



FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 28 de octubre de 2020

Clasificación	Categoría		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Riesgo de Crédito y Mercado	AA-fii.sv	AA-fii.sv	Fondos calificados AAfii muestran una alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo y su portafolio de inversiones presentan una ligera sensibilidad 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 30.06.20		
Inmuebles: 263.4	Activos: 267.8	Patrimonio: 239.5
Rendimiento: 5.1%	Ingresos: 12.2	U. Neta: 5.7

Historia: Fondo AA-fii / 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 2017, 2018 y 2019; los estados financieros no auditados del Fondo al 30 de junio de 2019 y 2020; 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 o la SAFI): AA-fii.sv a la dimensión de riesgo de crédito y mercado y Adm 1.sv a la dimensión de riesgo administrativo y operacional, con base en la evaluación efectuada al 30 de junio de 2020.

El entorno económico adverso por la pandemia del COVID-19 ha sido considerado de igual manera por el Comité de Clasificación por su incidencia en una menor dinámica económica doméstica y por las afectaciones en el sector inmobiliario. La perspectiva de las calificaciones es Estable.

El Fondo de Inversión Inmobiliario Vista 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 viviendas, oficinas, estacionamientos, usos comerciales o industriales y que se ubiquen en el territorio costarricense. Podrá también 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 los catorce fondos de inversión inmobiliarios en Costa Rica, expresados en dólares, el Fondo de Inversión Inmobiliario Vista ocupa la tercera posición con una participación de mercado del 12.7%, por activos netos (al 30 de junio de 2020).

Fundamentos para la calificación de riesgo de crédito y

mercado.

Alta diversificación en su portafolio inmobiliario: El Fondo es dueño de 53 inmuebles, de los cuales 39 están ubicados en San José. En ese sentido, su principal inmueble representa un 9.2% del total de inmuebles por su valor en libros (promedio del 31.3% mercado de fondos inmobiliarios en Costa Rica); mientras que los 5 principales inmuebles representan el 38.2% del portafolio. Al categorizar sus propiedades por actividad económica, el 52% corresponde a oficinas, un 41% a bodegas y 7% a comercios. En la coyuntura actual de crisis sanitaria, las oficinas y los comercios han sido los espacios que se han visto más vulnerables; destacando que sus arrendatarios han buscado adecuarse al trabajo remoto desde sus hogares, reduciendo espacios de alquiler; o en los casos más adversos, abandonar por completo el local.

La estructura diversificada del Fondo por inmueble y por perfil de cliente se pondera favorablemente en el análisis, debido a que esta estructura permite resiliencia en crisis específicas de sectores,

Adecuada dispersión por ingresos de sus arrendatarios: Al 30 de junio de 2020, el principal arrendatario representa un 18% de los ingresos del Fondo, mientras que sus principales 10 participan con un 50%. Por sector económico, estos operan en los segmentos de: alimentos y bebidas (12%), financieras (11%), tecnología (11%), salud (10%), entre otros.

Adicionalmente, la antigüedad promedio del total de inquilinos está entre los 4 y 5 años. En ese sentido, el Fondo no exhibe una concentración relevante en el vencimiento de contratos con sus inquilinos en el corto plazo. De esta ma-

nera, un 32.4% de los ingresos totales reflejan vencimiento de contratos en 2024, un 30.6% terminan en 2022 y 18.9% en 2021. El resto se encuentra disperso en el largo plazo.

Medidas implementadas por las afectaciones del COVID-19: Algunas de las medidas que el equipo gestor del Fondo implementó fue la suspensión del mantenimiento y remodelación de inmuebles, realizando únicamente aquello estrictamente necesario; la suspensión de la valoración de inmuebles con el fin de no exponer a los peritos ni a los inquilinos; y la gestión directa con cada uno de los inquilinos del Fondo para brindar una atención personalizada ante las necesidades de cada uno. En ese contexto, la SAFI otorgó ajustes o descuentos en la renta a los arrendatarios que demostraran tener una afectación directa en sus ingresos; facilitando el repago hasta enero 2021, distribuido en cuotas mensuales.

Se considera que estos ajustes sensibilizarán la rentabilidad del Fondo; sin embargo, no será de una forma drástica. Además, las recuperaciones de estos diferimientos aportarán en los repartos de beneficios durante 2021.

