

# CARE

CALIFICADORA DE RIESGO

---

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

*Montevideo, abril de 2026*

---

4	RESUMEN GENERAL
5	I INTRODUCCIÓN
9	II LOS TITULOS DE DEUDA
12	III LA ADMINISTRACION
18	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
21	V EL ENTORNO
23	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

---

**CALIFICACIÓN DE RIESGO C.Ps. FIDEICOMISO FINANCIERO INFRAESTRUCTURA RENTA  
VARIABLE CMB-NEWF I  
16 - abril - 2026**

<b>Plazo:</b>	15 años
<b>Fiduciario:</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM AFISA)
<b>Monto:</b>	equivalente en unidades indexadas a USD 100 millones
<b>Activos del Fideicomiso:</b>	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.
<b>Asesor Legal:</b>	Ferrere
<b>Fideicomitentes y Beneficiarios:</b>	Suscriptores iniciales de los CP's
<b>Gestor:</b>	NCMB INFRA I S.A.S.
<b>Entidad Representante:</b>	BEVSA
<b>Entidad Registrante:</b>	BEVSA
<b>Administración y pago:</b>	EFAM AFISA
<b>Calificadora de Riesgo:</b>	CARE
<b>Vigencia:</b>	hasta el 30 de noviembre de 2026.
<b>Comité de Calificación:</b>	Ing. Julio Preve, Cr. Martín Durán y Ec. Julio de Brun
<b>Calificación de riesgo:</b>	BBB uy
<b>Manual Utilizado:</b>	Manual Calificación de Finanzas Estructuradas Administradas por Terceros <sup>1</sup>

<sup>1</sup>. Disponible en [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)

## Resumen General

***CARE ha actualizado la calificación de los certificados de participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero "Infraestructura Renta Variable CMB-NEWF I", manteniendo 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 resume en el capítulo correspondiente de este informe.
- 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 suscrito 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 en esta actualización de la 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 actualizar la calificación de 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 inversor<sup>1</sup>.

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 las primeras calificaciones 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.

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

<sup>2</sup>. Sin perjuicio de las actualizaciones regulares de norma.

caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales<sup>3</sup>. Éstos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://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 noviembre de 2026.

## 2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

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 proyectos<sup>4</sup>.

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 instrumentos<sup>5</sup>.

Subsiguientemente, EFAM y NCMB INFRA I S.A.S (“el Gestor”) 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*<sup>6</sup>. Está previsto, además, que el Gestor participe en un 5% de las inversiones del Fideicomiso<sup>7</sup>.

Los valores fueron inscriptos en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay el 17 de julio de 2025. El 29 de agosto del mismo año, EFAM, en su calidad de fiduciario del fideicomiso financiero, emitió los primeros valores por un monto de UI 7.856.688, tras haber suscrito los inversores en los certificados de participación, el día anterior, el total del monto autorizado equivalente en UI a USD 100 millones.

Desde ese momento, el Gestor se ha abocado a divulgar y promocionar el objetivo del Fideicomiso entre actores del mercado relevantes y empresas del sector construcción, nacionales e internacionales, establecidas en Uruguay. Sus esfuerzos han cristalizado, hasta el momento de este informe, en la firma de Acuerdos de Confidencialidad con empresas promotoras de proyectos de Participación Público-Privada (PPP) en los sectores vial, educativo y penitenciario; empresas vinculadas a energías renovables y con contratos “*Power Purchase Agreement*” (PPA) con la empresa estatal UTE; y empresas de telecomunicaciones. Dichos acuerdos permitieron al equipo del Gestor analizar los proyectos y la participación de actores del sector privado en ellos, en base a lo cual se hicieron recomendaciones al Comité de Inversiones del Gestor.

<sup>3</sup>. Manual de Finanzas estructuradas administradas por terceros”

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

<sup>5</sup>. Cláusula 6 del Contrato de Fideicomiso.

<sup>6</sup>. Cláusula 4, literal d) del Contrato de Gestión.

<sup>7</sup>. Cláusula 4, literal g) del Contrato de Gestión.

Este proceso ha dado lugar, hasta el momento, a la presentación de seis ofertas no vinculantes de compra de acciones para el Fideicomiso, sobre las cuales no hay respuesta a la fecha de este informe.

