

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO
DEL FIDEICOMISO FINANCIERO
INFRAESTRUCTURA RENTA
VARIABLE CMB-NEWF I**

Montevideo, julio de 2025

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
13	III LA ADMINISTRACION
20	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
23	V EL ENTORNO
25	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO
ANEXO I INFORME JURIDICO	

**CALIFICACIÓN DE RIESGO C.Ps. FIDEICOMISO FINANCIERO INFRAESTRUCTURA RENTA
VARIABLE CMB-NEWF I
03 - julio - 2025**

Plazo:	15 años
Fiduciario:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM AFISA)
Monto:	equivalente en unidades indexadas a USD 100 millones
Activos del Fideicomiso:	Acciones, Valores Convertibles en Acciones y Deuda Subordinada emitidos por Sociedades Operadoras de Infraestructura con operación en el territorio nacional, o por sociedades o fideicomisos constituidos para tales efectos, así como en derechos de créditos derivados de dichos instrumentos.
Asesor Legal:	Ferrere
Fideicomitentes y Beneficiarios:	Suscriptores iniciales de los CP's
Gestor:	NCMB INFRA I S.A.S.
Entidad Representante:	BEVSA
Entidad Registrante:	BEVSA
Administración y pago:	EFAM AFISA
Calificadora de Riesgo:	CARE
Vigencia:	hasta el 30 de abril de 2026.
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán y Ec. Julio de Brun
Calificación de riesgo:	BBB uy
Manual Utilizado:	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

Resumen General

CARE ha calificado los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Infraestructura Renta Variable CMB-NEWF I" con la calificación BBB uy de grado inversor.

A modo de resumen, los aspectos salientes de la calificación son:

- Una construcción financiera que desde el punto de vista jurídico ofrece las garantías necesarias tal como se aprecia en el informe del Anexo. Este informe, habitual en todas las calificaciones de riesgo, cobra en este caso una relevancia mayor, si cabe, en virtud del análisis de contingencias que allí se expone.
- Un negocio que desde el punto de vista económico-financiero para el inversor se ajusta a expectativas razonables de rentabilidad, dados los riesgos asumidos, teniendo en cuenta las proyecciones financieras que han ofrecido los proyectos en los que se aspira a invertir.
- Se ha valorado la experiencia de las firmas CMB Activa – Internacional SpA (CMB-LV) y Newfoundland Capital Management – US, LLC. (NEWF), accionistas del Gestor del Fideicomiso que se propone crear, en materia de inversiones en infraestructura en Latinoamérica.
- El patrimonio fiduciario, con un capital a suscribir de USD 100 millones, luce adecuado para las oportunidades de inversión existentes en Uruguay con los proyectos de participación privada en infraestructura que actualmente están en operación o cerca de estarlo.
- El objetivo del Fideicomiso es invertir en activos que, en esencia, ofrecen al inversor un flujo de renta variable, residual de lo que el financiamiento senior de los proyectos deja para los tenedores de equity o quasi equity en las Sociedades Operadoras de Infraestructura (SOI). Estos flujos están también sujetos al cumplimiento de los estándares de servicio previstos en los distintos proyectos de infraestructura. Por lo tanto, el análisis caso a caso de las garantías que se le ofrecen a los accionistas y titulares de derechos análogos y, por extensión, a los cuotapartistas de este fideicomiso determinarán la evolución de la calificación crediticia en el futuro. Por ese motivo, se prevé la incorporación de un informe de no objeción de CARE en oportunidad de cada nueva inversión del fideicomiso.
- A falta de un flujo inicial de fondos para el inversor, cobran particular relevancia para la primera calificación los análisis de contingencias jurídicas y de la política de inversión, la conformación de la estructura de decisiones acerca de la inversión en activos a realizar, las disposiciones de gobierno corporativo en general, y la reputación y trayectoria profesional requerida para el ejercicio de los cargos clave. Todo esto da satisfacción a las evaluaciones realizadas.

I. INTRODUCCIÓN

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar los certificados de participación en el dominio fiduciario del fideicomiso financiero denominado "Infraestructura Renta Variable CMB-NEWF I" (FFIRV).

La calificación de riesgo y sus respectivas actualizaciones suponen la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (en adelante BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar, entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

En tanto el fideicomiso tiene previsto hacer inversiones en instrumentos de renta variable o de renta fija subordinados a deuda senior de proyectos de infraestructura en Uruguay, las cuales todavía no se han materializado, la calificación se revisará en cada ocasión que se concreten transacciones, a fin de determinar si ellas afectan negativamente la calificación de los certificados del fideicomiso haciéndolos caer por debajo del grado inversor¹.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo beneficios, conforme al proyecto que la administración está mandatada a realizar, pudiendo modificarlo sólo con arreglo a determinados procedimientos.

En definitiva, la nota seguirá en general, entre otros criterios, el cumplimiento del objetivo y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación. Asimismo, como se refirió, se prevé la intervención de CARE cuando estén concretándose transacciones del tipo de las contempladas en el objeto del fideicomiso, de tal forma de asegurar que la calificación del fideicomiso no caerá debajo del grado inversor con el financiamiento acordado. Al contrario, la concreción satisfactoria de este negocio debería determinar, todo lo demás constante, un mejoramiento de la nota inicial a medida que diversos elementos de incertidumbre se vayan disipando.

Por otra parte, por ser un fideicomiso que se constituye para adquirir una participación en proyectos de infraestructura cuyos términos aún no están definidos, cobra particular relevancia para la primera calificación el análisis de la política de inversiones, la conformación de la estructura de decisiones en torno a la ejecución de las inversiones, las disposiciones de gobierno corporativo en general y la reputación y trayectoria profesional requerida para el ejercicio de los cargos clave, entre otros.

¹. Sin perjuicio de las actualizaciones regulares de norma.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales². Éstos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Durán Martínez, el Ing. Julio Preve y el Ec. Julio de Brun.

La vigencia de esta calificación es hasta el 30 de abril de 2026³.

2. Antecedentes generales

En diciembre de 2024, las firmas CMB Activa – Internacional SpA (CMB-LV) y Newfoundland Capital Management – US, LLC. (NEWF), tras una serie de estudios previos sobre el volumen y características de los proyectos de infraestructura en Uruguay con participación de capital privado, decidieron constituir una firma local, NCMB INFRA I S.A.S., con miras a fungir de Gestor en una futura estructura fiduciaria destinada a participar de los retornos a los accionistas de dichos proyectos⁴.

En mayo de este año, EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM) y la Bolsa Electrónica de Valores S.A. (BEVSA) celebraron el contrato de Fideicomiso Financiero “Infraestructura Renta Variable CMB-NEWF I”, cuyo objetivo principal es invertir sus recursos en Acciones, valores convertibles en Acciones y Deuda Subordinada emitidos por Sociedades Operadoras de Infraestructura en el territorio nacional, o por sociedades o fideicomisos constituidos para tales efectos, así como en derechos de créditos derivados de dichos instrumentos⁵.

Subsiguientemente, EFAM y NCMB INFRA I S.A.S celebraron un contrato de Gestión por el que la última se compromete a actuar de Gestor en la estructura de dicho Fideicomiso. Entre los diversos cometidos del Gestor, el más distintivo es *identificar el portafolio de las potenciales Inversiones para el Fideicomiso, analizar la conveniencia de la inversión en dichos activos, de acuerdo con el Procedimiento de Análisis de Inversiones contenido en la Política de Inversión del Fideicomiso, y presentar las potenciales inversiones al Comité de Inversiones del Gestor*. Está previsto, además, que el Gestor⁶ participe en un 5% de las inversiones del Fideicomiso⁷.

A la fecha de este informe, el Prospecto Informativo y demás documentos del fideicomiso han sido presentados ante el Banco Central para su revisión y posterior registro.

3. Las principales características de esta operación

- El Fideicomiso tiene como objetivo principal invertir sus recursos, en Acciones, Valores convertibles en Acciones y Deuda Subordinada emitidos por Sociedades Operadoras de Infraestructura en el territorio nacional, o por sociedades o fideicomisos constituidos para tales efectos.

². Manual de Finanzas estructuradas administradas por terceros”

³. Siempre y cuando la emisión se realice en el correr del segundo semestre de este año.

⁴. Ver mayor detalle de este proceso y de las firmas constitutivas y constituida en la Sección III de este informe.

⁵. Cláusula 6 del Contrato de Fideicomiso.

⁶. Cláusula 4, literal d) del Contrato de Gestión.

⁷. Cláusula 4, literal g) del Contrato de Gestión.

- Las inversiones en Acciones comprenderán, entre otros:
 - Todos los derechos económicos derivados de las Acciones compradas, lo cual incluye todos los beneficios económicos como dividendos, excedentes, utilidades, liquidación por rescate, receso, reembolso y/o disolución, así como también eventuales anticipos de utilidades; y todos los derechos políticos de las mismas, como el voto, derecho de información y demás a que refieren las leyes societarias.;
 - También los derechos de preferencia, acrecimiento, y demás derechos inherentes a las Acciones, así como a las Acciones de eventuales capitalizaciones, emisión de Acciones liberadas, pago de dividendos en Acciones, reintegros de capital, fusión, escisión, transformación, entre otros;
 - Las Acciones deben estar libre de gravámenes y obligaciones de cualquier tipo, así como libre de cualquier opción;
 - Los accionistas vendedores pueden o no mantener créditos respecto de la sociedad objetivo que se está entrando;
 - Eventuales derechos y obligaciones bajo convenios de accionistas
- El Fideicomiso tendrá las siguientes limitaciones de inversión:
 - La inversión en una única Sociedad Operadora de Infraestructura, ya sea directa o indirecta, no podrá superar el 40% del capital integrado de dicha sociedad, con un máximo igual al equivalente en UI a USD 30 millones;
 - La exposición total del Fideicomiso en Sociedades Operadoras de Infraestructura bajo el Control de un mismo promotor no podrá superar al equivalente en UI a USD 50 millones;
 - El monto mínimo de inversión en Sociedades Operadoras de Infraestructura será el equivalente en UI a USD 5 millones;
 - El Fideicomiso no invertirá en Deuda Subordinada más del equivalente en UI a USD 30 millones;
 - La inversión en valores denominados en moneda extranjera no podrá superar al equivalente en UI a USD 25 millones.
- El Gestor toma a su cargo la tarea de llevar adelante la selección, análisis y recomendación de las inversiones, de acuerdo con lo establecido en el Contrato de Fideicomiso y en el Contrato de Gestión. Las recomendaciones de las inversiones incluirán la documentación que deba suscribir el Fiduciario para llevarlas a cabo.
- El Gestor contará con un Comité de Inversiones para supervisar los procesos de estudio, análisis y seguimiento de las inversiones y desinversiones de acuerdo con el Procedimiento de Análisis de Inversiones contenido en la Política de Inversión, definir las ofertas no vinculantes y proponer las ofertas vinculantes de inversiones en activos para la ratificación del Directorio.

