



# FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 28 de abril de 2022

Clasificación	Categoría		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Riesgo de Crédito	AA-fc.sv	AA-fc.sv	Fondos que reflejan una muy alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan un riesgo muy bajo frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
Riesgo Administrativo y Operacional	Adm 1.sv	Adm 1.sv	Es la más alta categoría de clasificación. El fondo cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión.
Perspectiva	Estable	Estable	

*“La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión. Los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes.”*

----- MM US\$ al 31.12.21 -----		
Inmuebles: 269.2	Activos: 275.1	Activo Neto: 238.3
Rendimiento: 3.3%	Ingresos: 35.5	U. Neta: 7.7

**Historia:** Fondo AA-fc/ Adm 1, asignada el 03.09.19

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados del Fondo al 31 de diciembre de 2018, 2019, 2020 y 2021; así como información adicional proporcionada por la SAFI.

**Fundamento:** El Comité de Clasificación de Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo dictaminó mantener las siguientes calificaciones al Fondo de Inversión Inmobiliario Vista (en adelante el Fondo), administrado por Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. (en adelante Vista SAFI): AA-fc.sv a la dimensión de riesgo de crédito y Adm 1.sv a la dimensión de riesgo administrativo y operacional, con base en la evaluación efectuada al 31 de diciembre de 2021. La perspectiva para las calificaciones es Estable.

El brote del COVID-19 provocó afectaciones relevantes en el sector inmobiliario en general. A la fecha, la industria refleja una recuperación gradual, sin alcanzar aún los niveles prepandemia. En ese contexto, se observa una tendencia desfavorable en algunas variables del Fondo (rentabilidad); en caso dicha tendencia persista en el corto plazo, la calificación de riesgo de crédito podría sensibilizarse.

**Fondo enfocado en el sector inmobiliario:** El Fondo de Inversión Inmobiliario Vista opera en Costa Rica y fue aprobado por la Superintendencia General de Valores el 5 de octubre del año 2000, el Fondo invierte en edificios que se destinen en forma exclusiva o conjunta a oficinas, estacionamientos, usos comerciales o industriales y que se ubiquen en el territorio costarricense. También puede invertir, complementariamente, en títulos de deuda u otros instrumentos financieros en forma transitoria. Su principal interés es en edificaciones que tengan alternabilidad de uso.

De acuerdo con la información de la Superintendencia General de Valores de Costa Rica, el Fondo ocupa la quinta posición en la industria (de un total de 15 fondos de

inversión inmobiliarios); registrando con una participación del 10.3% por activos al 31 de diciembre de 2021.

**Fundamentos para la calificación de riesgo de crédito.**

**Diversificación en el portafolio de activos:** El portafolio inmobiliario se integra por 53 activos al 31 de diciembre de 2021; haciendo notar que 39 están ubicados en San José, acorde con la mayor actividad económica. Un factor positivo en el análisis es la baja concentración por propiedad que refleja el Fondo. De esta manera, su principal inmueble (Edificio Torre del Este) representó el 8.3% del valor total de inmuebles a diciembre 2021 (10.0% en 2020); mientras que los 5 principales inmuebles pasaron a 35.2% desde 36.4% en el lapso de un año.

A diciembre de 2021, la diversificación del Fondo también se refleja por el tipo de propiedad. Así, el 53% del valor de los inmuebles corresponde a oficinas, el 40% a bodegas y 7% a comercios. A juicio de Zumma Ratings, la estructura por tipo de inmueble contribuye a mitigar adecuadamente los impactos adversos en sectores económicos específicos (restaurantes, industrias, entre otros).

**Apropiada base de inquilinos:** El principal arrendatario representó el 17.2% (20.9% en 2020) de los ingresos del Fondo; destacando que se tienen distintos contratos de arrendamiento, mientras que sus principales 10 participaron con el 54.7%.

Al analizar la estructura de los 184 inquilinos del Fondo por sector económico, se observa que administración pública y planes de seguridad social aumentó su participación en los ingresos de alquiler a 32.7% desde 16.2% en el lapso de un año; mientras que enseñanzas y actividades de salud representaron el 22.2% y comercio el 12.7%. Adicionalmente, el equipo gestor ha incorporado nuevos ocu-

pantes durante 2021; aumentando la porción de clientes del sector privado a 63.7% (57.0% en 2020).

**Mayor ocupación de propiedades:** Vista SAFI realizó gestiones importantes para promover la comercialización de espacios disponibles en los diferentes inmuebles del Fondo; logrando concretarse nuevos contratos en el cuarto trimestre de 2021. En ese contexto, el nivel de ocupación del Fondo aumentó a 82.0% desde 78.9% en el lapso de un año; mientras que el indicador promedio de fondos inmobiliarios fue del 80.0%. Por tipo de inmueble, la ocupación refleja una evolución heterogénea, en virtud que el indicador de oficinas disminuyó a 64.7% en 2021 (71.3% en 2020); mientras que comercios y bodegas mejoraron su ocupación a 92.7% y 92.3%, respectivamente. En perspectiva, Vista SAFI proyecta aumentar ligeramente los actuales niveles de espacios en uso durante 2022.

**Incremento en el periodo promedio de cobranza:** En 2020, Vista SAFI realizó arreglos (descuentos, diferimientos de pagos, entre otros) con clientes afectados por la contingencia sanitaria; destacando que los arreglos fueron de forma individual con cada cliente y no una política general. Algunas de las condiciones otorgadas consistían en el reinicio de pagos a partir de enero de 2021, distribuido en cuotas mensuales (12-48 meses); haciendo notar que el 90% de estos arreglos reflejan garantías (hipotecarias o pagarés).

Acorde con lo anterior, la cartera de rentas por cobrar aumentó de forma anual en 1.9% en 2021; registrando un periodo promedio de cobro de 72 días, superior a lo mostrado antes de 2020 (46 días promedio 2018-2019). Si bien el saldo por cobranza no aumenta de forma significativa con respecto a 2020, la estructura por antigüedad presentó ajustes relevantes; destacando que la participación de alquileres con antigüedad de 61-90 días sobre la cartera fue del 62.1% en 2021 (31.2% en 2020), acorde con los arreglos de pagos realizados. Adicionalmente, la cartera de cobranza está influenciada por la porción que representan las entidades vinculadas con el Gobierno, mismas que reflejan una recuperación más lenta con respecto a compañías privadas por los procesos internos para la realización de los pagos; debiendo señalar que la cobranza con entidades de Gobierno no registra mora a la fecha.

**Rendimientos con tendencia decreciente:** El rendimiento líquido de los últimos doce meses se ubicó en 3.30% a diciembre de 2021 (3.84% mercado de fondos de inversión inmobiliarios); manteniendo una tendencia decreciente en retornos (3.85% en diciembre de 2020) desde 2019.