Niveles de ocupación con tendencia decreciente: Este comportamiento se observa desde el cuarto trimestre de 2019. Así, dicho indicador se ubicó en 73% a junio 2020 (76% de diciembre 2019), inferior al promedio del mercado (90%). El menor volumen de espacios arrendados ha estado determinado por la desocupación de dos importantes inquilinos del Fondo a finales de 2019; así como algunos arrendatarios que se retiraron o disminuyeron espacios en el segundo trimestre de 2020 por la coyuntura actual de crisis. Al 30 septiembre de 2020, la ocupación del Fondo incrementó a 79%, en virtud al alquiler de espacios importantes en sus inmuebles.

Poca volatilidad en los rendimientos del Fondo: Entre el 1 de julio de 2019 y el 30 de junio de 2020, la volatilidad de retornos ha sido baja (0.2%), otorgando un rendimiento ajustado por riesgo favorable de 35.9 (15.5 promedio de fondos de inversión inmobiliarios). Adicionalmente, el Fondo ha registrado siempre reparto de utilidades mensuales a los partícipes, cumpliendo con lo estipulado en su prospecto. No obstante, se señala la tendencia de disminución que exhiben sus rendimientos, ubicándose en 5.1% a junio 2020 (5.4% en diciembre 2019). Se valora que dicho nivel de rentabilidad se ubica superior al promedio de la industria (4.8%).

Zumma Ratings anticipa que los rendimientos reflejarán un ligero incremento al cierre de 2020 e inicios de 2021, como resultado de la mayor ocupación proyectada del Fondo; incidiendo favorablemente en sus ingresos. Asimismo, un factor que podría sensibilizar los resultados esperados en los rendimientos es la no recuperación de una porción de las rentas que fueron diferidas como beneficio a los inquilinos afectados, mismas que empezarán a recuperarse en enero 2021.

Bajo nivel de endeudamiento: La estructura de financiamiento del Fondo se encuentra compuesta, principalmente, por el saldo proveniente de los certificados de títulos de participación y, en menor medida, préstamos bancarios. Sobre estos últimos, el Fondo cuenta con líneas de crédito aprobadas con instituciones bancarias por US\$29 millones, cuyo saldo utilizado a junio 2020 es por US\$23.5 millones, de los cuales las garantías consisten en hipotecas sobre las propiedades del Fondo. Cabe destacar que, dentro de la política de inversión en inmuebles, se encuentra de-

terminado un límite de endeudamiento del 60% sobre los activos totales del Fondo, ubicado en 10.7% al cierre del semestre en análisis, nivel que compara de manera favorable con el nivel de endeudamiento promedio del total de fondos inmobiliarios en la industria (26.0%).

Alquileres importantes con atraso, en línea con la contingencia sanitaria: El saldo de los alquileres por cobrar con atrasos incrementó a US\$2.1 millones desde US\$1.3 millones en el lapo de doce meses. No obstante, se observa una reducción con respecto a diciembre 2019 (US\$2.7 millones). Esta dinámica corresponde a casos particulares de inquilinos que se atrasaron por afectaciones del COVID-19, así como a algunos atrasos en alquileres importantes de Gobierno. A septiembre 2020, estos últimos ya se encuentran al día, haciendo notar que las facturas del sector público se han colectado hasta el mes de agosto. Adicionalmente, la SAFI reforzó el departamento de cobros, presentando contrataciones extras para mejorar esta gestión.

Es relevante señalar la creciente exposición que muestra el Fondo a inquilinos del sector público, representando el 41% del total (36% en la pasada revisión). Si bien algunos alquileres importantes de Gobierno reflejan atrasos, esto se debe a los procesos burocráticos; destacando que estas cuentas son recuperadas en un 100% de acuerdo con el análisis de su historial de pago.

Fundamentos para la calificación de riesgo administrativo y operacional.

Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. (Vista SAFI) es una sociedad anónima constituida y organizada en enero de 1996 en la República de Costa Rica, actualmente con domicilio en San José. Su actividad principal es la administración, en nombre de terceros, de fondos, valores y otros activos, por medio de la figura de fondos de inversión autorizados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Al 30 de junio de 2020, Vista SAFI registra un volumen de c.148,832.2 millones en activos bajo administración (c.148,462.1 millones en junio de 2019).