- El Fiduciario mantendrá la responsabilidad por la administración del Fideicomiso respecto a la administración de las cuentas, emisión de los Valores, contabilidad, rendición de cuentas, así como de toda obligación puesta a su cargo por la Ley, Decretos reglamentarios o por el presente Contrato, no pudiendo delegar total o parcialmente en terceros las obligaciones que se ponen a su cargo. Para ello, el Fiduciario constituirá un Comité de Evaluación de Inversiones, el cual será el órgano interno del Fiduciario encargado de realizar el análisis de las inversiones recomendadas por el Gestor y tomar las decisiones que al respecto han sido asignadas al Fiduciario por el Contrato de Fideicomiso. En caso de discrepancia con la recomendación del Gestor, la cuestión será dirimida en el Comité de Vigilancia.
- El Fideicomiso contará con un Comité de Vigilancia encargado de ejercer la veeduría permanente sobre el cumplimiento de las funciones y obligaciones a cargo del Fiduciario y del Gestor y del manejo de conflictos de interés. Estará integrado por hasta un máximo de tres miembros.
- Con los Activos del Fideicomiso o los Fondos Líquidos el Fiduciario no podrá contraer ningún tipo de deuda o endeudarse cualquiera sea la forma con el patrimonio fiduciario. No obstante, el Fideicomiso podrá endeudarse para cubrir necesidades temporales de tesorería, causadas únicamente por **(i)** demoras en el cumplimiento de las integraciones de los Valores, o **(ii)** Gastos del Fideicomiso que se deberán cubrir con futuras integraciones de Valores. Los montos y plazos de estos endeudamientos se adecuarán a las necesidades temporales de tesorerías causadas por los eventos indicados en los numerales **(i)** y **(ii)** anteriores. El Gestor buscará las mejores condiciones que otorgue el mercado para tomar los mencionados endeudamientos por parte del Fiduciario.
- El Fiduciario emitirá Valores de acuerdo con los términos y condiciones que se indican en el Prospecto, por un valor equivalente en UI a USD 100 millones.
- Se pacta expresamente que el Gestor deberá suscribir Valores por un monto equivalente al 5% (cinco por ciento) del Importe de la Emisión
- El Fideicomiso se mantendrá vigente y válido por un plazo de 15 años a contar desde la firma del Contrato de Fideicomiso, el cual podrá ser anticipado o extendido a solicitud fundamentada del Gestor en Asamblea de Titulares, por el voto conforme de dos o más titulares que representen más del 75% del valor nominal del total de valores emitidos con derecho a voto.

4. Información analizada y procedimientos operativos.

El presente informe se elaboró en base a los siguientes documentos:

- Prospecto Informativo
- Contrato de Fideicomiso
- Contrato de Gestión
- Contrato de Entidad Registrante
- Contrato de Entidad Representante

También se tuvo a disposición la siguiente información:

- Estados financieros de la fiduciaria
- Información referida al Gestor

De acuerdo con el Manual de Procedimientos de CARE para calificar finanzas estructuradas, el presente estudio se divide en cuatro capítulos, que se corresponden con lo que en el manual se denominan áreas de riesgo a saber:

- a) El papel o instrumento financiero: en este caso los certificados de participación.
- b) La administración, en este caso, el Fiduciario EFAM y el Gestor NCMB INFRA I S.A.S.
- c) Los activos subyacentes y flujos esperados.
- d) El entorno de mercados y políticas públicas, que pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la administradora de cumplir el mandato determinado en la constitución del fideicomiso.

Los procedimientos operativos seguidos en este caso se encuentran detallados en el correspondiente manual. En esencia implican un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados según el punto de vista del comité de calificación, para culminar ese análisis en un puntaje que se equivale con una nota⁸.

⁸. Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se ofrecerán en oferta pública certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Infraestructura Renta Variable CMB-NEWF I creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero

1. Descripción general

Denominación	Fideicomiso Financiero Infraestructura Renta Variable CMB-NEWF I
Fiduciario	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM AFISA)
Gestor	NCMB INFRA I S.A.S.
Títulos por Emitir	Certificados de Participación (CPs)
Activos del Fideicomiso	Acciones, Valores Convertibles en Acciones y Deuda Subordinada emitidos por Sociedades Operadoras de Infraestructura con operación en el territorio nacional, o por sociedades o fideicomisos constituidos para tales efectos, así como derechos de créditos derivados de dichos instrumentos.
Moneda	Pesos Uruguayos, expresados en Unidades Indexadas (UI)
Monto de la Emisión	Equivalente en Unidades Indexadas de USD 100 millones
Distribuciones	Trimestrales, según disponibilidad de Fondos Netos Distribuibles
Calificadora de Riesgo	CARE Calificadora de Riesgo
Calificación de Riesgo	BBB (uy)

2. El análisis jurídico

CARE contó con el asesoramiento del Dr. Leandro Rama, a fin de obtener una evaluación independiente de las características jurídicas de esta operación. El análisis agregado en el Anexo I concluye que:

- a) Los Documentos de la Emisión no merecen observaciones desde un punto de vista legal o regulatorio y reflejan en definitiva el “estado de arte” y práctica jurídica actual en Uruguay para este tipo de instrumentos financieros;

- b) Afirmación similar puede efectuarse respecto de las previsiones contenidas sobre los roles de los participantes y las obligaciones previstas en el Fideicomiso Financiero, las cuales son las razonablemente esperadas para mitigar los riesgos a que se encuentra sujeta dicha estructura;
- c) El punto anterior resulta relevante a la luz de una de las características de la política de inversiones del Fideicomiso: *tendrá siempre una participación minoritaria en la Sociedad Operadora objetivo de la inversión*, siendo su tope el 40% del capital integrado. El Dr. Rama señala (y lo hacemos nuestro) que “esto impone una especial diligencia y profesionalismo en el desempeño del Gestor a través de su Comité de Inversiones”. El Gestor, como tal, no cuenta a la fecha con experiencia propia en Uruguay, pero sus accionistas, que actuarán a través de su gobierno corporativo, sí son entidades especializadas en la administración de activos de infraestructura en América Latina. Su alineamiento con los objetivos del Fideicomiso se refuerza, además, por su compromiso a participar en la constitución del patrimonio fiduciario;
- d) La Política de Inversión para el Fideicomiso Financiero contiene procesos y etapas razonables y acordes al objetivo perseguido por el Fideicomiso. Es de señalar que los distintos sectores de la economía sobre los que ya existen proyectos en marcha constituyen el **ámbito objetivo** de la política de inversiones del Fideicomiso. Por su parte, las personas jurídicas a través de las cuales se han vehiculado esos proyectos de infraestructura son las definidas en el Contrato como Sociedades **Operadores de Infraestructura** y constituyen el **ámbito subjetivo** de la política de inversiones del Fideicomiso. El negocio fiduciario proyectado apunta, en forma preponderante, a la etapa operativa de los proyectos en curso, con lo que los riesgos de la etapa de construcción ya deberían estar minimizados (aunque algunas modalidades contractuales de proyectos PPP celebradas antes de 2020 contienen un componente significativo de “mantenimiento mayor” alrededor de la mitad del plazo del contrato).
- e) Las características del activo a invertir suponen un exigente proceso de toma de decisiones, que en los contratos se refleja en el involucramiento de todas las partes interesadas: Fiduciario, Gestor y tenedores de cuotas a través de la figura del Comité de Vigilancia. Por eso, conviene reproducir la cita que el Dr. Rama hace de la cláusula 7 del Contrato de Fideicomiso, pues ella destaca el equilibrio de fuerzas durante el proceso de inversión: **“El Fiduciario examinará las recomendaciones recibidas del Gestor, realizando su propia evaluación de cada recomendación de acuerdo con lo indicado en la Política de Inversión. El Fiduciario podrá de manera fundamentada oponerse a seguir alguna de las recomendaciones recibidas del Gestor, en caso que entienda que las mismas no cumplen con lo establecido en este Contrato, en el Contrato de Gestión o con la normativa general vigente. En tales casos el Fiduciario deberá notificar al Gestor y presentar la situación al Comité de Vigilancia para que valide o no la recomendación del Gestor. En el caso que el Comité de Vigilancia tenga cuestionamientos sobre la decisión de validar la recomendación del Gestor deberá presentar la situación a la Asamblea de Titulares para que adopte la decisión final al respecto por Mayoría Especial de Titulares”**.

- f) Como el plazo de vigencia previsto para el Fideicomiso puede no coincidir con el de los contratos de los proyectos en los que el Fideicomiso habrá de invertir, la política de desinversión adquiere los mismos requerimientos en cuanto a pericia, capacidad profesional e involucramiento de las partes interesadas que las previstas para el proceso de inversión. Cualquiera sea la estrategia definida dentro del menú de opciones listadas, El Gestor deberá presentar a su Comité de Inversiones una propuesta, que será luego trasladar al Fiduciario recomendando la desinversión. Éste, previa opinión de su Comité de Evaluación de Inversiones, tomará la decisión correspondiente.