Si bien el Fondo exhibe una recuperación en la ocupación, no es así en términos de rentabilidad. Lo anterior se debe a que los precios del m<sup>2</sup> no se han recuperado, principalmente en el sector de oficinas. Adicionalmente, los contratos de alquiler para los nuevos ocupantes incluyen condiciones favorables en las formas de pago. No obstante, Vista SAFI prevé aumentar los retornos del Fondo, por aumentos en el precio de alquiler previamente pactados; proyectándose que una recuperación gradual en la rentabilidad.

**Menor endeudamiento con respecto al mercado:** Los activos del Fondo se encuentran financiados, principalmente por los certificados de títulos de participación y, en menor medida, por préstamos bancarios de largo plazo. Se señala que el Fondo registró una mayor ocupación de fondeo bancario en 2020 y 2021, para realizar remodelaciones e inversiones de capital en las propiedades. En ese contexto, la relación deuda/patrimonio fue del 12.1% en 2021 (promedio 2018-2019: 4.9%).

En otro aspecto, los ingresos por arrendamientos registraron una favorable cobertura de los gastos por intereses de 9.7 veces al cierre de 2021 (11.0x en diciembre de 2020). Cabe mencionar que, en la política de inversión en inmuebles, se establece que el coeficiente de endeudamiento (pasivos/activos) debe de ser inferior al 60%, mismo que se ubicó en un bajo 13.2% en el periodo de análisis (27.3% la industria).

#### **Fundamentos para la calificación de riesgo administrativo y operacional.**

**Perfil corporativo del administrador:** Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. (Vista SAFI) es una compañía que opera en la República de Costa Rica, con más de 20 años de experiencia en la administración de recursos de terceros a través de la figura de Fondos de Inversión. La compañía está autorizada por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL).

Vista SAFI pertenece al Grupo Financiero Acobo, de origen costarricense y con trayectoria en el sector financiero (fondos de inversión, fiduciarios y puesto de bolsa) e inmobiliario.

Al 31 de diciembre de 2021, Vista SAFI registra un volumen de ₡198,829.1 millones en activos bajo administración - AUM. Vista SAFI cuenta con una participación de mercado del 4.5%, en términos de activos administrados en Costa Rica; ubicándose en la octava posición en el mercado (de catorce SAFI's).

**Fuerte gobernanza para la administración y la gestión de riesgos:** La alta administración del Grupo y la SAFI exhiben experiencia financiera en el mercado local e internacional. La gestión del área de riesgos y cumplimiento es adecuada; contando con un Auditor Interno, un Oficial de Cumplimiento, un Gestor de Riesgos y un Gestor de Cumplimiento Normativo, cuyos requisitos para sus funciones son determinados por Junta Directiva considerando las regulaciones que para dicha función se encuentren vigentes. En opinión de Zumma Ratings, la experiencia con que cuenta el Grupo en cuanto a administración de fondos de inversión, dada su larga trayectoria; así como el crecimiento histórico en activos administrados, se valora como una fortaleza en el análisis.

En términos de herramientas tecnológicas utilizadas por la SAFI se valoran como apropiadas para el buen desempeño del negocio. En ese sentido, la compañía cuenta con los aplicativos y sistemas de operación necesarios para el funcionamiento y administración de fondos de inversión, así como con un sistema de seguimiento a la estrategia general; incorporando un mapeo de procesos apegado al plan estratégico, objetivos, gestión de riesgo y cumplimiento.

**Fortalezas**

1. Alta diversificación por inmueble.
2. Adecuada dispersión por arrendatario.
3. Bajo nivel de endeudamiento.
4. Fuerte gobernanza.

**Debilidades**

1. Incremento en el saldo de alquileres por cobrar.
2. Rendimientos con tendencia decreciente.

**Oportunidades**

1. Inversión en propiedades nuevas y modernas.
2. Plusvalías en inmuebles.

**Amenazas**

1. Coyuntura fiscal en Costa Rica.
2. Sector inmobiliario competitivo.
3. Impactos económico-financieros de la pandemia del COVID-19 en algunos inquilinos del Fondo.

## ENTORNO ECONÓMICO

Las perspectivas de crecimiento global se han sensibilizado debido a los desafíos fiscales y sociales producto de la pandemia del COVID-19, las dificultades que atraviesa el sector logístico/cadena de suministros y los impactos de la guerra entre Rusia y Ucrania. No obstante, Costa Rica ha orientado su estrategia hacia la disciplina fiscal, la inversión extranjera y la liberalización comercial.

En ese contexto, de acuerdo con el Banco Central de Costa Rica (BCCR) la economía se expandió un 7.6% al cierre de 2021. La recuperación en la producción de la economía costarricense se explica principalmente por el dinamismo de las actividades manufacturera, de hoteles y restaurantes, comercio, servicios profesionales, transporte y almacenamiento. No obstante, los sectores más afectados por la contingencia sanitaria (servicios de hoteles y restaurantes) aún no recuperan los niveles de producción registrados antes de la pandemia. Según proyecciones del FMI, se espera una moderación en el crecimiento del país a 3.3% para 2022.

En cuanto a exportaciones de bienes, Costa Rica cerró 2021 con un crecimiento del 24%, \$2,858 millones más que en 2020. Este aumento se debe al desempeño positivo en todos los sectores, evidenciando la acelerada recuperación de la economía luego de la crisis sanitaria. Algunos de los sectores con mayor crecimiento son: equipo de precisión y médico, el sector agrícola, la industria alimentaria, químico-farmacéutico, eléctrica y electrónica, metalmecánica, plástico, pecuario y pesca. Además, las exportaciones hacia Norteamérica crecieron un 26% y hacia Centroamérica en 26%.

En términos de inflación general, las variaciones se deben principalmente al alza en los precios internacionales de las materias primas como resultado de los retos en la cadena de suministros y los conflictos geopolíticos y el aumento en el tipo de cambio. La variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se ubicó en 3.3% a diciembre 2021 y de 5.8% a marzo 2022. Según datos del BCCR, el tipo de cambio promedio mensual a diciembre 2021 se ubicó en ₡637.9 por USD (₡606.2 en 2020); reflejando una depreciación interanual del 5.2%.

A partir de julio 2019 se realizó un cambio importante a la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635) conllevando a un ajuste importante en la estructura tributaria costarricense. El cambio más significativo fue la transformación del impuesto general sobre las ventas en un impuesto al valor agregado (IVA), cubriendo también a los servicios con una tasa de 13%.

