

AJUSTAR MÓDULO E

Qué queda del esquema reestructurado

Se adopta

La mecánica de retención con liberación mensual del excedente, el gatillo de cobertura de 1,2x, los rieles del BCU y del SPI, la identidad digital local y la estructura de cinco módulos.

Se corrige

El monto nominal —hay que emitir USD 22,9 M para desembolsar 20—, el Módulo E, que como está redactado constituye un mercado no autorizado, y la ausencia de gracia de capital.

Se mantiene

El encuadre en el inciso 2º del artículo 301, la estructura de dos tramos, la emisión en Unidades Indexadas y la decisión sobre la plataforma multiempresa.

Primer paso concreto: corregir el monto nominal de la carta de intención antes de que salga de la oficina. Enviada como está, compromete a la Intendencia con una cifra que la estructura no puede entregar, y ese es el tipo de error que cuesta la credibilidad del proyecto entero en la primera reunión.