Como el Dr. Rama señala, la definición de los componentes que integrarán el Activo medular del patrimonio fiduciario (Acciones, Valores convertibles en Acciones o Deuda Subordinada de las Sociedades Operadores de Infraestructura) se realiza mediante conceptos generales y abiertos que adoptan el sentido común y pacífico que les asigna el derecho, "lo cual es coherente con el tenor prospectivo de la estructura". En la medida que se vayan seleccionando las ofertas de inversión y en la instancia de Due Diligence se harán las precisiones específicas a cada Activo. Por ello, cabe señalar que CARE ha acordado con el Fiduciario la emisión de un informe de no objeción una vez que los términos de la inversión en cada Activo estén definidos, con el fin de evaluar si la operación financiera finalmente estructurada no afecta negativamente el grado inversor de los CPs calificados.

3. Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica por no cumplir con alguna norma vigente, así como eventualmente por la aplicación de sentencias judiciales derivadas de demandas de eventuales perjudicados por la creación oportunamente descrita. Visto el informe antes mencionado se concluye que *el riesgo jurídico de estructura se considera casi nulo.*

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser registrados y tener acceso al mercado secundario en el mercado de valores uruguayo. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. *El riesgo es medio.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A (en adelante EFAM) en su condición de emisora y Fiduciaria del Fideicomiso Financiero, y NCMB INFRA I S.A.S. en su calidad de Gestor.

1. EFAM

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC al 31 de diciembre de 2024 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados al 31/12/2024 y su comparativo con ejercicios anteriores.

Cuadro 1: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Activo Corriente	33.440	26.198	26.974
Activo no Corriente	290.099	248.688	245.533
Total Activo	323.539	274.886	272.507
Pasivo Corriente	45.457	38.315	43.807
Pasivo no Corriente	249.374	211.246	204.187
Total Pasivo	294.830	249.561	247.994
Patrimonio	28.708	25.325	24.512
Total Pasivo y Patrimonio	323.539	274.886	272.507
Razon Corriente	0,74	0,68	0,62

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2024 muestran un crecimiento en la facturación respecto al mismo periodo del año anterior lo que se refleja en el resultado final.

Cuadro 2: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)

Concepto	31/12/2024	31/12/2023	31/12/2022
Ingresos Operativos	95.753	85.442	80.546
Gastos Adm. y Vtas.	(78.523)	(71.408)	(66.556)
Resultado Operativo	17.230	14.033	13.990
Resultados Financieros	(11.495)	(11.743)	(28.054)
Resultados antes de impuestos	5.735	2.290	(14.064)
IRAE	(2.352)	(1.477)	2.685
Resultado del período	3.383	812	(11.379)
Res Operativos/Ingresos	17,99%	16,42%	17,37%
Res Ejercicio/Ingresos	3,53%	0,95%	-14,13%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

En consecuencia, no se advierten riesgos sobre su desempeño como administrador fiduciario.

2. NCMB INFRA I S.A.S.

CMB Activa – Internacional SpA (CMB-LV) y Newfoundland Capital Management – US, LLC. (Newf); son entidades especializadas en la administración de activos de infraestructura en América Latina y han constituido una sociedad local denominada NCMB INFRA I S.A.S. luego de un proceso de estudio por el que consideran que el porte de las inversiones en infraestructura desarrolladas en nuestro país en la última década, representan una buena oportunidad para invertir en el capital de las empresas concesionarias de los proyectos o como proveedor de deuda subordinada. Para captar esas oportunidades es que se constituye el presente Fideicomiso Financiero.

Se trata de una sociedad vehículo nacional que funge de Gestor encargada del procedimiento de análisis de oportunidades, trasladar al Fideicomiso las ofertas no vinculantes y proponer las ofertas vinculantes para realizar, en definitiva, las inversiones en los activos analizados.

NCMB Infra I SAS fue constituida como Sociedad por Acciones Simplificada de acuerdo al régimen de la Ley Ley 19.820, el día 19 de diciembre de 2024 y la constitución fue inscrita en el Registro de Personas Físicas el 23 del mismo mes y año. Con fecha 16 de abril de 2025 se celebró Asamblea Extraordinaria de Accionistas donde comparecen como accionistas las sociedades promotoras del Fideicomiso: Newfoundland Capital Management – US, LLC y CMB Activa – International SpA, por partes iguales del capital accionario (500 acciones y derecho a 500 votos cada una); y, por otro lado, la modificación de los Estatutos en cuanto a su administración y representación, constituyéndose un Directorio de cuatro miembros, aportando dos cada accionista. El primer Directorio quedó constituido por: Daniel Simon (Presidente) y Eric Monteiro da Fonseca (Director), ambos propuestos por NCM US, LLC, y Alfonso Yáñez (Vicepresidente) y José Antonio Jiménez (Director), propuestos por CMB Activa-International SpA.

Por lo expresado se desprende que la sociedad recientemente creada no tiene antecedentes en la gestión de las operaciones propuestas por lo que hay que remitirse a los antecedentes de las empresas que la constituyen; Esto es: CMB Activa-Internacional SpA (en adelante **CMB-LV**) y Newfound Capital Management-US, LLC (en adelante **Newf**). El aporte y experiencia de ambas dan al Gestor un extenso track record en la administración de activos de infraestructura en Chile y América Latina.

2.1 CMB-LV

Se informa en el Prospecto que *“CMB-LV es una sociedad constituida de conformidad con las leyes de la República de Chile; es de propiedad 55% de Activa SpA, filial de LarrainVial, y 45% de los ejecutivos y socios originales de CMB. Este acuerdo combina la experiencia de CMB en Infraestructura en Chile junto con la experiencia y conocimiento de LarrainVial en la administración de activos. LarrainVial es uno de los principales administradores de activos en Chile y en la región andina con más de US\$ 30 mil millones de activos bajo administración. Los accionistas de CMB-LV son dueños de CMB Prime Administradora General de Fondos S.A. (“CMB”), institución financiera domiciliada en la República de Chile, principal administrador de fondos de infraestructura de Chile, con más de 30 años de experiencia y con un track record de inversiones en 25 proyectos y compañías de infraestructura”.*

2.2 NewF

Por otra parte, se recoge también del Prospecto que *“Newf es una gestora de activos con décadas de experiencia en inversiones en América Latina. Ofrece a sus clientes e inversores una amplia gama de productos de inversión diversificados. Desde el lanzamiento de su primer producto en 2009, Newf ha destinado más de USD 1.000 millones en inversiones en América Latina, con el objetivo de alcanzar los objetivos de riesgo y rendimiento esperados por su base de inversores. Newf fue fundada en 2009 como un fondo de cobertura offshore, llamado Terranova, enfocado en acciones latinoamericanas. Su equipo está formado por quince expertos divididos por sectores industriales y nichos de mercado, liderados por Eric Fonseca y Jonathan Rosenthal, quienes han estado invirtiendo juntos en la región durante más de 15 años. Todo el equipo está basado en San Pablo, Brasil. Con la entrada de Daniel Simon en 2018 y la integración del equipo de investigación de acciones con los equipos de illíquidos y cuantitativo, se completó el equipo para generar ideas sólidas, sinergias y profundizar la tesis de inversión de la gestora”.*

De la resumida reseña precedente se desprende claramente la fortaleza de ambas firmas en la gestión de los productos que acá se proponen. Por lo tanto, en el entendido que la nueva estructura que se forma en Uruguay contará con el control así como con el respaldo técnico y financiero de las firmas que la componen se considera que **NCMB INFRA I S.A.S.** está capacitada para gestionar esta operación. Refuerza esta afirmación el compromiso que asume el Gestor en la coinversión de las inversiones que recomienda por un 5% del total de cada emisión.

2.3 Estructura Organizacional del Gestor

Respecto a la empresa local creada para gestionar esta operación se prevé la siguiente organización.

- Habrá un Directorio compuesto por cuatro integrantes (un presidente, y tres directores) el cual de acuerdo a los estatutos de la sociedad tiene un plazo de duración de tres años, debiendo ser renovados en Asamblea Ordinaria respectiva.

Inicialmente el Directorio estará compuesto por:

- José Antonio Jimenez
- Alfonso Yañez
- Daniel Simon
- Eric Fonseca

Todos ellos ocupan posiciones relevantes en las firmas que componen la sociedad gestora asegurando el respaldo y compromiso con la misma (por mayor información respecto al perfil de los integrantes del Directorio se puede consultar el Prospecto).

Dentro de las funciones del Directorio se encuentra la aprobación y autorización de las políticas y procedimientos de análisis de inversiones del Fideicomiso que gestiona.

Los Directores, además cumplen funciones operativas, en particular la presentación y promoción del Fideicomiso, participación en los directorios de las empresas en que invierte el Fideicomiso en representación de éste, la revisión de las evaluaciones de oportunidades de inversión y cumplimiento de las políticas de inversión y diversificación, entre otras.

- Habrá un Comité de Inversiones que será el órgano encargado de supervisar los procesos de estudio y análisis de las inversiones y desinversiones, definir las ofertas no vinculantes y proponer las ofertas vinculantes de inversiones en activos para la ratificación del Directorio; y analizar las ofertas recibidas en los procesos de desinversión. Está compuesto al menos por cuatro miembros. Las aprobaciones del Comité de Inversiones deberán ser unánimes.

Al inicio, el Comité de Inversiones del Gestor se integrará con 6 miembros, 3 de los cuales se repiten en el Directorio:

- José Cox
- Ignacio Guerrero
- Alfonso Yañez
- Eduardo Beffermann
- Daniel Simon
- Eric Fonseca

Los miembros que integrarán este Comité y no integran el Directorio, también representan a las empresas socias del Gestor y su perfil puede consultarse en el Prospecto Informativo.