Por otra parte, el FMI aprobó en marzo de 2021 un acuerdo por USD 1,778 millones en el marco del Servicio Ampliado por tres años, con el objetivo de garantizar la sostenibilidad fiscal, fomentar la estabilidad monetaria y financiera y favorecer a los sectores más vulnerables. En ese contexto, las finanzas públicas del país reflejan un resultado favorable al cierre de 2021, el déficit primario cerró en 0.28 % del PIB, cumpliendo con el compromiso con el FMI de un máximo del 1.7% del PIB. Además, se señala

que la deuda pública se ubicó en 68.3% del PIB a diciembre 2021 (67.2% en 2020), siendo la segunda más alta de la región Centroamericana (sólo superada por El Salvador).

El próximo mayo de 2022 el ex economista del Banco Mundial Rodrigo Chaves asumirá la presidencia de Costa Rica; presentando una visión pro mercado, se prevé que impulsará el crecimiento económico a través de la inversión extranjera. Además, el nuevo Gobierno se ha comprometido a continuar con la reducción del déficit fiscal y a fortalecer su relación con el FMI y el Banco Mundial.

Finalmente, Costa Rica mantiene una calificación de deuda soberana de B2 (perspectiva estable) y B (perspectiva estable) por Moody's y S&P respectivamente.

## ANÁLISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO Y SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN

Los esquemas de distanciamiento social para prevenir contagios, en el contexto del brote del COVID-19 y sus variantes, incidió negativamente en el sector inmobiliario durante 2020 y 2021. Adicionalmente, la modalidad de trabajo remoto ha sido otro factor que ha influido en la disminución de la demanda de espacios alquilados de oficinas, la cual presentó una contracción de 1.58% en 2021, según datos de InmoInfo (disminución de 1.97% en 2020).

En sintonía con lo anterior, el nivel de desocupación del sector se ubicó en 23.4% al 31 de diciembre de 2021 (15.9% en diciembre de 2019). Es importante señalar que el nivel de desocupación presentó desmejora durante 2020 e inicios de 2021, manteniéndose estable en el último semestre de 2021. Por otra parte, los precios promedio por metro cuadrado exhiben una tendencia de disminución gradual desde 2020, en razón de la menor demanda de espacios alquilados, así como la construcción de nuevos inmuebles que incrementan la oferta. Cabe precisar que, los inmuebles categorizados con mejores características (A+), según la escala de InmoInfo, han sido los únicos que presentaron una recuperación en los niveles de ocupación durante los últimos seis meses de 2021, con precios relativamente estables.

En perspectiva, se prevé que la demanda presentará una dinámica positiva durante 2022; sin embargo, la finalización de algunos proyectos de construcción que impulsarán un mayor incremento en la oferta de espacios disponibles, determinará un aumento en la desocupación del sector de oficinas. Así, se proyecta que la tendencia negativa de los precios por metro cuadrado persistirá para 2022.

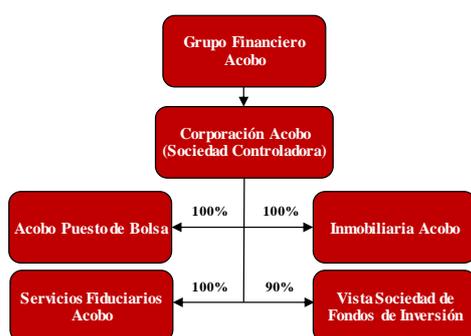
En Costa Rica, de las 14 Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI), 8 de ellas administran 15 fondos de inversión inmobiliarios (expresados en dólares americanos), los cuales son propietarios de importantes edificaciones de todo tipo, a excepción de vivienda. El activo total del mercado administrado por los fondos de inversión inmobiliarios totalizó US\$1,718.4 millones a diciembre de 2021, con un rendimiento líquido de mercado promedio de 3.8%.

Se señala que este mercado (fondos de inversión inmobiliarios de Costa Rica) es de los más desarrollados de la región centroamericana. Los principales desafíos a los que se enfrenta el mercado es sostener los rendimientos competitivos, en un contexto de precios por metro cuadrado con tendencia negativa; revertir la tendencia negativa de ocupación de inmuebles y mantener bajo control la sanidad de las rentas pendientes de cobro.

## ANTECEDENTES GENERALES DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN

Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. es una sociedad anónima constituida y organizada en enero de 1996 en la República de Costa Rica, con domicilio en San José. Su actividad principal es la administración de recursos, valores y otros activos de terceros, por medio de la figura de fondos de inversión, mismos que son autorizados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) de Costa Rica. Al 31 de diciembre de 2021, Vista SAFI tiene inscritos y aprobados siete fondos de inversión, de los cuales cinco están en operación: dos de liquidez con carteras mixtas, dos de liquidez con cartera pública (no activos), dos de crecimiento y uno inmobiliario. Cabe mencionar que la compañía administradora creó un nuevo fondo de inversión con perfil de largo plazo con enfoque en activos del exterior.

Corporación Acobo S.A. e Inversiones Osod de Costa Rica, S.A. son los propietarios de Vista SAFI, con un 90% y 10%, respectivamente. De acuerdo con la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEVAL), las compañías vinculadas con Vista SAFI son: Corporación Acobo S.A., Servicios Fiduciarios Acobo S.A., Inmobiliaria Acobo S.A. y Acobo Puesto de Bolsa S.A. Corporación Acobo S.A., es la sociedad controladora de las diferentes entidades del grupo:



Fuente: Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. Elaboración: Zumma Ratings, S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Corporación Acobo fue fundada con capital costarricense en el año 1976, como una empresa dedicada a brindar asesoría financiera, de inversión e intermediación bursátil. Se constituyó en Costa Rica como grupo financiero aprobado por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) el 30 de mayo de 1999, su objetivo es diseñar estrategias integrales de inversión en los merca-

dos financieros a nivel global tomando en cuenta el perfil del inversionista, sus objetivos y necesidades de inversión.

Al 31 de diciembre de 2021, Vista SAFI registra un volumen de ₡198,829.1 millones en activos bajo administración - AUM (₡180,158.1 millones a diciembre en 2020); haciendo notar que el 91.4% de los AUM corresponde al Fondo de Inversión Inmobiliario Vista. La SAFI cuenta con una participación de mercado del 4.5%, en términos de activos administrados en Costa Rica; ubicándose en la octava posición en el mercado (de catorce SAFI's).

Los estados financieros de la SAFI y del Fondo han sido preparados de acuerdo con las disposiciones de carácter contable, emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) y por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Al 31 de diciembre de 2021, se emitió una opinión limpia sobre la información financiera de Vista SAFI y el Fondo.

## PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA (DICIEMBRE 2021)

El Fondo, administrado por Vista SAFI, fue aprobado por la SUGEVAL el 5 de octubre de 2000; invirtiendo en edificios que se destinen en forma exclusiva o conjunta a oficinas, estacionamientos, usos comerciales o industriales y que se ubiquen en el territorio costarricense. Su principal interés es en edificaciones que tengan alternabilidad de uso. El Fondo podrá también invertir, complementariamente, en títulos de deuda u otros instrumentos financieros en forma transitoria. Se señala que el Fondo no cuenta con inversiones financieras al cierre de 2021, únicamente depósitos a plazo.

El Fondo está dirigido a inversionistas que deseen participar de una cartera inmobiliaria y que no requieran liquidez. Por ser un fondo cerrado, este no recompra las participaciones de los inversionistas. En este sentido, si los inversionistas desean recuperar su inversión antes de tiempo, deben acudir al mercado secundario para vender su participación. El plazo de permanencia recomendado en el fondo es de no menos de 5 años, para obtener un patrimonio donde se aprecie el resultado esperado en las plusvalías de las propiedades del Fondo.

### Características de los títulos de participación:

Naturaleza: Cerrado

Por su diversificación: Diversificado

Moneda de uso: Dólares

Monto de la emisión: \$300,000,000.00

Valor nominal de la participación: \$5,000.00

Valor de mercado de la participación: \$5,265.51

Rendimiento líquido del Fondo: 3.30%

Vencimiento del fondo: No tiene vencimiento

Número de participaciones autorizadas: 60,000

Número de participaciones colocadas: 45,251

Periodicidad de reparto de ganancias: Mensual

## ANÁLISIS DE RIESGO

### Riesgo de Crédito

A criterio de Zumma Ratings, el Fondo muestra una alta capacidad para mantener el valor de capital; así como cumplir con sus objetivos de inversión. Los activos del Fondo y su portafolio inmobiliario presentan un riesgo bajo frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. Lo descrito anteriormente se fundamenta en: la diversificación de su portafolio inmobiliario; la dispersión en ingresos de sus arrendatarios; el aumento en los niveles de ocupación; así como su baja posición de endeudamiento. En contraposición, la tendencia de disminución en los rendimientos; así como el incremento en el saldo de alquileres por cobrar con atrasos; limitan el perfil de riesgo del Fondo.

El fondo administrado por Vista SAFI ocupó la quinta posición en la industria (de un total de 15 fondos de inversión inmobiliarios); registrando con una participación con base en activos del 10.3% al 31 de diciembre de 2021.

#### Calidad del portafolio de inmuebles

Durante 2021, los activos del Fondo registraron una expansión anual del 1.5%, equivalente en términos monetarios a US\$4.2 millones. La variación anterior estuvo determinada por las inversiones capitalizadas en inmuebles (mejoras en propiedades); así como el fortalecimiento en efectivo para pagos a proveedores y beneficios a tenedores de participaciones. Por otra parte, el Fondo no realizó compra de nuevos inmuebles en 2021. Si bien, el equipo gestor del Fondo se encuentra en monitoreo del mercado inmobiliario para analizar potenciales adquisiciones, se considera poco probable que se logren materializar nuevas adquisiciones en el corto plazo.

El portafolio inmobiliario se integra por 53 activos al 31 de diciembre de 2021; haciendo notar que 39 están ubicados en San José, acorde con la mayor actividad económica. Otras zonas geográficas de relevancia son Cartago y Alajuela. Un factor positivo en el análisis es la baja concentración por propiedad que refleja el Fondo. De esta manera, su principal inmueble (Edificio Torre del Este) representó el 8.3% del valor total de inmuebles a diciembre 2021 (10.0% en 2020); mientras que los 5 principales inmuebles pasaron a 35.2% desde 36.4% en el lapso de un año.

A diciembre de 2021, la diversificación del Fondo también se refleja por el tipo de propiedad. Así, el 53% del valor de los inmuebles corresponde a oficinas, el 40% a bodegas y 7% a comercios. Durante 2021, los espacios de oficinas han mostrado una recuperación más lenta con relación a otros sectores; reflejado principalmente en el precio del metro cuadrado y en la ocupación. Dicha situación se debe a la cantidad de empresas que han implementado la modalidad trabajo en casa o semi presencial en oficina. Por otra parte, el sector comercio refleja una recuperación más rápida; dinamizado por el avance en la vacunación. Finalmente, el sector industrial o de bodegas exhibió la mayor resiliencia ante la crisis y el ajuste en espacios y precios fue leve. A juicio de Zumma Ratings, la estructura por tipo

de inmueble contribuye a mitigar adecuadamente los impactos adversos en sectores económicos específicos (restaurantes, industrias, entre otros).

Las inversiones realizadas por Vista SAFI sobre los inmuebles del Fondo fueron de US\$2.5 millones durante 2021 (US\$4.35 millones en 2020), correspondiendo a remodelaciones realizadas para adecuar los activos a las necesidades de los arrendatarios. Para 2022, se prevé el importe por CAPEX disminuya ligeramente por las inversiones realizadas en los últimos años. Por su parte, la plusvalía acumulada de los inmuebles del Fondo totalizó US\$16.8 millones a diciembre 2021 (US\$16.2 millones en 2020).

En términos de concentración de inquilinos, el Fondo exhibe niveles apropiados a diciembre de 2021. En ese contexto, el principal arrendatario representó el 17.2% (20.9% en 2020) de los ingresos del Fondo; destacando que se tienen distintos contratos de arrendamiento, mientras que sus principales 10 participaron con el 54.7%.

Al analizar la estructura de los 184 inquilinos del Fondo por sector económico, se observa que administración pública y planes de seguridad social aumentó su participación en los ingresos de alquiler a 32.7% desde 16.2% en el lapso de un año; mientras que enseñanzas y actividades de salud representaron el 22.2% y comercio el 12.7%. Adicionalmente, el equipo gestor ha incorporado nuevos ocupantes durante 2021; aumentando la porción de clientes del sector privado a 63.7% (57.0% en 2020). Cabe precisar que los contratos de ocupación cuentan con cláusulas contractuales que le otorgan protección (penalizaciones por pago tardío, desocupación temprana, entre otros); mitigando los impactos provenientes de la morosidad y la desocupación.

En 2020, Vista SAFI realizó arreglos (descuentos, diferimientos de pagos, entre otros) con clientes afectados por la contingencia sanitaria; destacando que los arreglos fueron de forma individual con cada cliente y no una política general. Algunas de las condiciones otorgadas consistían en el reinicio de pagos a partir de enero de 2021, distribuido en cuotas mensuales (12-48 meses); haciendo notar que el 90% de estos arreglos reflejan garantías (hipotecarias o pagarés).

