

Memorándum de decisión — parámetros óptimos de la emisión

Comparación de los dos esquemas, los siete parámetros ajustados y el escenario recomendado. Incluye el capítulo sobre quién puede ser fiduciario. Fideicomiso Maldonado UI, setiembre de 2026.

I. La pregunta y la respuesta

Se consultó cuál de los dos esquemas está mejor planteado. Ninguno lo está en su conjunto, y la división es limpia: el término de referencia aportado resuelve mejor la ingeniería del flujo y la especificación operativa; el esquema de este estudio resuelve mejor el encuadre jurídico y la aritmética financiera. No compiten: se complementan casi sin superposición.

El escenario recomendado emite USD 1.077.634 menos que el esquema propio, cuesta USD 118.808 menos en estructuración, ahorra USD 35.390 anuales de gastos recurrentes, libera casi UI 13.700.000 de flujo durante los dos años de construcción y paga UI 4.331.932 menos a lo largo de la vida de la emisión, a igual cupón.

II. Comparación punto por punto

Donde el término aportado es mejor: la mecánica de garantía por retención con liberación mensual del excedente, el gatillo de cobertura de 1,2 veces, la frecuencia anual, los rieles de integración concretos (Web Service del Banco Central y Sistema de Pagos Interbancarios), la identidad digital local, la especificación por módulos y el Monitor de Transparencia.

Donde el esquema de este estudio es mejor: el encuadre en el artículo 301, la aritmética del monto a emitir, el realismo de costos, el diagnóstico del Módulo E como mercado no autorizado, la estructura de dos tramos, el problema de escala, el apalancamiento previo de Maldonado y el tratamiento del IVA.

III. Los seis cambios de parámetro que se proponen

Fondo de reserva	De doce a seis meses, con compromiso de reconstitución a doce con los excedentes de los ejercicios 1 y 2. La sobre-emisión baja del 14,52 % al 9,59 %.
Gracia de capital	Dos años: el plazo típico de ejecución de una obra departamental de esta escala. Servicio de UI 7.971.426 por año en lugar de UI 13.679.338.
Plazo	Se mantienen quince años: doce eleva el servicio un 30 %; dieciocho extiende el peso de los costos fijos.
Comisión de éxito	Se elimina: la estructuración financiera la absorbe el fiduciario. El variable efectivo baja del 0,854 % al 0,732 %.
Capa tecnológica	Despliegue en dos fases: sin portal de negociación propio en la primera. Ahorra USD 61.830 iniciales y unos USD 30.900 anuales.
Tramo minorista	De USD 4.000.000 a USD 3.000.000: hasta mil quinientos titulares, base realista de mil doscientos.
Cupón	De 4,80 % a 6,00 %: la corrección que surge de la verificación contra la curva soberana en UI.

Cupón	Monto a emitir	Retención año...	Flujo necesari...	Costo total
4,80 % — piso optimista	USD 21.826.532	UI 15.619.085	USD 3.607.329	6,27 %
6,00 % — base	USD 21.917.294	UI 16.711.894	USD 3.859.721	7,47 %
7,00 % — conservador	USD 21.995.932	UI 17.658.714	USD 4.078.395	8,46 %

Los bonos globales en UI rinden entre 3,7 % y 4,4 % real según vencimiento (2026). Un cupón del 4,80 %

deja un diferencial de 40 a 110 puntos básicos, insuficiente para una emisión departamental estructurada. El diferencial habitual es de 200 a 250 puntos básicos, coherente con el tope del orden del 7 % que la Junta Departamental de Florida fijó para su fideicomiso en 2025. Se adopta el 6,00 %.

IV. El escenario recomendado

Concepto	Valor		
Desembolso neto a la Intendencia	USD 20.000.000		
Monto a emitir y a autorizar en el decreto	USD 21.917.294		
Equivalente en Unidades Indexadas	UI 132.857.094		
Unidades de UI 1.000	132.857		
Cupón	6,00 % anual fijo en UI		
Plazo y gracia de capital	15 años, 2 de gracia		
Sistema de amortización	Francés sobre 13 años, pago anual		
Servicio años 1 y 2 (sólo interés)	UI 7.971.426		
Servicio años 3 a 15	UI 15.007.551		
Retención años 1 y 2 (servicio + gastos)	UI 9.675.768		
Retención años 3 a 15 (servicio + gastos)	UI 16.711.894		
Fondo de reserva de servicio (6 meses)	USD 1.237.890		
Fondo de gastos operativos (3 meses)	USD 70.291		
Costos de estructuración	USD 609.114 (2,78 % de lo emitido)		
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		
Tramo A — institucional escritural	USD 18.917.294 · 114.672 unidades		
Tramo B — minorista tokenizado	USD 3.000.000 · 18.185 unidades		
Ticket mínimo de suscripción	12 unidades · UI 12.000 · aprox. US\$ 1.979,64		
Etap	Años	Cuota por unidad	Composición
Gracia de capital	1 y 2	UI 60,00	Íntegramente interés
Amortización	3 a 15	UI 112,96	Interés decreciente y...
Total	15 cuotas	UI 1.588,48	UI 1.000 de capital y...