### 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.
- 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 tiene las siguientes limitaciones de inversión:
  - La inversión en una única Sociedad Operadora de Infraestructura, ya sea directa o indirecta, no puede 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 puede superar al equivalente en UI a USD 50 millones;
  - El monto mínimo de inversión en Sociedades Operadoras de Infraestructura es el equivalente en UI a USD 5 millones;
  - El Fideicomiso no invierte en Deuda Subordinada más del equivalente en UI a USD 30 millones;
  - La inversión en valores denominados en moneda extranjera no puede 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.

<sup>3</sup>. Ver "Manual de calificación de finanzas estructuradas..." Punto 3.

- El Gestor cuenta 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 mantiene 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 dispone de un Comité de Evaluación de Inversiones, el cual es 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 cuenta 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. Está 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 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:

- Reporte de actividades del Gestor
- Estados financieros de la fiduciaria al 31 de diciembre de 2025
- Información referida al Gestor
- Estados contables del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2025

## II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Fueron emitidos 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

<b>Denominación</b>	Fideicomiso Financiero Infraestructura Renta Variable CMB-NEWF I
<b>Fiduciario</b>	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A. (EFAM AFISA)
<b>Gestor</b>	NCMB INFRA I S.A.S.
<b>Títulos por Emitir</b>	Certificados de Participación (CPs)
<b>Activos del Fideicomiso</b>	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.
<b>Moneda</b>	Pesos Uruguayos, expresados en Unidades Indexadas (UI)
<b>Monto de la Emisión</b>	Equivalente en Unidades Indexadas de USD 100 millones
<b>Distribuciones</b>	Trimestrales, según disponibilidad de Fondos Netos Distribuibles
<b>Calificadora de Riesgo</b>	CARE Calificadora de Riesgo
<b>Calificación de Riesgo</b>	BBB (uy)

### 2. El análisis jurídico

Los documentos del Fideicomiso Financiero y sus contratos asociados fueron evaluados en oportunidad de la calificación original (julio de 2025). En resumen, las conclusiones emanadas de dicho análisis fueron las siguientes:

- 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. De acuerdo con nuestro análisis *“esto impone una especial diligencia y profesionalismo en el desempeño del Gestor a través de su Comité de Inversiones”*<sup>8</sup>. Los accionistas de Gestor 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 vehiculizado esos proyectos de infraestructura son las definidas en el Contrato como **Sociedades Operadoras 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. La cláusula 7 del Contrato de Fideicomiso 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 de 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”***.

<sup>8</sup>. Informe del Dr. Leandro Rama, incorporado como Anexo del Informe de Calificación de CARE de julio de 2025.

- 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 tomará la decisión correspondiente, previa opinión de su Comité de Evaluación de Inversiones.

En la medida que se vayan seleccionando las ofertas de inversión y en la instancia de Due Diligence se harán las precisiones específicas al alcance de cada Activo del Fideicomiso. 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.

### 3. 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 2025 sigue mostrando una sólida situación de solvencia.

El ratio de liquidez para el ejercicio, medido como la razón corriente, sigue estando por debajo de la unidad. Cabe recordar 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. Esto relativizaba la circunstancia de tener una razón corriente por debajo de la unidad como se ha mencionado.

A continuación se exponen, en forma resumida los estados de situación y resultados al 31/12/2025 y su comparativo con ejercicios anteriores.

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

Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Activo Corriente	32.193	33.440	26.198
Activo no Corriente	287.528	290.099	248.688
<b>Total Activo</b>	<b>319.720</b>	<b>323.539</b>	<b>274.886</b>
Pasivo Corriente	38.988	45.457	38.315
Pasivo no Corriente	250.654	249.374	211.246
<b>Total Pasivo</b>	<b>289.642</b>	<b>294.830</b>	<b>249.561</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>30.079</b>	<b>28.708</b>	<b>25.325</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>319.720</b>	<b>323.539</b>	<b>274.886</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>0,83</b>	<b>0,74</b>	<b>0,68</b>

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados al término del ejercicio 2025 muestran un nivel de facturación similar respecto al mismo periodo del año anterior, pero gastos algo mayores lo que determina un descenso en las utilidades.