Acorde con lo anterior, la cartera de rentas por cobrar aumentó de forma anual en 1.9% en 2021; registrando un periodo promedio de cobro de 72 días, superior a lo mostrado antes de 2020 (46 días promedio 2018-2019). Si bien el saldo por cobranza no aumenta de forma significativa con respecto a 2020, la estructura por antigüedad presentó ajustes relevantes; destacando que la participación de alquileres con antigüedad de 61-90 días sobre la cartera fue del 62.1% en 2021 (31.2% en 2020), acorde con los arreglos de pagos realizados. Adicionalmente, la cartera de cobranza está influenciada por la porción que representan las entidades vinculadas con el Gobierno, mismas que reflejan una recuperación más lenta con respecto a compañías privadas por los procesos internos para la realización de los pagos; debiendo señalar que la cobranza con entidades de Gobierno no registra mora a la fecha.

En términos de ocupación, Vista SAFI realizó gestiones importantes para promover la comercialización de espacios disponibles en los diferentes inmuebles del Fondo; logrando concretarse nuevos contratos en el cuarto trimestre de 2021. En ese contexto, el nivel de ocupación del Fondo aumentó a 82.0% desde 78.9% en el lapso de un año; mientras que el indicador promedio de fondos inmobiliarios fue del 80.0%. Por tipo de inmueble, la ocupación refleja una evolución heterogénea, en virtud que el indicador de oficinas disminuyó a 64.7% en 2021 (71.3% en 2020); mientras que comercios y bodegas mejoraron su ocupación a 92.7% y 92.3%, respectivamente. En perspectiva, Vista SAFI proyecta aumentar ligeramente los actuales niveles de espacios en uso durante 2022.

#### Porcentaje de ocupación del Fondo.

Ocupación	Dic.20	Dic.21
Bodegas	85.8%	92.3%
Comercios	88.7%	92.7%
Oficinas	71.3%	64.7%
<b>Total</b>	<b>78.9%</b>	<b>82.0%</b>

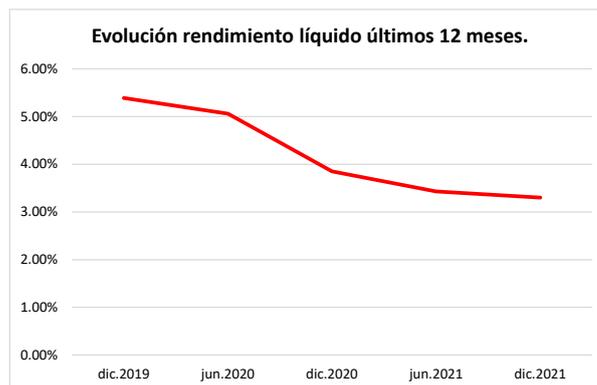
Fuente: Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. Elaboración: Zumma Ratings, S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

En otro aspecto, la estructura de los ingresos por arrendamiento que el Fondo recibirá, con base en los contratos vigentes al 31 de diciembre de 2021, refleja un perfil de duración de los contratos de largo plazo. De esta manera, el 58.7% de los ingresos se ubica en un plazo superior a los 5 años (52.5% en 2020); mientras que un 6.4% a menos de un año, acorde con las condiciones pactadas en los contratos de los inmuebles colocados durante el cuarto trimestre de 2021.

#### Valor cuota y rentabilidad

Al 31 de diciembre de 2021, el Fondo registró un valor neto por participación de US\$5,266 (US\$5,263), inferior a lo presentado previo al inicio del brote del COVID-19, acorde con el impacto experimentado por el sector inmobiliario. La recuperación en el valor de la participación obedece al aumento de las ganancias no realizadas por valuación de las propiedades; incidiendo en el monto del activo neto del Fondo. Además, el rendimiento líquido (excluye el efecto por ganancia o pérdida no realizada por la valuación) de los últimos doce meses se ubicó en 3.30% a diciembre de 2021 (3.84% mercado de fondos de inversión inmobiliarios); manteniendo una tendencia decreciente en retornos (3.85% en diciembre de 2020) desde 2019.

Si bien el Fondo exhibe una recuperación en la ocupación, no es así en términos de rentabilidad. Lo anterior se debe a que los precios del m<sup>2</sup> no se han recuperado, principalmente en el sector de oficinas. Adicionalmente, los contratos de alquiler para los nuevos ocupantes incluyen condiciones favorables en las formas de pago. No obstante, Vista SAFI prevé aumentar los retornos del Fondo, por aumentos en el precio de alquiler previamente pactados; proyectándose que una recuperación gradual en la rentabilidad.

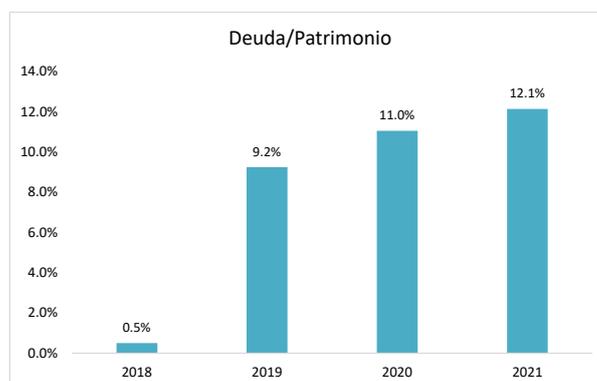


Fuente: Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. Elaboración: Zumma Ratings, S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Por su parte, el Fondo repartió utilidades a los inversionistas por US\$7.55 millones al cierre de 2021 (US\$8.7 millones en 2020), con una periodicidad mensual para la distribución de rendimientos.

#### Endeudamiento y coberturas

Los activos del Fondo se encuentran financiados, principalmente por los certificados de títulos de participación y, en menor medida, por préstamos bancarios de largo plazo. Se señala que el Fondo registró una mayor ocupación de fondeo bancario en 2020 y 2021, para realizar remodelaciones e inversiones de capital en las propiedades. En ese contexto, la relación deuda/patrimonio fue del 12.1% en 2021 (promedio 2018-2019: 4.9%), destacando que los préstamos por pagar tienen garantías hipotecarias sobre las propiedades del Fondo. Además, el equipo gestor logró ampliar el límite de créditos disponibles a US\$32.0 millones desde US\$29.0 millones en el lapso de un año, el nivel de líneas utilizadas es del 90.4% a diciembre de 2021.



Fuente: Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. Elaboración: Zumma Ratings, S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

En otro aspecto, los ingresos por arrendamientos registraron una favorable cobertura de los gastos por intereses de 9.7 veces al cierre de 2021 (11.0x en diciembre de 2020). Cabe mencionar que, en la política de inversión en inmuebles, se establece que el coeficiente de endeudamiento (pasivos/activos) debe de ser inferior al 60%, mismo que se ubicó en un bajo 13.2% en el periodo de análisis (27.3% la industria).