V. El fiduciario: quién puede serlo y qué hace

El artículo 26 de la Ley 17.703 admite tres categorías: entidades de intermediación financiera, sociedades administradoras de fondos de inversión y sociedades fiduciarias autorizadas por la reglamentación, todas inscriptas en el Registro de Fiduciarios Profesionales del Banco Central. No pueden ser fiduciarios una persona física, la propia Intendencia, el operador de la plataforma ni el estructurador. El llamado debe convocar a las tres categorías.

Que sea AFISA no significa crédito estatal: es una forma societaria. El fiduciario no presta, administra; los fondos provienen de los inversores. El patrimonio fideicomitado es un patrimonio de afectación independiente (art. 6): no hay garantía del Estado, ni soberana, ni del Banco de la República, y así debe constar en el prospecto. Para el artículo 301 no cambia nada: la operación permanece en el inciso segundo.

VI. Qué se gana respecto de cada esquema

Concepto	Término aportado	Esquema propio v3	Recomendado
Cupón	4,80 % UI	4,80 % UI	6,00 % UI
Plazo y gracia	15 años, sin gracia	15 años, sin gracia	15 años, 2 de gracia
Fondo de reserva	12 meses	12 meses	6 meses + reconstituci...
Monto a emitir	USD 20.000.000	USD 22.904.166	USD 21.917.294
Desembolso real a la IDM	USD 17.396.660	USD 20.000.000	USD 20.000.000
Sobre-emisión	(no calculada)	14,52 %	9,59 %
Costos de estructuración	(no cuantificados)	USD 727.257	USD 609.114
Servicio años 1 y 2	UI 11.910.000	UI 13.195.875	UI 7.971.426
Servicio años 3 a 15	UI 11.910.000	UI 13.195.875	UI 15.007.551
Total pagado	UI 178.650.000	UI 197.938.130	UI 211.041.018
Gastos recurrentes	(no cuantificados)	USD 316.388	USD 281.164

Concepto	Término aportado	Esquema propio v3	Recomendado
Costo financiero total	(no calculado)	6,39 %	7,47 %

El total pagado del término aportado es el más bajo pero corresponde a un capital de UI 125.000.000 que no alcanza para desembolsar veinte millones netos. Sobre la misma base, el escenario recomendado es el más barato en estructuración y sobre-emisión; paga más servicio total porque adopta un cupón de mercado. A igual cupón, su total pagado sería de UI 193.606.198, el más bajo de los tres.

VII. Lo que no cambia

Cinco definiciones se mantienen: el encuadre en el inciso 2.º del artículo 301 con dos tercios de la Junta, pronunciamiento del Tribunal de Cuentas y dictamen de encuadre; la emisión en Unidades Indexadas; la Contribución Inmobiliaria como activo subyacente único, preferentemente la de los padrones que salen de exoneración; la estructura de dos tramos; y el rediseño del Módulo E como enrutamiento de órdenes al corredor.

VIII. Lo que sigue pendiente y puede mover estas cifras

La recaudación histórica de Contribución Inmobiliaria de los últimos cinco ejercicios con su estacionalidad mensual; la aceptación por la calificadora de la reserva de seis meses (si exige doce, el monto a emitir vuelve a USD 23.325.168); la confirmación de que el fiduciario absorbe la estructuración financiera (0,122 puntos sobre lo emitido); la situación frente al IVA (unos USD 100.000); el régimen del IRPF y del IRNR tras la Ley 20.446; y la decisión sobre plataforma dedicada o multiempresa.

IX. Recomendación

Adoptar el escenario del capítulo IV como base de trabajo, corregir la carta de intención para que consigne un monto a emitir de USD 21.917.294 —o UI 133.000.000 redondeados al alza— y presentar a la Intendencia el servicio de los dos primeros años como argumento central: el fideicomiso retiene UI 9.675.768 mientras se construye la obra y recién desde el tercer ejercicio pasa a UI 16.711.894, cuando el flujo incremental ya está en régimen.

Memorándum de decisión de trabajo. Las cifras de mercado, los honorarios y el tratamiento tributario deben verificarse con las fuentes primarias antes de su utilización frente a terceros; la referencia soberana en UI corresponde a mediados de 2026 y debe actualizarse a la fecha de colocación.

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.