- Finalmente, corresponde destacar en la organización del Gestor al Gerente General, figura clave por cuanto es quien se encontrará a tiempo completo en el terreno.

El Gerente General reporta en forma directa al Directorio, tiene las atribuciones y responsabilidades que la ley, los estatutos y poderes de la sociedad le confieren. El Gerente General está encargado de supervisar y controlar todas las actividades relativas a la gestión de las inversiones del Fideicomiso. Además, es el responsable de liderar los ciclos de inversión, esto es, el proceso de inversión, seguimiento de inversiones y desinversión.

El Gerente General será Santiago Cat; es Contador Público y Magister en Finanzas de la UDELAR, cuenta con un Executive MBA en el IAE Business School, y realizó el Programa de Negociación en Harvard Business School. Cuenta con más de 25 años de experiencia en organismos multilaterales, y una larga trayectoria en el financiamiento directo e indirecto a proyectos de infraestructura de América Latina y el Caribe. Desde 2020 ocupó el cargo de Director Ejecutivo por Uruguay en el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), siendo responsable en la conducción de las operaciones del Banco, la aprobación de la estrategia institucional 2024-2030, las estrategias país y sectoriales para LAC, las políticas de la institución, el presupuesto administrativo, la aprobación de los préstamos y garantías, entre otros. Ha ocupado el cargo de Presidente de varios Comités del Directorio del BID, tales como Programación, Estrategia, Recursos Humanos y Asuntos del Directorio.

Entre 2000 y 2020, basado en las oficinas del BID en Uruguay, fue responsable de la originación, estructuración, negociación, cierre y desembolso de más de 60 proyectos del sector privado para BID Invest en Argentina, Brasil, Chile, Paraguay, y Uruguay, principalmente del sector corporativo y en proyectos de infraestructura. Las responsabilidades principales incluían: generar contactos con representantes del sector empresarial y financiero para identificar oportunidades de negocios, estructurar estrategias de mercadeo, analizar la situación financiera y estratégica de posibles clientes, realizar la evaluación de nuevos proyectos, liderar un equipo de proyecto conformado por especialistas de diferentes áreas, preparar y recomendar informes internos al comité de riesgos, y tomar todas las medidas necesarias para proteger la calidad de la cartera de inversiones a cargo.

Vale decir entonces que la estructura organizacional del Gestor, objetivamente reúne las condiciones necesarias para lograr sus propósitos.

4. El Fideicomiso

Consiste en la constitución de un patrimonio de afectación autónomo bajo las disposiciones de la Ley de Fideicomiso N° 17.703, mediante la emisión de Certificados de Participación (CP) que llevará a cabo el Fiduciario.

Como se ha dicho, EFAM es el Fiduciario y administrará los fondos que integren el activo del Fideicomiso y provenientes de la actividad desarrollada por el Gestor, pagando a los Titulares de CP los Fondos Netos Distribuibles, durante la vida del Fideicomiso y, a su extinción, los Fondos Netos Remanentes, una vez canceladas todas las obligaciones y gastos del Fideicomiso.

El otro signatario del Contrato fue la BOLSA ELECTRÓNICA DE VALORES DEL URUGUAY S.A. (BEVSA) en su calidad de Entidad Representante de los futuros suscriptores de los Valores como futuros Fideicomitentes y Beneficiarios.

Este contrato fue firmado el 7/05/2025 y, como se ve, el Gestor no forma parte del mismo; su participación se regula a través del Contrato de Gestión (Ver Informe de Contingencias Jurídicas).

La finalidad central es invertir en tres componentes: Acciones, valores convertibles en Acciones y Deuda Subordinada emitidos por Sociedades Operadoras de Infraestructura definiendo a estas como: *“...las personas jurídicas de carácter público o privado que ejecuten u operen proyectos de infraestructura”*, en sectores previamente listados y que abarcan prácticamente toda la obra pública del país.

A estos efectos, el Fiduciario emitirá CP's en régimen de oferta pública por un valor en UI equivalente a USD 100 millones. Habrá una integración inicial (no definida aún) y luego a requerimiento según negocios concretados (capital call) dentro de un plazo de 60 meses desde la suscripción.

Por la descripción de la operativa planteada no es posible evaluar a priori el riesgo de cada negocio que habrá de concretarse. En cambio se puede establecer que en el diseño de la misma se han cubierto satisfactoriamente todas las circunstancias que objetivamente conducen a la concreción de negocios con una razonable evaluación previa de los riesgos inherentes al mismo.

Avala lo antedicho lo ya comentado líneas arriba respecto a los responsables de la gestión de esta operación (Fiduciario y Gestor) así como y fundamentalmente, el procedimiento establecido para la aprobación de cada negocio que se resume a continuación:

- Definición restrictiva del tipo de inversión que puede aprobarse
- Límites cualitativos y cuantitativos que deben contemplarse en cada inversión
- Comité de Inversiones del Gestor que tendrá la iniciativa privativa en el procedimiento de estudio y definición de las ofertas, así como el seguimiento luego de la adquisición y el procedimiento final de desinversión

- Comité de Evaluación de Inversiones del Fiduciario con el cometido de examinar las recomendaciones recibidas del Gestor y luego trasladar la propuesta al Comité de Vigilancia.
- Comité de Vigilancia, órgano interno designado por los Titulares en Asamblea, para que valide o no la recomendación o, en definitiva, someta la decisión final de inversión a la Asamblea por mayoría especial.

Todos ellos tendrán que aprobar el negocio planteado. A eso se le agrega la necesidad de contar con la no objeción del calificador (CARE) en el sentido que, según su opinión, dicho negocio no altera el grado inversor del fideicomiso.

Respecto al riesgo eventual de no encontrar negocios aptos para el cumplimiento del objetivo, el promotor presenta un análisis de potenciales inversiones en base a las operaciones actualmente en curso, de acuerdo con el mismo, se estima que el mercado potencial de la clase de activo objeto de este fondo podría superar los USD 600 millones (se plantea una emisión equivalente a USD 100 millones). Por otra parte, en la improbable eventualidad de no encontrar oportunidades elegibles, no habría emisión y sin emisión no hay riesgo.

Riesgos considerados:

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del Fiduciario o del Gestor. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función por parte del Gestor y del Fiduciario. En virtud de todos los análisis practicados; teniendo presente los órganos de control establecidos; la alta calificación de sus miembros y las amplias atribuciones; considerando su experiencia previa; *se considera que el riesgo de incumplimiento del Gestor y del Fiduciario con las responsabilidades del proyecto es casi nulo.*

Riesgo por cambio de Fiduciario. Se encuentra cubierto por las propias disposiciones legales (art. 32 ley 17.703) y contractuales.

Riesgos de gobierno corporativo, derivados de una inadecuada organización de la oposición de intereses entre el gestor y representantes de los cuotapartistas, o de eficacia en la gestión de aquél cuando corresponde. *Este riesgo se encuentra cubierto con la organización planteada.*

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS

1. Bienes fideicomitidos y aspectos descriptivos del proyecto

Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el prospecto de emisión, el objeto principal del "Fideicomiso Financiero Infraestructura Renta Variable CMB-NEWF I" (FFIRV) es generar rentabilidad para los Titulares a través de invertir sus recursos en Acciones, valores convertibles en Acciones y Deuda Subordinada emitidos por Sociedades Operadoras de Infraestructura (SOI) en el territorio nacional, o por sociedades o fideicomisos constituidos para tales efectos, así como en derechos de créditos derivados de dichos instrumentos. No está dicho a texto expreso, ni es de modo alguno excluyente, pero está claro que los contratos celebrados por el Estado con distintos operadores privados en el marco de la Ley N° 18.786 de 19 de julio de 2011 (Participación Público Privada, PPP) serán un objetivo fundamental en la constitución de activos del Fideicomiso.

El Fideicomiso, por contrato, cuenta con un plazo de hasta cinco años contados desde la suscripción de los CPs para invertir los fondos en los activos de las sociedades objetivo, pero obviamente ese plazo se puede reducir hasta el del último desembolso requerido por ese proyecto. De todos modos, el proceso de constitución de cada activo demandará prolongadas negociaciones, estudios de valuación y due diligence, por lo que el plazo de inversión resulta razonable.

Si se acepta que los proyectos PPP son el principal constituyente de los activos de este Fideicomiso, nos encontramos con un mercado potencial de unos 200 millones de dólares, resultante de un portafolio de dos mil millones de dólares en proyectos PPP (casi todos en operación y, los que no, muy próximos a cerrar la etapa de construcción), los cuales tuvieron un apalancamiento con deuda senior en el orden del 75%, lo que deja un volumen de equity o quasi equity de unos 500 millones. Como la vocación del Fideicomiso es no participar en más del 40% de dicho financiamiento, de allí llegamos a dicha cifra estimada. Esta se puede incrementar, sin embargo, con los componentes de equity en los contratos CREMAF más recientes y, eventualmente, los aún incipientes proyectos de agua y saneamiento, si el devenir político de Uruguay lo permite ya que se trata de un área proclive a desencadenar opiniones encontradas¹⁰.

En consecuencia, por viable, la plena integración del capital suscrito previsto para el Fideicomiso (USD 100 millones) no desiste de desafiante. La capacidad del Gestor de identificar y negociar proyectos será determinante para el pleno cumplimiento de los objetivos del Fideicomiso, además de la dependencia de un entorno macroeconómico favorable para el desarrollo de los negocios en Uruguay.