## Riesgo Administrativo y Operacional

A juicio de Zumma Ratings, el Fondo cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión inmobiliario. En términos de desempeño financiero, Vista SAFI exhibió una utilidad neta de ₡171.6 millones al cierre de 2021 (₡161.3 millones en 2020), en virtud de la expansión en las comisiones por AUM. Vista SAFI mantuvo el porcentaje de comisión que el Fondo paga por administración en 1.25% (1.23% promedio de industria SAFI's).

Vista SAFI refleja 5 fondos de inversión en operación, 2 de liquidez, 2 de crecimiento y uno inmobiliario; haciendo notar que este último aporta el 94.0% de los ingresos de comisiones de Vista SAFI al 31 de diciembre de 2021.

Por su parte, las características del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista y las políticas que delimitan su operatividad se encuentran documentadas en su reglamento interno y prospecto, apegándose a la normativa regulatoria que le corresponde. A continuación, se enlistan las principales políticas y procedimientos que rigen al Fondo:

- Reglamento comité de inversión corporativo
- Política y procedimiento de perfilamiento del inversionista
- Política de inversión
  - ✓ Inversión en activos financieros
  - ✓ Inversión en activos inmobiliarios
  - ✓ Disposiciones operativas
- Política de liquidez
- Política de endeudamiento
- Política de distribución periódica de beneficios
- Programa de emisión de deuda
- Valoración de los inmuebles

Las decisiones de inversión relacionada con el Fondo son tomadas en Comité de Inversiones, el cual está conformado como mínimo por: dos miembros de la Junta Directiva, el Gerente General (o la persona designada) y un miembro independiente. Participará en el Comité de Inversiones el Gestor de Portafolios con voz, pero sin voto sin que su ausencia limite el quorum del mismo. De acuerdo con su reglamento interno, los miembros del Comité deben contar al menos con cinco años de experiencia en materia económica, financiera o bursátil, la cual debe quedar debidamente acreditada y documentada.

La Junta Directiva de las empresas del Grupo Financiero Acobo se conforma de acuerdo con lo establecido en el Código de Comercio y ésta debe contar con al menos dos Directores Independientes. El perfil de sus miembros y los requisitos para formar parte de la Junta están claramente determinados en su Código de Gobierno Corporativo y son adecuados con las necesidades del Conglomerado. Cada sesión levanta un acta que contiene una transcripción fidedigna y resumida de las deliberaciones que sustentan las mociones y los acuerdos adoptados.

La alta administración del Grupo Financiero Acobo y Vista SAFI exhiben una amplia experiencia financiera en el mercado local e internacional. La gestión del área de ries-

gos y cumplimiento es adecuada; contando con un Auditor Interno, un Oficial de Cumplimiento, un Gestor de Riesgos y un Gestor de Cumplimiento Normativo, cuyos requisitos para sus funciones son determinados por Junta Directiva considerando las regulaciones que para dicha función se encuentren vigentes. En opinión de Zumma, la experiencia que cuenta el Grupo en cuanto a administración de fondos de inversión, dada la larga trayectoria en este campo; así como el crecimiento histórico en activos administrados, se valora como una fortaleza en el análisis.

Al 31 de diciembre de 2021, la SAFI no tiene vigente contingencias legales ni sanciones derivadas de la operación de alguno de sus fondos que puedan afectar la operación del negocio.

Junta Directiva (Vista Sociedad de Fondos de Inversión S.A.)	
Director Presidente	Orlando Soto Enríquez
Director Secretario	Alejandro Guardia Lachner
Director Tesorero	Orlando Soto Solera
Director 1	Enrique Rojas Solís
Fiscal	Gerardo Porras Sanabria

En el mercado costarricense operan 14 SAFI's; administrando conjuntamente 15 fondos de inversión inmobiliarios. Lo anterior, refleja que el mercado de fondos de inversión se encuentra bastante desarrollado en Costa Rica; siendo una industria madura donde opera Vista SAFI y muchos de sus competidores pertenecen a grupos financieros locales e internacionales.

El enfoque actual de Vista SAFI consiste en impulsar el mejor desempeño posible para los fondos en administración y el desarrollo de productos o proyectos nuevos. En los últimos meses, la compañía ha impulsado el área comercial de fondos de inversión financieros con el objetivo de expandir los AUM. Adicionalmente, la inversión en intangibles ha sido relevante para incorporar la tecnología en diversos procesos y automatizarlos. Por su parte, el seguimiento a la planeación de Vista SAFI se realiza en las diferentes reuniones con la Junta Directiva que son una vez cada tres meses como mínimo, y en función del entorno y avance de objetivos, se reformulan o se deciden nuevas acciones a ejecutar. Zumma Ratings es de la opinión que Vista SAFI refleja coherencia entre las prácticas que impulsa y su estrategia.

En términos de segregación de áreas y funciones, las unidades de Inversión y de Riesgos son independientes entre sí; teniendo definido con claridad las funciones que cada uno debe de realizar. En este sentido, el Gestor del Fondo analiza si las potenciales compras de inmuebles respetan las políticas de inversión en el reglamento y si el rendimiento contribuye en la rentabilidad objetivo del fondo. Por su parte, el Área de Riesgos se encarga de analizar la calidad global del portafolio; asimismo, determina si el plazo de los contratos, morosidad y ocupación, tendrían un impacto en la estructura del portafolio. Adicionalmente, la decisión de venta de cuotas de participación, por parte del Fondo se lleva a cabo por unidades por Acobo Puesto de Bolsa S.A., como contraparte de Vista SAFI.

Adicionalmente, la Junta Directiva establece comités técnicos, los cuales cuentan con un reglamento, que regula su funcionamiento, integración, el alcance de sus funciones y los procedimientos de trabajo, esto incluye la manera en que informará y responderá a la Junta Directiva. La compañía cuenta con los siguientes comités corporativos que dan soporte a las áreas clave de las entidades:

- Comité de Gestión de Riesgos Corporativo
- Comité de Auditoría Corporativa
- Comité de Inversión Corporativa
- Comité de Fondos de Inversión Inmobiliarios
- Comité de Cumplimiento
- Comité de Tecnología de Información Corporativa
- Comité de las Reglas de actuación y conducta

Para la gestión de riesgos, la SAFI cuenta con un manual de procedimientos de gestión de riesgo por tipo de negocio, en el cual se identifican los diferentes tipos de riesgos que pueden afectar la operación o los resultados esperados, se mide y controla el riesgo mediante técnicas y herra-

mientas e implementación de procesos y monitorea y controla los mismos. Los tipos de riesgos que evalúa dicho manual son: Riesgo de Crédito, Riesgo de Contraparte, Riesgo de Mercado y Riesgo de Liquidez. Particularmente, la evaluación de riesgos del Fondo Inmobiliario Vista, incluye los riesgos por siniestros, desocupación, concentraciones (por inmueble, por inquilino), cambio en el valor de los activos inmobiliarios, sobrevaloración de los inmuebles, morosidad, fraude, contraparte y mercado. En ese contexto, el Área de Riesgos consolida diferente información para presentar la exposición del Fondo a cada tipo de riesgos y proponer mitigantes.

