

Colocación y rol de la cadena — Fideicomiso Maldonado UI

Canal único de transmisión, cronograma de suscripción, cláusula de transferencia del remanente y qué hace realmente la tecnología de registro distribuido.

I. Objeto y corrección de las versiones anteriores

Dos correcciones y una cuestión nueva. Primera: el portal no recibe fondos; recibir órdenes y fondos por la suscripción de valores es intermediación reservada a los intermediarios inscriptos ante el Banco Central. Segunda: el canal no distingue a los tramos; lo que los distingue es cómo se acredita la titularidad. Tercera: el cronograma real de colocación y qué ocurre si un tramo se completa antes que el otro.

II. Una sola emisión pública, dos formas de registro

	Tramo A	Tramo B
Monto	USD 18.917.294	USD 3.000.000
Unidades de UI 1.000	114.672	18.185
Proporción de la emisión	86,3 %	13,7 %
Forma de registro	Escritural centralizado	Escritural de registro descentralizado
Canal de suscripción	Portal o corredor, indistinto	Portal o corredor, indistinto
Quién recibe la orden y los fondos	El corredor colocador	El corredor colocador
Mercado secundario en fase 1	Bolsa, vía corredor	Bolsa, vía corredor
Elegibilidad para AFAP	Íntegra	Problemática: requisitos de custodia
Cupón, prelación y cascada	Idénticos	Idénticos

Un solo prospecto, una sola inscripción en el Registro del Mercado de Valores, una sola admisión a bolsa, un solo corredor colocador. Una administradora puede suscribir por el portal y su título queda en el registro centralizado; un vecino puede llamar a su corredor y su token queda en el descentralizado. Los institucionales, en la práctica, no van a usar el portal; el portal debe poder canalizar la emisión completa porque no hay fundamento para limitarlo.

III. El circuito de suscripción, corregido

- | | |
|----------------------------|---|
| 1. Registro y verificación | Abitab Mobile ID o TuID de Antel, cotejo contra la DNIC y filtrado de listas de sanciones y personas políticamente expuestas. |
| 2. Lista blanca | Aprobada la verificación, la dirección del inversor se incorpora al contrato y queda habilitado para instruir. |
| 3. Instrucción | La plataforma consulta el Web Service del BCU, calcula cuántas UI equivalen a los pesos aportados y muestra la cantidad de unidades. |
| 4. Transmisión | La orden va por interfaz de programación al corredor colocador. La plataforma no la ejecuta ni la retiene. |
| 5. Fondos | El inversor transfiere los pesos por el SPI a la cuenta del corredor colocador, nunca a una cuenta de la plataforma. |
| 6. Adjudicación | El corredor integra la suscripción, liquida contra el fiduciario y comunica la adjudicación. |
| 7. Registro | La entidad registrante asienta la titularidad en el registro que corresponda y el portal refleja el saldo. |

La regla que ordena todo el diseño: la plataforma identifica, verifica, calcula y transmite. No ejecuta, no custodia y no recibe dinero. Queda abierta para la consulta a la Superintendencia la alternativa de que el fiduciario reciba directamente las suscripciones, junto con las preguntas sobre si el portal constituye intermediación y si puede canalizar la emisión completa.

IV. Cronograma de colocación

Escenario del tramo minorista	Plazo estimado	Qué requiere
Optimista	3 a 4 semanas	Pre-registro abierto, comunicación...
Base	8 a 12 semanas	Pre-registro previo más ventana de...
Pesimista	No se completa	Producto sin precedente en plaza y...

El tramo institucional se coloca en un día por subasta en bolsa, tras cuatro a seis semanas de gira y construcción del libro. El minorista es la incógnita: con ticket mínimo de UI 12.000 (aprox. USD 1.980) admite hasta 1.515 inversores; el modelo trabaja con 1.200. El cuello de botella es la mesa de ayuda: con 35 % de rechazo se necesitan unos 1.846 intentos, y el refuerzo a jornada completa durante la ventana agrega unos USD 5.000. Ritmo requerido: 150 altas aprobadas por semana.

V. La mecánica de cierre

El tramo B se dimensiona como monto máximo y no como importe fijo, con transferencia automática del remanente no colocado al tramo A. La ventana minorista cierra en fecha cierta anterior a la subasta institucional y las unidades no colocadas se incorporan al tramo A sin suplemento: la emisión cierra en la fecha de la subasta cualquiera sea el resultado minorista y el desembolso a la Intendencia no se altera. Por debajo de un mínimo del orden de USD 1.000.000 el tramo se declara desierto.

VI. Qué hace y qué no hace la cadena

No mueve dinero, no forma precios, no crea el derecho y no es la fuente de verdad jurídica de la titularidad: lo es el registro que lleva la entidad registrante, de modo que el extravío de una clave privada no afecta el crédito. Lo que sí es: el soporte técnico del libro donde consta quién tiene qué, únicamente para el tramo B, conforme a la Ley 20.345.

Momento	Qué se escribe	Frecuencia
Emisión	Acuñación del total del tramo, en u...	Una vez
Alta de inversor	Su identidad en cadena y su incorp...	Por persona
Pago del cupón	Un asiento por lote que registra el p...	Una vez al año
Transferencia secundaria	Cambio de titular, posterior a la liqu...	Por operación

El saldo en cadena está expresado en UI; la conversión a pesos la practica la trastienda de la plataforma con el Web Service del BCU. Es una cadena permissionada en los hechos: ninguna transferencia se completa fuera de la lista blanca y el fiduciario conserva congelamiento, transferencia forzosa, quema y emisión bajo orden judicial o regulatoria. La descentralización es del soporte, no del control. El valor real de tokenizar es un piloto regulatorio: la primera emisión pública uruguaya con registro descentralizado aprobado por el Banco Central.

VII. Efecto sobre el problema de escala

Costo recurrente tecnológico y de cumplimiento	Importe	Base	Incidencia
Imputado sólo al tramo tokenizado	USD 172.835	USD 3.000.000	5,76 %
Imputado a la emisión completa	USD 172.835	USD 21.917.294	0,79 %
Atribuible en exclusiva al registro descentralizado	USD 10.736	USD 3.000.000	0,36 %

Billeteras, gas y reauditoría del contrato son los únicos rubros que existen porque hay registro descentralizado. Todo lo demás da servicio a los suscriptores de ambos tramos. El sobre costo de tokenizar no es del 5,76 % del tramo B: es del 0,36 %.

VIII. Qué debe corregirse en los demás documentos

Sustituir toda redacción que sugiera que la plataforma recibe fondos; eliminar la asociación entre tramo y canal; incorporar al documento de emisión la cláusula de transferencia del remanente y el monto mínimo del

tramo minorista; ampliar la consulta a la Superintendencia a las tres preguntas; agregar al presupuesto de colocación el refuerzo de la mesa de ayuda.

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.