El otro aspecto importante en la determinación de los flujos futuros de fondos está en el carácter residual de los flujos de fondos en favor de los constituyentes del equity o quasi equity de los proyectos buscados y, por extensión, para los titulares de los certificados de participación en este Fideicomiso. Como se ha dicho, todos los proyectos suelen tener un elevado grado de apalancamiento en deuda senior, la cual suele estar apoyada en estructuras fiduciarias que otorgan un destino prioritario al servicio de dicha deuda y a la constitución de cuentas de reserva que refuerzan la garantía de

¹⁰. De todos modos, debe tenerse en cuenta que esos proyectos recién inician la etapa de construcción. Si la vocación del fideicomiso es ingresar en proyectos en fase de operación, la posibilidad de incorporar estos activos quedará habilitada más sobre el final del período de inversión.

estas operaciones de financiamiento. Por otro lado, la participación privada en proyectos de infraestructura pública suele estar diseñada (al menos, en teoría) de modo de transferir diversos riesgos en las etapas de construcción y operación desde el Estado al operador privado. Eso refleja, típicamente, en la realización de pagos bajo la modalidad “por disponibilidad”, que no significan otra cosa que una eventual penalización sobre los flujos que recibe la SOI en caso de incumplimiento de estándares de calidad. Si bien en muchos proyectos, como los viales (estamos hablando de la geografía y el clima uruguayos) y los educativos, los riesgos de incumplimiento de dichos estándares disminuyen considerablemente, de todos modos se produce un factor de tensión entre la desviación de los flujos obtenidos en forma prioritaria hacia el acreedor senior y cierta incertidumbre en los ingresos del fideicomiso que se resuelve en contra de la pretensión del reclamante residual, cuyo riesgo es justamente el que este informe evalúa.

El estándar en el diseño de las estructuras de financiamiento para las obras de infraestructura prevé la creación de una sociedad EPC, llamada así por su vinculación con la SOI mediante un contrato de ingeniería, adquisiciones y contratación (Engineering, Procurement and Construction), la cual suele absorber las contingencias relativas a la construcción y operación del proyecto. Al menos, las que el contrato con la Autoridad Contratante prevé como responsabilidad de la SOI.

Los futuros tenedores de cuotas partes en este Fideicomiso interactuarán con estas sociedades EPC y eventualmente compartirán representación en el Directorio de la SOI (en condición minoritaria, por hipótesis de construcción del Fideicomiso) con todas o algunas de las firmas que componen el capital social de las EPC, ya que el propio diseño de los contratos originales devino en esa situación en muchos casos. Por lo tanto, el proceso de negociación y due diligence que liderará caso a caso el Gestor será fundamental para garantizar el mejor resultado posible en términos de rentabilidad esperada y riesgo asumido por los futuros cuotapartistas.

Sin contar aún con activos incorporados al fideicomiso, esta evaluación de riesgo se basa, en primer lugar, en las capacidades percibidas por parte de las sociedades integrantes del Gestor, en base a su experiencia en proyectos de infraestructura en Latinoamérica. En segundo lugar, se apoya en una rentabilidad atractiva para los titulares del equity de estos proyectos, que puede alcanzar un rango entre 11% y 15% de acuerdo con nuestras estimaciones preliminares debido al apalancamiento utilizado. Pero la rentabilidad bruta que en definitiva llegue a los tenedores de cuotas partes de este fideicomiso dependerá de los valores a lo que se negocie cada incorporación de activos.

Es por esta razón que está prevista la participación de CARE en cada proceso de incorporación de activos, a fin de establecer si la nueva inversión cumple con el procedimiento y estándares establecidos en el contrato de Fideicomiso y si, en definitiva, los flujos de fondos resultantes permiten ratificar rentabilidad esperadas razonables para los cuotapartistas dados los riesgos asumidos.

1. Riesgos considerados

Riesgo de generación de flujos, que supone la no existencia de proyectos a financiar y la volatilidad en los ingresos, especialmente por fallas en el mantenimiento de la obra pública. En el caso de este fideicomiso, el ámbito objetivo de inversión luce razonable dado el mercado potencial y el capital a suscribir, lo que no descarta la dependencia de una actuación diligente del Gestor. En cuanto al segundo elemento, la estructura contractual de los contratos que relacionan a los privados con el Estado, que se traducen en los riesgos que deben asumir las SOI, y el propio diseño de la gobernanza de este fideicomiso permiten anticipar cierta defensa para los futuros cuotapartistas, la que habrá que ratificarse en cada oportunidad que se materialice una inversión. *En consecuencia, consideramos que el riesgo de este componente es medio.*

Riesgo de descalce de moneda; los CPs van a estar denominados en UI y, presumiblemente, la inversión en activos se efectuará en la misma unidad de cuenta. Los ingresos de los proyectos objetivo tienen, en su mayoría, un componente en UI y, en algunos casos, tienen indexación con el dólar. Por lo tanto, deberá esperarse a conocer la totalidad del portafolio de proyectos para determinar el grado de exposición a fluctuaciones en el valor de la moneda uruguaya que tiene el flujo del activo subyacente y cómo se transmite, eventualmente, a los inversores en CPs. Por lo tanto, en esta etapa se considera que *este riesgo es bajo medio.*

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas al Fideicomiso y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados. Este último aspecto tiene que ver con disposiciones del gobierno en cualquier nivel de la Administración, que generen castigos o beneficios a los proyectos objetivo de este Fideicomiso. Incluyen, por ejemplo, la evolución macroeconómica, la situación de las finanzas públicas, la política tributaria general, la particular del sector de obra pública, la existencia de subsidios y las disposiciones referidas al ordenamiento del territorio, entre otras.

En lo que tiene que ver con el instrumento financiero analizado en esta oportunidad, el análisis de entorno se focaliza en dos elementos que se consideran decisivos a la hora de evaluar la razonabilidad de los flujos de fondos esperados, su volatilidad y la rentabilidad esperada.

El primero tiene que ver con la capacidad del Fideicomiso Financiero de cumplir con su objetivo, es decir, materializar la adquisición de activos financieros representativos del capital, préstamos subordinados u otros instrumentos de las SOI en un volumen acorde al tamaño del patrimonio fiduciario. A este respecto, puede decirse que la inversión en infraestructura sigue teniendo importancia estratégica para las autoridades uruguayas, más allá del gobierno de turno, lo que ha impulsado a las sucesivas administraciones a implementar mecanismos de promoción.

El segundo elemento para considerar en el análisis de entorno tiene que ver con el hecho de que en la totalidad de los proyectos con participación de inversión privada que forman parte del objetivo de este Fideicomiso, más allá que se desarrollen en el marco de la Ley 18.786 o fuera de ella, los flujos de fondos a recibir por los adjudicatarios provienen del Estado, sobre la base de un criterio de "Pago por Disponibilidad" o análogo. Por lo tanto, si bien la asociación con privados ha sido una fuente de financiamiento idónea para la inversión pública considerada estratégica en condiciones de estrechez fiscal, la firma de los contratos correspondientes introduce compromisos financieros para el Estado que se suman a la ya notable rigidez del gasto público en Uruguay, derivado del peso de las obligaciones salariales, previsionales y de servicios de la deuda pública. En otros términos, el universo de proyectos al que apunta el objetivo de este Fideicomiso han transformado un tradicional gasto en inversión sobre el que la Administración tenía un alto grado de discreción para acomodar según sus necesidades financieras, en un gasto corriente muy rígido vinculado a obligaciones contractuales.

En la situación actual, este factor de riesgo está totalmente dominado por el mencionado en primer término, es decir, la posibilidad de que el entorno macroeconómico, expresado en tasas de interés vigentes y perspectivas de crecimiento, haga factible las adquisiciones de activos a las que aspira el objeto del Fideicomiso. Pero a medida que los recursos del fideicomiso comiencen a canalizarse a inversiones en activos, el análisis de riesgo de

CARE pondrá más énfasis en la disponibilidad de recursos presupuestales para atender las obligaciones financieras del Estado con los proyectos de participación público privada en particular, y en la evolución de las finanzas públicas y la calidad crediticia del Estado uruguayo en general.

En conclusión, en el contexto actual de perfil de la deuda pública, facilidad de acceso al mercado de capitales, crecimiento de la economía y foco en proyectos de alta importancia estratégica para el Gobierno, aunque con un monto que para las inversiones disponibles aparece como factible pero desafiante, *consideramos que el riesgo de entorno es bajo-muy bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (los títulos, la fiduciaria y la administradora, el activo subyacente y su flujo de fondos, y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos -, tanto los presentados por el estructurador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité de calificación de CARE entiende que los títulos recogen la calificación BBB (uy)¹¹ de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de Grado Inversor: Grado de inversión mínimo.

Comité de Calificación



Julio de Brun

¹¹. **BBB (uy)**. Se trata de instrumentos que presentan un riesgo medio bajo para la inversión, ya que evidencian un desempeño aceptable y suficiente capacidad de pago en los términos pactados. El propio papel, la condición de la administradora y de las empresas involucradas, la calidad de los activos, su capacidad de generar los recursos y la política de inversiones, y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo. Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en los activos o sus flujos, en los sectores económicos involucrados, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media baja, y compatible con la capacidad de la administradora de manejarlos, aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. **Grado de inversión mínimo.**



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez

ANEXO I

INFORME JURÍDICO

FIDEICOMISO FINANCIERO INFRAESTRUCTURA RENTA VARIABLE CMB-NEWF I

Informe jurídico

I. Descripción y valoración general

Según se informa en el Prospecto de la Emisión, el negocio fiduciario proyectado surge de la iniciativa de las empresas promotoras y que dan nombre al Fideicomiso: CMB Activa – Internacional SpA (**CMB-LV**) y Newfoundland Capital Management – US, LLC. (**Newf**); entidades especializadas en la administración de activos de infraestructura en América Latina y que, luego de un proceso de estudio, consideran que el porte de las inversiones en infraestructura desarrolladas en nuestro país en la última década, representan una buena oportunidad para invertir en el capital de las empresas concesionarias de los proyectos o como proveedor de deuda subordinada. La búsqueda y selección de oportunidades está centrada en activos que cuentan con financiamiento senior pero enfocada en proyectos en etapa de operación con un alto componente de flujo soberano, razón por la cual se considera plausible canalizarlo mediante el instrumento del fideicomiso financiero.