En términos de herramientas tecnológicas utilizadas por la SAFI se valoran como apropiadas para el buen desempeño del negocio. En ese sentido, la SAFI cuenta con los aplicativos y sistemas de operación necesarios para el correcto funcionamiento y administración del fondo, así como con un sistema de seguimiento a la estrategia general, que cuenta con un mapeo de procesos apegado al plan estratégico, objetivos, gestión de riesgo y cumplimiento.

**FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA**  
**BALANCE GENERAL**  
(En US Dólares)

	Dic.18		Dic.19		Dic.20		Dic.21	
		%		%		%		%
<b>ACTIVO</b>								
Efectivo	218,572	0%	728,421	0%	586,444	0%	1,615,420	1%
Inversiones en instrumentos financieros	1,097,500	0%	-	0%	-	0%	21,810	0%
Cuentas por cobrar	2,114,584	1%	3,569,710	1%	3,751,314	1%	3,824,227	1%
Impuesto al valor agregado soportado	-	0%	62,437	0%	78,800	0%	109,313	0%
Gastos pagados por adelantado	121,540	0%	113,611	0%	40	0%	2,749	0%
Inversiones en inmuebles	240,434,955	98%	260,772,974	98%	266,183,882	98%	269,248,032	98%
Otros activos	457,238	0%	466,428	0%	270,241	0%	245,446	0%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>244,444,389</b>	<b>100%</b>	<b>265,713,581</b>	<b>100%</b>	<b>270,870,721</b>	<b>100%</b>	<b>275,066,997</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO</b>								
Préstamos por pagar a corto plazo	1,202,747	0%	12,055,760	5%	-	0%	-	0%
Intereses de préstamos recibidos	-	0%	142,930	0%	268,221	0%	286,207	0%
Cuentas por pagar	1,870,879	1%	1,661,012	1%	1,570,447	1%	1,807,798	1%
Impuesto diferido	996,388	0%	1,122,023	0%	2,728,038	1%	3,536,017	1%
Comisión por pagar por administración	137,869	0%	220,963	0%	286,161	0%	582,867	0%
Ingresos diferidos	323,861	0%	339,194	0%	259,871	0%	210,084	0%
Préstamos por pagar a largo plazo	-	0%	10,011,750	4%	26,313,981	10%	28,919,640	11%
Depósitos en garantía	1,352,917	1%	1,470,441	1%	1,303,634	0%	1,454,839	1%
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>5,884,661</b>	<b>2%</b>	<b>27,024,073</b>	<b>10%</b>	<b>32,730,353</b>	<b>12%</b>	<b>36,797,452</b>	<b>13%</b>
<b>ACTIVO NETO</b>								
Certificados de títulos de participación	226,255,000	93%	226,255,000	85%	226,255,000	84%	226,255,000	82%
Desembolsos por colocación de participaciones	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%
Capital pagado en exceso	359,783	0%	43,026	0%	43,026	0%	43,026	0%
Ganancia no realizada por valuación de bienes	13,603,226	6%	14,049,763	5%	13,500,623	5%	13,629,800	5%
<b>TOTAL ACTIVO NETO</b>	<b>238,559,728</b>	<b>98%</b>	<b>238,689,508</b>	<b>90%</b>	<b>238,140,368</b>	<b>88%</b>	<b>238,269,545</b>	<b>87%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y ACTIVO NETO</b>	<b>244,444,389</b>	<b>100%</b>	<b>265,713,581</b>	<b>100%</b>	<b>270,870,721</b>	<b>100%</b>	<b>275,066,997</b>	<b>100%</b>

**FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA**  
**ESTADO DE RESULTADOS**  
(En US Dólares)

	Dic.18		Dic.19		Dic.20		Dic.21	
		%		%		%		%
<b>Ingresos</b>	<b>26,148,911</b>	<b>100%</b>	<b>27,161,446</b>	<b>100%</b>	<b>35,197,746</b>	<b>100%</b>	<b>35,662,735</b>	<b>100%</b>
Ingresos	26,131,788	100%	26,916,884	99%	35,000,628	99%	35,504,441	100%
Ingresos por arrendamientos	21,535,181	82%	22,645,858	83%	20,181,631	57%	19,016,660	53%
Ganancia por venta y expropiación de inmuebles	898	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Ganancia por valoración de inmuebles	4,083,207	16%	3,705,889	14%	14,263,001	41%	15,939,706	45%
Otros ingresos	512,502	2%	565,137	2%	555,996	2%	548,075	2%
Ingresos financieros	17,123	0%	244,562	1%	197,118	1%	158,294	0%
Ingresos por intereses	17,123	0%	14,177	0%	8,712	0%	3,442	0%
Ganancias por diferencia de cambio	-	0%	230,385	1%	188,406	1%	154,852	0%
<b>Gastos</b>	<b>11,257,332</b>	<b>43%</b>	<b>12,116,368</b>	<b>45%</b>	<b>24,594,762</b>	<b>70%</b>	<b>25,711,064</b>	<b>72%</b>
Gastos operativos	11,224,273	43%	11,169,434	41%	22,513,459	64%	23,641,515	66%
Comisiones por administración	4,030,912	15%	3,881,114	14%	2,998,396	9%	2,983,888	8%
Gastos por estimación de incobrables	42,460	0%	212,181	1%	265,324	1%	26,500	0%
Pérdidas por valoración de inmuebles	3,101,921	12%	3,133,717	12%	14,812,141	42%	15,676,765	44%
Otros gastos operativos	4,048,980	15%	3,942,422	15%	4,437,598	13%	4,954,362	14%
Gastos financieros	33,059	0%	946,934	3%	2,081,303	6%	2,069,549	6%
Pérdidas por diferencia de cambio	30,312	0%	179,949	1%	241,410	1%	117,834	0%
Gastos por intereses	2,747	0%	766,985	3%	1,839,893	5%	1,951,715	5%
<b>Utilidad financiera</b>	<b>(15,936)</b>	<b>0%</b>	<b>(702,372)</b>	<b>-3%</b>	<b>(1,884,185)</b>	<b>-5%</b>	<b>(1,911,255)</b>	<b>-5%</b>
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>14,891,579</b>	<b>57%</b>	<b>15,045,078</b>	<b>55%</b>	<b>10,602,984</b>	<b>30%</b>	<b>9,951,671</b>	<b>28%</b>
Impuesto sobre la renta	1,076,804	4%	2,102,110	8%	2,463,278	7%	2,267,576	6%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>13,814,775</b>	<b>53%</b>	<b>12,942,968</b>	<b>48%</b>	<b>8,139,706</b>	<b>23%</b>	<b>7,684,095</b>	<b>22%</b>

