

Memorándum de estructuración — Fideicomiso Maldonado UI 15A

Encuadre en el artículo 301, arquitectura, mecánica de retención con liberación de excedentes, fases, capa tecnológica, mercado secundario, flujo al inversor y matriz de riesgos. Fideicomiso financiero tokenizado bajo el régimen de emisión pública: USD 20.000.000 netos para la Intendencia Departamental de Maldonado.

I. Objeto y advertencia preliminar

Esta versión incorpora el término de referencia aportado y reordena el esquema: se adoptan la retención con liberación mensual de excedentes, el gatillo de cobertura, las integraciones con el Web Service del Banco Central y con el Sistema de Pagos Interbancarios, la identidad digital local y los cinco módulos. Se corrigen el monto nominal, el diseño del mercado secundario y la ausencia de gracia de capital.

La operación no debe estructurarse como un préstamo del fideicomiso a la Intendencia. La ruta jurídicamente eficiente es la cesión irrevocable de derechos de crédito sobre recaudación futura, con pago del precio de la cesión: el resultado económico es idéntico, pero cambian el régimen constitucional, las mayorías exigidas en la Junta y la calidad de la garantía.

II. Condiciones financieras del escenario base

Concepto	Valor
Desembolso neto a la Intendencia	USD 20.000.000
Monto a emitir y a autorizar en el decreto	USD 21.917.294 · UI 132.857.094 · 132.857 unidades
Cupón	6,00 % anual fijo en UI
Plazo, gracia y sistema	15 años, 2 de gracia, francés sobre 13 años, pago anual
Servicio años 1 y 2 / años 3 a 15	UI 7.971.426 / UI 15.007.551
Retención años 1 y 2 / años 3 a 15	UI 9.675.768 / UI 16.711.894
Fondo de reserva (6 meses) / fondo operativo (3 meses)	USD 1.237.890 / USD 70.291
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 en el primer año

Las equivalencias en UI se calculan con la UI a \$ 6,64 y el dólar a \$ 40,25 y se rehacen a la fecha de emisión. El 6,00 % surge de la curva soberana en UI de 2026 más un diferencial departamental de 200 a 250 puntos básicos; el 4,80 % se conserva como piso optimista y el 7,00 % como escenario conservador. No es una condición pactada.

III. Capacidad de endeudamiento: el filtro previo

Maldonado ya cedió derechos sobre el fideicomiso SUCIVE y sobre la cobranza descentralizada en 2021 (hasta USD 95.000.000), 2023 (hasta USD 45.500.000) y 2025 (líneas por hasta UI 239.000.000). El Tribunal de Cuentas señaló que la porción cedida pasaba a representar el 15 % de la cobranza descentralizada. El nuevo tramo no puede apoyarse sobre los mismos flujos: el activo que probablemente sigue libre es la Contribución Inmobiliaria de los edificios que van saliendo de exoneración, un flujo creciente y verificable padrón por padrón.

IV. El marco constitucional: las dos rutas del artículo 301

Supuesto	Ruta A — inciso 1.º	Ruta B — inciso 2.º
Tribunal de Cuentas	Deuda pública departamental, prést...	Cualquier otro préstamo, incluidos l...
Junta Departamental	Informe previo	Informe previo
	Aprobación	Mayoría absoluta; dos tercios si el p...

	Ruta A — inciso 1.º	Ruta B — inciso 2.º
Asamblea General	Anuencia, con silencio positivo a lo...	No se requiere
Costo en tiempo	60 días como mínimo	Ninguno

La cesión de créditos a un fideicomiso constituido en el país con fiduciario nacional queda en el inciso segundo: es el encuadre que Maldonado ya transitó y el que sostienen los fideicomisos de Florida, Canelones, Rocha, Lavalleja y Artigas. Para neutralizar la lectura sustancialista se recomienda obtener los dos tercios de la Junta aunque el plazo no lo exija, solicitar pronunciamiento expreso del Tribunal de Cuentas e incorporar al prospecto un dictamen de encuadre.