Para dicho fin, estas empresas han creado una sociedad vehículo nacional que funge de Gestor encargada del procedimiento de análisis de oportunidades, trasladar al Fideicomiso las ofertas no vinculantes y proponer las ofertas vinculantes para realizar, en definitiva, las inversiones en los activos analizados.

La sociedad constituida se denomina **NCMB INFRA I S.A.S.** y tiene como socios accionistas por partes iguales, a las dos entidades promotoras. Ha sido designado como Fiduciario EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A (en adelante EFAM AFISA o el Fiduciario). Los Fideicomitentes y Beneficiarios serán los Suscriptores Iniciales de los Certificados de Participación a emitirse.

Los objetivos a que apunta la política de inversión, en su dimensión subjetiva son **sociedades operadoras de infraestructura** constituidas por personas jurídicas de carácter público o privado que **ejecutan u operan** proyectos de infraestructura en los sectores de *transporte, tales como vial, portuario, férreo, aeroportuario, fluvial y urbano, suburbano e interdepartamental masivo; transmisión y generación de energía; acueductos; agua potable y saneamiento básico; transporte de hidrocarburos y minerales; telecomunicaciones y logística; infraestructura social*. En su dimensión objetiva, las adquisiciones que haga el Fideicomiso recaerán sobre: **Acciones, Valores convertibles en Acciones o Deuda Subordinada**.

Todo lo cual cumple con el alcance conceptual pacífico de los artículos 5 y 6 de la Ley de Fideicomiso 17.703, así como las normas del artículo 25 y siguientes del mismo cuerpo legal para la *securización* de activos mediante el instrumento del fideicomiso financiero.

Dada la definición genérica que viene de comentarse sobre los componentes que tendrá el patrimonio fiduciario una vez se apliquen los fondos provenientes de la colocación de los Valores, el presente Informe tiene forzosamente un alcance prospectivo o preliminar; debiendo leerse en forma complementaria a las apreciaciones singulares que se hagan en cada ocasión de propuesta de inversión.

El Informe se ha elaborado en base al estudio del Prospecto Informativo de la Emisión (versión borrador de mayo 2025) y los siguientes anexos convencionales: (a) original del contrato constitutivo del Fideicomiso Financiero, firmado el 7 de mayo de 2025 entre EFAM AFISA y BEVSA en representación de los futuros fideicomitentes beneficiarios, así como su Anexo 1 (Política de Inversión); (b) original del contrato de Gestión firmado el 8 de mayo de 2025 entre EFAM AFISA y NCMB INFRA I S.A.S.; (c) testimonio y certificaciones protocolizadas de la constitución del Gestor NCMB INFRA I S.A.S, Asamblea Extraordinaria y modificación de

estatutos donde quedó establecido el Directorio actual; (d) borradores del Documento de Emisión y Contrato de Entidad Registrante entre EFAM AFISA y BEVSA.

Relevada toda esta documentación a la luz de la normativa aplicable, podemos adelantar como concepto general, que se cumplen las disposiciones legales y reglamentarias disciplinadas para el fideicomiso financiero en lo atinente a la capacidad y legitimación de las partes para obligarse en forma válida y eficaz. En cuanto al negocio fiduciario y con énfasis en la perspectiva del interés del potencial inversor, *prima facie* no se aprecian circunstancias estructurales que pongan en riesgo la satisfacción del derecho de participación en la operación bursátil proyectada.

II. El contrato de Fideicomiso financiero¹. Cláusulas centrales

Objeto. Consiste en la constitución de un patrimonio de afectación autónomo bajo las disposiciones de la Ley de Fideicomiso N° 17.703², mediante la emisión de **Certificados de Participación** que llevará a cabo el Fiduciario. El producido de su colocación bursátil y las **Inversiones** proyectadas con dichos recursos, constituyen la propiedad fiduciaria y en la estructura quedan aglutinados en la definición de **Activos del Fideicomiso**, esto es: “*el conjunto de bienes y/o derechos, presentes y futuros, incluyendo los importes a ser pagados por los Fideicomitentes en su carácter de Suscriptores de Valores, el conjunto de Inversiones realizadas por el Fideicomiso, los Activos Financieros y todos los derechos económicos, presentes y futuros, que formen parte del patrimonio del Fideicomiso*”.

Asimismo, EFAM AFISA como Fiduciario administrará los fondos que integren el activo del Fideicomiso y provenientes de la actividad desarrollada por el Gestor, pagando a los Titulares de CP los *Fondos Netos Distribuibles*, durante la vida del Fideicomiso y, a su extinción, los *Fondos Netos Remanentes*, una vez canceladas todas las obligaciones y gastos del Fideicomiso.

La finalidad o causa de las obligaciones que asumen las partes, se desprende enlazando lo anterior con la cláusula 6 del Contrato. Allí se establece con toda claridad, que la finalidad central es invertir en tres componentes: *Acciones, valores convertibles en Acciones y Deuda Subordinada emitidos por Sociedades Operadoras de Infraestructura*. Esta referencia al sujeto emisor debe ser aclarada en su alcance jurídico, pues sugiere una actividad económica pero no es una tipología societaria legal.

En este sentido, el Contrato establece un marco de referencia al definir, por un lado, los **Proyectos de Infraestructura** pasible de inversión: “*...en los sectores de transporte, tales como vial, portuario, ferroviario, aeroportuario, fluvial y urbano, suburbano e interdepartamental masivo; transmisión y generación de energía; acueductos; agua potable y saneamiento básico; transporte de hidrocarburos y minerales; telecomunicaciones y logística; infraestructura social; entre otros; siempre y cuando cumplan con las características y requisitos establecidos en la Política de Inversión que se incluye como Anexo 1 al Fideicomiso*”; y por otro, a las **Sociedades Operadores de Infraestructura** como: “*...las personas jurídicas de carácter público o privado que ejecuten u operen proyectos de infraestructura*”, en los sectores listados en la definición previa.

¹ El Contrato (con mayúscula) refiere en todos los casos al constitutivo del Fideicomiso Financiero.

²**Artículo 25:** *El fideicomiso financiero es aquel negocio de fideicomiso cuyos beneficiarios sean titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario, de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes que integran el fideicomiso, o de títulos mixtos que otorguen derechos de crédito y derechos de participación sobre el remanente. Los certificados de participación y títulos de deuda se regirán por el Decreto-Ley N° 14.701, de 12 de setiembre de 1977, en lo pertinente. Todos los elementos relacionados con el objeto, están concentrados en las cláusulas 1 a 4 del Contrato.*

Emisión de los Valores y derechos que otorgan a sus Titulares. Los aspectos relevantes surgen del capítulo II del Prospecto Informativo, del Documento de Emisión y las cláusulas 9 y 10 del Contrato.

Como viene dicho, el Fiduciario emitirá **Certificados de Participación Escriturales** mediante oferta pública. Se emitirá en Unidades Indexadas por el importe equivalente a u\$d 100.000.000, tomando el valor de la UI a la fecha de inicio del período de suscripción.

En cuanto al procedimiento de Emisión, deberá estarse a lo establecido en el Prospecto. Aquí se destacan los siguientes puntos: **(i)** la **suscripción** se hará en dos etapas, la primera absorbe la suscripción de los Tramos Mayorista y Minorista, por montos máximos del 95% y 5% del total de la Emisión, respectivamente; y en la segunda etapa, el Gestor suscribirá valores por el equivalente al 5% del importe de la Emisión; **(ii)** para la **adjudicación** se invierte el orden temporal de la primera etapa, adjudicándose las ofertas del *retail*, luego el tramo mayorista y al final se adjudica al Gestor los valores suscriptos por el 5%³; **(iii)** en cuanto a la **integración**, habrá una *Primera Integración* cuyo monto no ha sido definido y comprenderá, la totalidad de los valores Minoristas y el resto se completará a prorrata entre los Mayoristas y el Gestor. Luego de ello se prevé un programa de integraciones diferidas (*capital calls*), según las necesidades de inversión y siempre que no supere el plazo a dichos efectos de 60 meses desde el cierre de la suscripción.

En cuanto al derecho sustancial que otorga cada Certificados de Participación a emitirse, el mismo se materializa mediante un sistema de **Distribuciones** con dos componentes relacionados con la vida del Fideicomiso: los *Fondos Netos Distribuibles* y los *Fondo Netos Remanentes*. Resumiendo tenemos que los **Fondos Netos Distribuibles** se calcularán en forma trimestral en base caja, luego de cada Cierre de Trimestre, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de **Fondos Netos Remanentes**; y será el resultado de: **a)** sumar los ingresos derivados de las operaciones de inversión que lleve a cabo el Fideicomiso en el cumplimiento de sus fines y los ingresos provenientes de los *Fondos Líquidos* disponibles e invertidos en *Activos Financieros*; **b)** a lo cual se debe restar los gastos del Fideicomiso a la fecha de distribución considerada, la comisión de administración del Gestor, la reserva del SMC⁴, los gastos del trimestres y la comisión por desempeño si correspondiere.

Plazo del Fideicomiso. La cláusula 11 del Contrato establece que el Fideicomiso se mantendrá *vigente y válido por un plazo de 15 años a contar desde la fecha de emisión de los valores*. Sin embargo la Asamblea de Titulares convocada por el Fiduciario, podrá acortar o extender dicho plazo en función de que el Gestor así lo recomiende al solicitar la decisión asambleísta.

Esto es sin perjuicio de la posibilidad de extinción anticipada, si los CP se cancelan con anterioridad al plazo original de 15 años, o si sobreviene alguna circunstancia que impida en forma objetiva y absoluta el cumplimiento de los objetivos del Fideicomiso; solución que en realidad ya viene dada por los artículos 31 y 32 de la ley 17.703.

Existen otros aspectos destacables del Contrato que, precisamente por su importancia en la estructura, serán analizados en el siguiente capítulo, a saber: la naturaleza de los Activos, la política de Inversión del Fideicomiso y los límites auto regulados, la frontera de las responsabilidades entre Gestor y Fiduciario con énfasis en los órganos internos de decisión y finalmente, las competencias de la Asamblea de Titulares así como las atribuciones de su Comité de Vigilancia, en orden a equilibrar y proteger el interés de los Inversores.