**ANEXO: ESCALA DE CALIFICACIONES DE ZUMMA RATINGS PARA  
FONDOS DE INVERSIÓN CERRADOS.**

<b>Clasificación de riesgo de crédito</b>	
AAfbc	Es la calificación más alta otorgada a un fondo de inversión. Refleja la más alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan el menor riesgo frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
AAfc	Fondos que reflejan una muy alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan un riesgo muy bajo frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
Afc	Fondos que reflejan una media-alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan un riesgo bajo frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
BBBfc	Fondos que reflejan una suficiente capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan un riesgo medio frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
BBfc	Fondos que reflejan una media-baja capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo son susceptibles a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
Bfc	Fondos que reflejan una baja capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo son muy susceptibles a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
Cfc	Fondos que reflejan una muy baja capacidad para cumplir con sus objetivos de inversión y la probabilidad de incurrir en pérdidas en el valor de su capital es muy alta.
Dfc	Fondos que reflejan una incapacidad para cumplir con sus objetivos de inversión y han incurrido en pérdidas frecuentes en el valor de su patrimonio por un periodo mayor a seis meses.
Efc	La Clasificadora de Riesgo no dispone de información válida, representativa, ni suficiente para emitir una posición.

<b>Clasificación de riesgo administrativo y operacional</b>	
Adm 1	Es la mas alta categoría de clasificación. El fondo cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión.
Adm 2	El fondo cuenta con alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión.
Adm 3	El fondo cuenta con media -alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión.
Adm 4	El fondo cuenta con calidad media en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión y existen oportunidades de mejora relevantes.
Adm 5	El fondo cuenta con calidad media-baja en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión. Tienen alta probabilidad de incurrir en perdidas por riesgos operativos o administrativos y requieren mejoras tecnológicas o operativas esenciales para una correcta gestión del fondo.
Adm 6	La baja calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la gestión del fondo han afectado la capacidad de la Gestora para conservar el capital. La Gestora requiere realizar inversiones sustanciales para mejorar la gestión del fondo.
E	La Clasificadora no dispone de información válida, representativa y suficiente para emitir una calificación.

La opinión del Consejo de Clasificación de Riesgo no constituirá una sugerencia o recomendación para invertir, ni un aval o garantía de la emisión; sino un factor complementario a las decisiones de inversión; pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes.

Las clasificaciones públicas, criterios, Código de Conducta y metodologías de Zumma Ratings Clasificadora de Riesgo S.A. (Zumma Ratings) están disponibles en todo momento en nuestro sitio web [www.zummaratings.com](http://www.zummaratings.com).

Las clasificaciones crediticias emitidas por Zumma Ratings constituyen las opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de investigación publicadas por Zumma Ratings (las "publicaciones de Zumma Ratings") que pueden incluir opiniones actuales de Zumma Ratings sobre el riesgo crediticio futuro relativo de entidades, compromisos crediticios o deuda o valores similares a deuda. Zumma Ratings define riesgo crediticio como el riesgo de que una entidad no pueda cumplir con sus obligaciones contractuales, financieras una vez que dichas obligaciones se vuelven exigibles, y cualquier pérdida financiera estimada en caso de incumplimiento. Las clasificaciones crediticias no toman en cuenta cualquier otro riesgo, incluyen sin limitación: riesgo de liquidez, riesgo legal, riesgo de valor de mercado o volatilidad de precio. Las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendación o asesoría financiera o de inversión, y las clasificaciones crediticias y publicaciones de Zumma Ratings no constituyen ni proporcionan recomendaciones para comprar, vender o mantener valores determinados; todas las decisiones son exclusiva responsabilidad del inversionista.

Derechos de autor por Zumma Ratings. La reproducción o distribución total o parcial de los contenidos producidos por Zumma Ratings, se entenderán protegidos por las leyes relativas a la propiedad intelectual desde el momento de su creación; por lo tanto, estará prohibida su reproducción, salvo con autorización previa y por escrito de forma electrónica. Todos los derechos reservados. Toda la información aquí contenida se encuentra protegida por Ley de Propiedad Intelectual, y ninguna de dicha información podrá ser copiada, reproducida, reformulada, transmitida, transferida, difundida, redistribuida o revendida de cualquier manera, o archivada para uso posterior en cualquiera de los propósitos antes referidos, en su totalidad o en parte, en cualquier forma o manera o por cualquier medio, por cualquier persona sin el consentimiento previo por escrito de Zumma Ratings.

Toda la información aquí contenida es obtenida por Zumma Ratings de fuentes consideradas precisas y confiables. Zumma Ratings lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se base de acuerdo con sus propias metodologías de clasificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Zumma Ratings lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de clasificaciones e informes de Zumma Ratings deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Zumma Ratings se basa en relación con una clasificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Zumma Ratings y al mercado en los documentos de oferta y otros informes.

Zumma Ratings es una entidad supervisada por la Superintendencia del Sistema Financiero y además sujeta al cumplimiento de la Ley contra el Lavado de Dinero y Activos; en tal sentido, Zumma Ratings podrá solicitar en cualquier momento información para el cumplimiento de las leyes y normativas aplicables, como políticas de conozca a su cliente para la realización de una debida Diligencia.

Confidencialidad. Referente a la información recibida para la evaluación y clasificación Zumma Ratings ha accedido y accederá a información que será tratada como CONFIDENCIAL, la cual es y será compartida por el emisor cumpliendo con todas las disposiciones legales en materia de reserva bancaria, protección de datos de carácter personal, debiendo este garantizar que posee autorización de los titulares de los datos para compartir información. Ninguna información será compartida cedida o transmitida por Zumma Ratings sino dentro del contexto de la Legislación aplicable. No se considerará información confidencial aquella que sea de dominio público o que haya sido obtenida por Zumma Ratings por otros medios dentro del contexto del respeto a la autodeterminación informativa y será utilizada exclusivamente para la finalidad de los servicios de clasificación.