V. Arquitectura de la operación

Rol	Quién	Marco
Fideicomitente	Intendencia Departamental de Mald...	Ley 17.703, art. 301 Const.
Fiduciario financiero	Banco, AFISA o sociedad fiduciaria...	Ley 17.703, arts. 25 y ss.
Beneficiarios	Titulares de los títulos de deuda fid...	Ley 18.627
Patrimonio fideicomitido	Créditos cedidos, cuenta restringid...	Ley 17.703, art. 6
Entidad registrante	Operador del registro escritural, ce...	Ley 18.627, arts. 13 a 25
Plataforma tecnológica	Módulos A a E, por delegación del f...	Contrato de servicios con auditoría
Corredor de bolsa	Colocación e intermediación secun...	Ley 18.627
Mercado	Bolsa de Valores de Montevideo o...	Ley 18.627, art. 90
Calificadora de riesgo	Entidad inscripta ante el BCU	Obligatoria en emisión pública
Contralor político	Comisión de seguimiento multiparti...	Precedente: Florida II
Constructor	Adjudicatario por licitación pública	TOCAF

Circuito de emisión: el inversor se registra y verifica en el portal, instruye la suscripción, la plataforma transmite la orden al corredor colocador y los pesos van por el Sistema de Pagos Interbancarios a la cuenta del corredor, nunca a la plataforma. Cerrada la colocación, el fiduciario retiene costos y fondos y transfiere USD 20.000.000 a la Intendencia como precio de la cesión.

Circuito de repago: los códigos de barra de la Contribución Inmobiliaria se desvían a una cuenta restringida a nombre del fideicomiso. El fiduciario retiene el tramo del ejercicio —servicio más gastos— y la reposición de los fondos, y libera mensualmente el 100 % del excedente. Si la recaudación cae por debajo de 1,2 veces la cuota mensual equivalente, el sistema bloquea automáticamente la liberación hasta restablecer la cobertura.

VI. Fases de ejecución

Fase	Meses	Contenido
0 — Viabilidad	1 a 3	Diligencia debida de recaudación y...
1 — Habilitación pública	2 a 6	Iniciativa del Intendente; informe pr...
2 — Contratación	4 a 9	Selección competitiva del fiduciario;...
3 — Autorización BCU	7 a 12	Inscripción en el RMV; prospecto; c...
4 — Capa tecnológica	5 a 12	Módulos; integración con el BCU y...
5 — Colocación	12 a 15	Gira de presentación, subasta en b...

VII. La capa tecnológica

Un token que otorga derecho a cobrar intereses y capital derivados de un derecho de crédito no es un activo virtual: es un valor escritural de registro descentralizado, especie introducida por la Ley 20.345 en el art. 14 de la Ley 18.627. Ni la Intendencia ni el fiduciario necesitan licencia de proveedor de servicios de activos virtuales; necesitan la autorización de emisión pública y la aprobación del registro descentralizado.

Tramo	Monto	Unidades	Representación
A — institucional	USD 18.917.294	114.672	Escritural de registro c...
B — minorista	USD 3.000.000	18.185	Escritural de registro d...
Total	USD 21.917.294	132.857	Misma prelación, mis...

Cinco módulos: A, alta y cumplimiento con identidad digital local; B, motor financiero con el Web Service del BCU y la dispersión masiva por SPI; C, portal del inversor con el Monitor de Transparencia; D, consola del

fiduciario con registro exportable y facultades de pausa, transferencia forzosa, quema y emisión; E, enrutamiento de órdenes al corredor.

VIII. El mercado secundario

Un libro de órdenes interno donde los titulares negocien entre sí constituye un mercado de negociación de valores bajo el régimen de emisión pública y requiere autorización previa de la Superintendencia (Ley 18.627, arts. 1, 2, 90 y 106). La plataforma debe ser una interfaz del corredor y no un mercado: recibe la instrucción, verifica, bloquea las unidades y la transmite; el corredor la ejecuta en la Bolsa de Valores de Montevideo o en BEVSA y la entidad registrante asienta la transferencia.

IX. El flujo al inversor

Concepto	Valor
Título de deuda fiduciaria: flujo cierto y prestación de acreedor, sin participa...	
Moneda / cupón / plazo	Unidades Indexadas / 6,00 % anual fijo / 15 años
Frecuencia y amortización	Anual, sistema francés con cuota constante
Valor nominal unitario	UI 1.000 (aprox. US\$ 164,97)
Ticket mínimo	12 unidades · UI 12.000 · aprox. US\$ 1.979,64
Cuota años 1 y 2 · años 3 a 15	UI 60,00 · UI 112,96
Total cobrado por unidad en 15 años	UI 1.588,48, de los cuales UI 588,48 son interés

Reserva de seis o doce meses: la mecánica de retención ya provee la protección estacional, de modo que doce meses de reserva es pagar dos veces por el mismo riesgo. Con doce meses el monto a emitir sería USD 23.325.168 y la sobre-emisión 16,63 %, sin cambiar el servicio anual.