³ Con lo cual se cumple la exigencia de coinversión para estructuras del tipo. Vale aclarar que la obligación consiste en el compromiso de suscribir valores por el 5% del importe de la Emisión y mantener la inversión durante toda la vida del Fideicomiso. Como viene dicho y se ahondará en el siguiente capítulo, los requerimientos de pagos futuros dependerán de las necesidades de inversión en el lapso de los cinco años pautados y no es forzoso que se deba completar la emisión por el 100% de lo suscripto.

⁴ *Saldo Mínimo de Caja*, que será – en todo momento – el equivalente a 1.00.000 de Unidades Indexadas.

III. Contingencias jurídicas

En este capítulo se analizan posibles riesgos de estructura, tanto los referidos al cumplimiento de los requisitos normativos para la formación válida y eficaz de la voluntad y las obligaciones que asumen las partes, como aquellos que guardan relación con el cumplimiento de los valores a emitirse.

III.1. Capacidad y legitimación de las partes

En cuanto al *Fiduciario*, surge del Prospecto que EF ASSET MANAGEMENT Administradora de Fondos de Inversión S.A. desde julio de 2004 está autorizada por el Banco Central del Uruguay para actuar en dicha calidad en fideicomisos financieros en el Uruguay, de acuerdo a las disposiciones de la Ley 16.774 y 17.703; y dicha autorización se encuentra vigente.

Los Fideicomitentes (Suscriptores) y Beneficiarios (Titulares). En lo atinente a los requisitos de capacidad jurídica y poder normativo negocial, deberán ser calibrados en atención a las particularidades personales o institucionales de cada inversor; tanto en lo atinente a la operación bursátil como para participar en el Contrato. En este sentido es necesario consignar que se deberá tener presente el límite legal de inversión que rige para las AFAP's, tanto cuando el Fideicomiso adquiera directamente *Acciones* o, indirectamente, cuando se invierta en *Valores convertibles* que en definitiva terminen convirtiéndose en *Acciones* (artículos 126 y 124 de la Ley 16.713 en redacción dada por Ley 18.673, así como la Recopilación de Normas de Control de Fondos Previsionales del BCU).

Asimismo, en este segmento es pertinente reiterar el compromiso de suscripción del Gestor y la obligación de mantener la inversión hasta la extinción del Fideicomiso.

Si bien el **Gestor NCMB Infra I SAS**, no es parte constituyente del Fideicomiso, queda ligado a la estructura mediante el Contrato de Gestión celebrado con el Fiduciario el día 8 de mayo de 2025. Según el inciso final de la cláusula 3 del Contrato, por efecto de la inversión, los Titulares ratifican y aceptan en forma expresa las estipulaciones de los contratos de la emisión, entre ellos, el de Gestión.

NCMB Infra I SAS fue constituida como Sociedad por Acciones Simplificada de acuerdo al régimen de la Ley 19.820, el día 19 de diciembre de 2024⁵ y la constitución fue inscripta en el Registro de Personas Físicas el 23 del mismo mes y año. Con fecha 16 de abril de 2025 se celebró Asamblea Extraordinaria de Accionistas donde comparecen como accionistas las sociedades promotoras del Fideicomiso: **Newfoundland Capital Management – US, LLC** y **CMB Activa – International SpA**, por partes iguales del capital accionario (500 acciones y derecho a 500 votos cada una); y, por otro lado, la modificación de los Estatutos en cuanto a su administración y representación, constituyéndose un Directorio de cuatro miembros, aportando dos cada accionista. El primer Directorio quedó constituido por: Daniel Simon (Presidente) y Eric Monteiro da Fonseca (Director), ambos propuestos por NCM US, LLC, y Alfonso Yáñez (Vicepresidente) y José Antonio Jiménez (Director), propuestos por CMB Activa-International SpA⁶.

Por tanto, desde el punto de vista formal, todas las partes involucradas están habilitadas por el ordenamiento jurídico para asumir en forma válida y eficaz los derechos y obligaciones bajo la estructura de marras.

III.2. El derecho de participación y el riesgo de incumplimiento

El Titular de un certificado de participación tiene un derecho en el dominio fiduciario, sobre los bienes mismos que integran el patrimonio, cuya satisfacción está estrechamente ligado al éxito del negocio

⁵ Según el modelo contractual creado por la Dirección General de Registros del MEC (Decreto 399/019). Se constituyó con capital social de \$ 1.000 pesos uruguayos, con acciones nominativas endosables de un peso cada una.

⁶ Lo señalado en este párrafo surge de documentación certificada y protocolizada que se tuvo a la vista.

fiduciario. Lo que sigue de este informe, pretende dar cuenta de los hitos convenciones más importantes en orden a la plena y puntual satisfacción del derecho de los inversores.

a. Los Activos del Fideicomiso

Lo primero a señalar siguiendo las emergencias del Prospecto Informativo, es que las sociedades promotoras y accionistas del Gestor del Fideicomiso, son sociedades extranjeras sin experiencia en nuestro país en la gestión de negocios fiduciarios como el que nos ocupa. Empero, el Prospecto da cuenta de un extenso *track record* en la administración de activos de infraestructura en América Latina (**CMB LV** en Chile y **NewF** en Brasil). De suyo, el inversor deberá ponderar adecuadamente la información brindada en el Prospecto, pues el éxito de emprendimiento se dirime en gran medida en el desempeño del Gestor.

Dicho esto y yendo al núcleo del negocio, debemos consignar que el foco estará colocado en la selección de los **Proyectos de Infraestructura** definidos en el Contrato como los *“proyectos en los sectores de transporte, tales como vial, portuario, ferroviario, aeroportuario, fluvial y urbano, suburbano e interdepartamental masivo; transmisión y generación de energía; acueductos; agua potable y saneamiento básico; transporte de hidrocarburos y minerales; telecomunicaciones y logística; infraestructura social; entre otros; siempre y cuando cumplan con las características y requisitos establecidos en la Política de Inversión que se incluye como Anexo 1 al Fideicomiso”*.

Los distintos sectores de la economía sobre los que ya existen proyectos en marcha y que están listados en forma no taxativa en esta cláusula, constituyen el **ámbito objetivo** de la política de inversiones del Fideicomiso. Las personas jurídicas a través de las cuales se han vehiculizado esos proyectos de infraestructura en curso, son las definidas en el Contrato como **Sociedades Operadores de Infraestructura**: *“...las personas jurídicas de carácter público o privado que **ejecuten u operen** proyectos de infraestructura”* y constituyen el **ámbito subjetivo** de la política de inversiones del Fideicomiso. El destaque de los verbos nucleares (ejecutar – operar), es clave para comprender que el negocio fiduciario proyectado apunta, en forma preponderante, a la etapa operativa de los proyectos en curso.

Ahora bien, los bienes y/o derechos presentes y futuros que serán objeto de adquisición específica y que integrarán el **Activo** medular del patrimonio autónomo está compuesto por: **Acciones, Valores convertibles en Acciones o Deuda Subordinada** de las **Sociedades Operadores de Infraestructura** en el marco de los contratos de cada *Proyecto de Infraestructura* seleccionado⁷.

La definición de estos componentes luce en la cláusula 1 del Contrato mediante conceptos generales y abiertos que adoptan el sentido común y pacífico que les asigna el derecho, lo cual es coherente con el tenor prospectivo de la estructura y de este Informe. En la medida que se vayan seleccionando las ofertas de inversión y en la instancia de *Due Diligence* se harán las precisiones específicas a cada **Activo**.

b. La política de inversión. Límites internos y dinámica de gestión

En este segmento es clave tener en cuenta las cláusulas 6, 7 y 8 del Contrato y en especial su Anexo 1, donde se reglamentan todos los aspectos importantes del proceso de inversión y desinversión del Fideicomiso. Aquí se destaca lo siguiente:

En primer lugar es necesario consignar las limitaciones de inversión, a saber: **a) La inversión en una única Sociedad Operadora de Infraestructura, ya sea directa o indirecta, no podrá superar el 40% del capital**

⁷ La tipología jurídica societaria y la modalidad de contratación dependerán de la actividad económica y la decisión estatal originaria para la concesión de cada proyecto considerado. Como se puede apreciar la enumeración de Proyectos no es taxativa, sino meramente ilustrativa. No obstante, es posible reconocer que buena parte de ellos estarán estructurados bajo el régimen Participación Pública y Privada (Ley 18.786), sin perjuicio de otras modalidades contempladas en el régimen de contratación pública (TOCAF). De todos modos, se debe esperar a que el Gestor seleccione y ofrezca al Fideicomiso las inversiones concretas para analizar estos aspectos.

integrado de dicha sociedad, con un máximo del equivalente en UI a USD 30 millones; b) La exposición total del Fideicomiso en Sociedades Operadoras de Infraestructura bajo el Control de un mismo promotor no podrá superar el equivalente en UI a USD 50 millones; c) El monto mínimo de inversión en Sociedades Operadoras de Infraestructura será de el equivalente en UI a USD 5 millones; d) El Fideicomiso no invertirá en Deuda Subordinada más del equivalente en UI a USD 30 millones; y e) La inversión en valores denominados en moneda extranjera no podrá superar el equivalente en UI a USD 25 millones.