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

Concepto	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
Ingresos Operativos	103.621	95.753	85.442
Gastos Adm. y Vtas.	(89.335)	(78.523)	(71.408)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>14.286</b>	<b>17.230</b>	<b>14.033</b>
Resultados Financieros	(11.407)	(11.495)	(11.743)
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>2.879</b>	<b>5.735</b>	<b>2.290</b>
IRAE	(1.508)	(2.352)	(1.477)
<b>Resultado del período</b>	<b>1.371</b>	<b>3.383</b>	<b>812</b>
Res Operativos/Ingresos	13,79%	17,99%	16,42%
Res Ejercicio/Ingresos	1,32%	3,53%	0,95%

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.

#### 4. NCMB INFRA I S.A.S. – El Gestor

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. Fue designada como Gestor de esta operación por el Fiduciario con fecha 8/05/2025.

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 operaciones que recomienda por un 5% del total de cada emisión.

## 2.3 Estructura Organizacional del Gestor

Respecto a la estructura de la empresa local creada para gestionar esta operación, la misma fue descrita detalladamente en el informe de calificación original y en el prospecto. No ha llegado a nuestro conocimiento cambios que supongan alterar el juicio emitido oportunamente por lo que no se reitera en esta oportunidad dicha estructura.

Importa señalar que sigue siendo el Cr. Santiago Cat el Gerente General que reporta al Directorio, conformado como se ha indicado al comienzo de esta sección. Su experiencia relevante para los objetivos de este Fideicomiso ya ha sido analizada en el informe anterior y se la considera adecuada.

## 5. 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 ha tenido modificaciones el 17/06/2025 y el 8/07/2025.

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.

El BCU autorizó su inscripción en el Registro del Mercado de Valores con fecha 17/07/2025, según Comunicación No 2025/101.

Con fecha 28/08/2025 se hizo la suscripción de CP's por UI 628.529.232 equivalente a USD 100 millones. Al día siguiente se realizó la primera emisión por UI 7.856.688 o su equivalente a USD 1.25 millones.

En los cuadros siguientes se exponen resumidamente los estados de situación y resultados del Fideicomiso al cierre de su primer año.

### Cuadro 3: E. Situación Fideicomiso (miles de \$)

Concepto	31/12/2025
Activo Corriente	17.407
Activo no Corriente	-
<b>Total Activo</b>	<b>17.407</b>
Pasivo Corriente	1.269
Pasivo no Corriente	-
<b>Total Pasivo</b>	<b>1.269</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>16.138</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>17.407</b>
<b>Razon Corriente</b>	<b>13,72</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

### Cuadro 4: E. Resultados Fideicomiso (miles de \$)

Concepto	31/12/2025
Gastos de administración	(21.193)
Resultados financieros	(455)
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>(21.649)</b>

Fuente: EE.CC Fideicomiso

En otra sección se describe las dificultades que ha tenido el operador en realizar inversiones según el plan de negocios diseñado; esto se ve reflejado en los cuadros precedentes en que la única emisión recibida se destinó a los gastos del Fideicomiso.

Es pertinente recordar lo manifestado por CARE en ocasión de la calificación original.

*“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 al 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 máxima 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.”* Por su parte, también haciendo referencia al mercado potencial, en el informe de calificación original de julio de 2025 CARE estimó un monto mínimo de USD 200 millones. Aun considerando solamente proyectos PPP, las oportunidades parecen superar el monto de la emisión previsto.

### 6. 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 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 prácticamente inexistente.*

**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 encontradas<sup>9</sup>.

Pero, 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. A la fecha de este informe, habiéndose presentado seis ofertas no vinculantes de adquisición de acciones para el Fideicomiso, no se ha obtenido aún respuestas.

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

<sup>9</sup>. 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.

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 esas 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 Contracting), 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 cotapartistas, 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 ha 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 mantienen la calificación BBB (uy)<sup>10</sup> de la escala de nuestra metodología. Se trata de una calificación de Grado Inversor: Grado de inversión mínimo.*

Comité de Calificación



Sr. Julio Pizarro



Sr. Martín Durón Martínez

<sup>10</sup>. **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.**



Julián de Brun