X. Tributación

Pendientes: situación del fideicomiso frente al IRAE y al Impuesto al Patrimonio; régimen de los intereses frente al IRPF y al IRNR tras la Ley 20.446, vigente desde el 1.º de enero de 2026; tratamiento de la cesión frente al IVA y al ITP; designación del fiduciario como agente de retención definitivo; y recuperabilidad del IVA compra, que si no es crédito representa unos USD 120.000.

XI. Costos

Concepto	Inicial (USD)	Anual (USD)
Estructuración jurídica y dictámenes	123.220	—
Fiduciario, calificación, auditoría y aranceles	98.840	108.329
Prospecto, material y gira de presentación	18.300	—
Capa tecnológica — fase 1	167.530	115.251
Cumplimiento y prevención de lavado	—	57.584
Contingencia del 10 % sobre costos fijos	40.789	—
Colocación: 0,732 % efectivo sobre lo emitido	160.435	—
Total con IVA no recuperable	609.114 (2,78 %)	281.164 (1,283 %)

El costo financiero total para la Intendencia es del 7,47 % anual en el primer año: 6,00 % de cupón, más 1,283 % de gastos recurrentes sobre el saldo, más 0,185 % de costos iniciales amortizados en quince años. Crece con el tiempo porque los rubros fijos pesan cada vez más sobre un saldo decreciente; el promedio ponderado se estima entre 8,1 % y 8,4 % anual. Es la cifra que debe presentarse a la Junta, no la tasa del cupón.

XII. Matriz de riesgos y mitigaciones

Riesgo previsto	Mitigación
Recalificación bajo el inciso 1.º del art. 301	Cesión con fiduciario nacional, dos tercios de la Junta, pronunciamiento del...
Mercado secundario no autorizado	Módulo E como interfaz del corredor; consulta previa a la Superintendencia
Monto nominal insuficiente en el decreto	Autorizar USD 21.917.294 con margen por el ajuste de la UI
Sobregravamen de flujos ya cedidos	Mapa de gravámenes previo; contribución incremental

Riesgo previsto	Mitigación
Informe desfavorable del Tribunal de Cuentas	Proyecciones documentadas y consistentes con el presupuesto quinquenal
No alcanzar los dos tercios en la Junta	Construcción política previa; comisión multipartidaria; Monitor de Transpare...
Demora del BCU en el registro descentralizado	El tramo A no depende de esa aprobación
Escala insuficiente del tramo tokenizado	Plataforma multiempresa; ticket mínimo de UI 12.000
Il liquidez del mercado secundario	Creador de mercado; admisión a negociación en bolsa
Cambio de gobierno departamental en 2030	Cesión irrevocable y desvío de códigos de barra: el flujo no depende de de...

XIII. Documentos a producir

Carta de intención y hoja de términos con el monto nominal corregido; guía de presentación institucional para el fiduciario; guion de presentación ejecutiva; pliego técnico para el desarrollador con el Módulo E rediseñado; informe de viabilidad; mapa de gravámenes; resolución del Intendente; informe del Tribunal de Cuentas; decreto de la Junta; pliego de selección del fiduciario; contratos de fideicomiso y cesión; documento de emisión y prospecto; informe de calificación; dictamen de encuadre; solicitud ante el BCU; auditoría de código; manual de cumplimiento.

XIV. Recomendación y primeros treinta días

La operación es viable con el marco normativo vigente. Lo que la hace viable no es la tecnología sino cuatro decisiones: cesión de créditos en lugar de préstamo; emisión en Unidades Indexadas; dos tramos para que el cierre no dependa de una autorización sin precedentes; y una plataforma multiempresa. Primeros pasos: corregir el monto nominal de la carta de intención; obtener el estado de deuda y el mapa de flujos cedidos; consultar a la Superintendencia sobre el mercado secundario; verificar la Circular BCU 2.507; decidir sobre la plataforma; leer la aritmética política de la Junta.

Memorándum de trabajo interno. No constituye asesoramiento de inversión ni opinión legal definitiva; las cifras de mercado y tributarias deben verificarse con las fuentes primarias vigentes.

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.