Dentro de esta política de inversión, entiendo que merece destaque señalar que el Fideicomiso tendrá siempre una participación minoritaria en la Sociedad Operadora considerada, siendo su tope el 40% del capital integrado. Esto impone una especial diligencia y profesionalismo en el desempeño del Gestor a través de su Comité de Inversiones durante todo el denominado Ciclo de Inversión. En este ámbito, es particularmente importante la Etapas 3, pues allí se definen las condiciones a ser negociadas para la adquisición de los Activos. No debe perderse de vista que la inversión siempre será sobre proyectos en curso, de regla en etapa de operación donde ya no existe riesgo constructivo; lo cual no hace suponer cambios en el rumbo del negocio o contingencias que modifiquen la previsibilidad en la ejecución de los contratos. No obstante, la lista de *posibles cláusulas a negociar* es suficientemente extensa como para extremar la cautela a la hora de concretar las ofertas vinculantes en aras del debido control, manejo y seguimiento de las inversiones del Fideicomiso.

En segundo lugar, véase que tanto el Gestor, el Fiduciario y los Titulares tienen en la estructura un comité interno para asesorarse en la toma de decisiones. Obviamente y por su rol de Gestor, su Comité de Inversiones tendrá la iniciativa privativa en el procedimiento de estudio y definición de las ofertas, así como el seguimiento luego de la adquisición y el procedimiento final de desinversión. A su turno, el Fiduciario tendrá su propio órgano asesor interno, denominado Comité de Evaluación de Inversiones, con el cometido de examinar las recomendaciones recibidas del Gestor y luego trasladar la propuesta al Comité de Vigilancia, órgano interno designado por los Titulares en Asamblea, para que valide o no la recomendación o, en definitiva, someta la decisión final de inversión a la Asamblea por mayoría especial.

El balance o equilibrio de fuerzas en este procedimiento se puede apreciar en forma clara en la redacción de la cláusula 7 del Contrato, cuya transcripción se impone: ***“El Fiduciario examinará las recomendaciones recibidas del Gestor, realizando su propia evaluación de cada recomendación de acuerdo con lo indicado en la Política de Inversión. El Fiduciario podrá de manera fundamentada oponerse a seguir alguna de las recomendaciones recibidas del Gestor, en caso que entienda que las mismas no cumplen con lo establecido en este Contrato, en el Contrato de Gestión o con la normativa general vigente. En tales casos el Fiduciario deberá notificar al Gestor y presentar la situación al Comité de Vigilancia para que valide o no la recomendación del Gestor. En el caso que el Comité de Vigilancia tenga cuestionamientos sobre la decisión de validar la recomendación del Gestor deberá presentar la situación a la Asamblea de Titulares para que adopte la decisión final al respecto por Mayoría Especial de Titulares”.***

El cuanto al proceso de *Desinversión (Etapas 5)*, tendrá un mecanismo similar de aprobación que el de *Inversión*. Cualquiera sea la estrategia definida dentro del menú de opciones listadas, El Gestor deberá presentar a su Comité de Inversiones una propuesta, que será luego trasladar al Fiduciario recomendando la desinversión. Éste, previa opinión de su Comité de Evaluación de Inversiones, tomará la decisión correspondiente.

c. La responsabilidad de Fiduciario y Gestor

Añadidura de lo anterior es la relevancia que adquiere el Contrato de Gestión para establecer con mayor claridad la frontera del haz obligacional de ambas partes y, en su caso, las responsabilidades a la interna del

Fideicomiso frente a los Titulares Beneficiarios y a la externa en la relación con los terceros que contratan con el Fideicomiso.

En términos generales, tanto el Fiduciario como el Gestor asumen una responsabilidad de tipo subjetiva, en tanto el factor de atribución es la culpa. En el caso del Fiduciario rige el artículo 16 de la Ley 17.703, que exige la actuación prudente y diligente bajo el estándar del *bueno hombre de negocios*. En cuanto al Gestor rige el artículo 83 de la Ley 16.060 que establece el mismo estándar de conducta *“lealtad y con la diligencia de un buen hombre de negocios”*.

Yendo a las convenciones, Fiduciario y Gestor han establecido el alcance de las respectivas responsabilidades en que puedan incurrir en la ejecución de sus obligaciones. Así, en la cláusula 16 del Contrato se establece como regla que ***“El Fiduciario sólo será responsable de los actos que realice en cumplimiento de los fines del Fideicomiso, con el patrimonio del mismo y hasta el monto que éste alcance. El Fiduciario no responde por las obligaciones asumidas en nombre del Fideicomiso frente a los Titulares y otros terceros”***. No obstante, en ningún caso podrá exonerarse de responsabilidad en caso de dolo o culpa grave, hipótesis donde deberá responder por los daños causados con su propio patrimonio. Esto queda recogido en las cláusulas 13 y 21 del Contrato y aunque nada dijera, es la solución legal que se impone, de acuerdo al inciso final del artículo 16 de la Ley 17.703.

En el caso del Gestor, la cláusula 7 del Contrato asigna al Gestor *“la tarea de llevar adelante la selección, análisis y recomendación de las Inversiones, de acuerdo a lo establecido en el presente Contrato y en el Contrato de Gestión”*, sin perjuicio que el Fiduciario conservará siempre la responsabilidad por la administración del patrimonio fiduciario y sus obligaciones legales indelegables. En el contrato de Gestión, al que remite esta cláusula, se lee en el siguiente inciso final de cláusula: *“El Gestor será exclusiva y directamente responsable frente al Fideicomiso y los Beneficiarios del cumplimiento de las actividades a que está obligado y asume la total responsabilidad por los eventuales incumplimientos en que incurra en su carácter de Gestor”*⁸.

Recapitulando, las pautas convencionales sobre la responsabilidad civil **lucen adecuadas y son las de estilo en este tipo de contratos**. En fase de ejecución de las respectivas obligaciones, será clave el ejercicio equilibrado de los respectivos órganos internos de supervisión, sobre todo a la hora de tomar las decisiones de inversión, según la regla pauta en la cláusula 7 del Contrato y el estricto apego a las etapas diseñadas en La Política de Inversión plasmada en el Anexo 1 del Contrato.

d. Competencias de las Asambleas y atribuciones del Comité de Vigilancia

No podemos cerrar este segmento sin hacer algunas breves referencias a las posibilidades de injerencia de los Titulares en el curso del emprendimiento. Esto sucede a través de las Asambleas como instancia orgánica y con la asistencia del Comité de Vigilancia creado justamente para proteger los intereses de los Titulares Beneficiarios. Más allá de las pautas comunes y habituales sobre mayorías requeridas según la decisión a tomar, se debe jerarquizar la decisión del posible conflicto que disciplina la multicitada cláusula 7 del Contrato. Aquí se plantea la posibilidad de que el Comité de Vigilancia se oponga o cuestione una recomendación de adquisición. La última palabra la tendrá la Asamblea mediante “el voto conforme de dos o más Titulares, cuyos Valores representen en conjunto un valor nominal superior al 75% de los Valores emitidos y en circulación” (Mayoría Especial de Titulares). Entiendo que este es el instrumento más potente

⁸ En este sentido, el artículo 391 de Ley 16.060 dispone que las autoridades del Gestor podrán ser llamados a responsabilidad solidaria *“hacia la sociedad, los accionistas y los terceros, por los daños y perjuicios resultantes, directa o indirectamente, de la violación de la ley, el estatuto o el reglamento, por el mal desempeño de su cargo según el criterio del artículo 83 y por aquellos producidos por abuso de facultades, dolo o culpa grave”*.

con que cuentan los Titulares para incidir en el desarrollo del Fideicomiso, fuera de las habituales establecidas en la Ley 17.703 y en la cláusula 20.4 del Contrato.

Con todo y en pos de la misma finalidad, se destacan otras potestades listadas en esta cláusula 20.4 que requieren mayoría especial, siendo central la actividad desplegada por el Comité de Vigilancia según las instrucciones de la cláusula 25. En este ámbito entiendo adecuado colacionar: (i) con recomendación del Gestor, la posibilidad de dejar sin efecto (en parte o en todo), *las integraciones pendientes bajo los compromisos de suscripción*, lo cual incluye la coinversión del Gestor; (ii) poder establecer *excepciones y modificaciones a la Política de Inversión*; (iii) resolver conflictos de intereses no subsanados por las partes y (iv) declarar el incumplimiento del Fiduciario y/o el Gestor, lo cual es clave para tomar decisiones de remoción y/o sustitución en los casos y circunstancias que lo justifiquen.

IV. Consideraciones finales

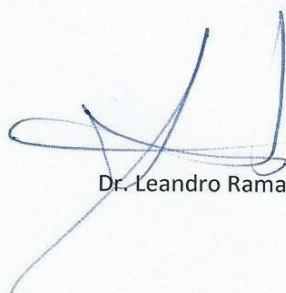
El negocio proyectado cumple con los requisitos de constitución formal, individualización del patrimonio de afectación autónomo, separado e independiente de los patrimonios de los contrayentes, y previene la inscripción del contrato en el Registro Nacional de Actos Personales – Sección Universalidades (artículos 2, 6 y 17 de la Ley 17.703) y cláusula 31 del Contrato.

Es un rasgo típico que el patrimonio fiduciario responda únicamente por las obligaciones establecidas en el Contrato y derivadas de la emisión. El patrimonio de afectación autónomo no responde por deudas del Fiduciario, de los Fideicomitentes Beneficiarios (art. 7 Ley 17.703). A su vez, el patrimonio del Fiduciario no responderá por las obligaciones contraídas en la ejecución del Fideicomiso, las que serán satisfechas con los Activos del Fideicomiso (art. 8 Ley 17.703). Dentro de este estatuto jurídico son de aplicación las pautas sobre rendición de cuentas que recaen sobre todo fiduciario (art. 18); obligación indelegable reglamentada en la cláusula 21 del Contrato.

BEVSA actuará en la estructura como Entidad Representante de los Titulares y como Entidad Registrante de los Valores, de acuerdo a las convenciones de estilo a suscribir con el Fiduciario, del Documento de Emisión y en cumplimiento de las pautas legales de la Ley 18.627.

En conclusión, el negocio fiduciario cuenta con un razonable grado de cobertura y no se advierten riesgos jurídicos estructurales asociados al proceso de emisión.

Montevideo, 9 de junio de 2025.-



Dr. Leandro Rama