Fuerte gobernanza para la administración y la gestión de riesgos: La alta administración del Grupo y la SAFI exhiben una amplia experiencia financiera en el mercado local e internacional. En el área de riesgos y cumplimiento cuentan 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 alta experiencia con 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. Vista SAFI maneja una estrategia conservadora al corto y mediano plazo, priorizando mantener rendimientos competitivos en todos sus fondos administrados, vigilantes en cuanto a oportunidades de inversión atractivas que impulsen su rentabilidad. 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. En términos de herramientas tecnológicas utilizadas por la SAFI se valoran como apropiadas para el buen desempeño del negocio. La compañía cuenta con los aplicativos y sistemas de operación necesarios para el correcto funcionamiento y adminis-

tración del fondo, así como con un sistema de seguimiento a la estrategia general, que cuenta con un mapeo de proce-

los apegado al plan estratégico, objetivos, gestión de riesgo y cumplimiento.

Fortalezas

1. Alta diversificación por inmueble.
2. Adecuada dispersión por arrendatario.
3. Rentabilidad del Fondo con poca volatilidad.
4. Bajo nivel de endeudamiento.

Debilidades

1. Incremento en el saldo de alquileres por cobrar con atrasos.
2. Niveles de ocupación por debajo del promedio de la industria.

Oportunidades

1. Inversión en propiedades nuevas y modernas.
2. Optimizar la ocupación de sus inmuebles.

Amenazas

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

ENTORNO ECONÓMICO

La crisis sanitaria provocada por el COVID-19 ha sido un evento sin precedentes en los últimos años; generando un efecto disruptivo en la economía a nivel global. A inicios del año, el Banco Mundial estimaba un crecimiento del 2.5% para la economía internacional en 2020; sin embargo, en junio, la proyección fue ajustada a -5.2%, incorporando los efectos adversos de la crisis sanitaria. En ese contexto, para 2020 Banco Central de Costa Rica (BCCR) estima una contracción del PIB del 5.0% para el cierre de 2020, con una expectativa de recuperación en la economía en 2021 de 2.3%. Dicha dinámica está asociada con las medidas de restricción y confinamiento que han adoptado las autoridades de salud para tratar de contener la tasa de contagio.

En Costa Rica, el temprano levantamiento de las restricciones sanitarias en mayo, derivó en un incremento sustancial en la tasa de contagios por COVID-19. Ante esto, en el mes de junio 2020, el proceso de reapertura se detuvo, agudizando algunas medidas de confinamiento y restricción. En síntesis, los sectores económicos más impactados han sido: las relacionadas con el turismo, el transporte de pasajeros y la mayor parte del comercio, exhibiendo caídas importantes en sus ventas.

Entre los factores positivos que podrían mitigar la perspectiva de menor crecimiento para Costa Rica se encuentran la mayor injerencia monetaria, expansiva y contra cíclica del BCCR, la baja en el precio de los combustibles, los bajos niveles de inflación y la tendencia a la baja en las tasas de referencia internacionales. En contraposición, elementos adversos se señalan: un brote masivo adicional del virus, el menor flujo de remesas (en función del desempeño económico en Estados Unidos), el mayor déficit fiscal, el menor volumen de exportaciones y la situación de pérdidas de empleo y su impacto en el consumo.

Como hecho relevante, 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 su parte, el comportamiento a la baja en el precio de las principales materias primas importadas, y la contracción de la demanda agregada, asociado con los impactos de la pandemia, incidieron en la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Así, el índice de precios al consumidor de Costa Rica, al mes de junio 2020, presentó una variación interanual del 0.3% (1.8% en diciembre 2019).

De acuerdo al reciente informe macroeconómico de BCCR, la menor recaudación tributaria por el impacto de la pandemia en la actividad económica, la moratoria tributaria y el otorgamiento de subsidios (Bono Proteger) para dar alivio a los sectores vulnerables afectados por el COVID-19, aunado al mayor pago de intereses, deterioraron considerablemente el resultado fiscal, en especial a partir del segundo trimestre de 2020. A junio 2020, la re-

caudación tributaria refleja una contracción interanual de 11.6%. El déficit fiscal registró un deterioro de 0.5%, en virtud de los esfuerzos del Gobierno por contener el gasto primario. En otro aspecto, la deuda pública se estima rondará el 70.2% en 2020 (58.5% en 2019), y 76.6% en 2021.

El tipo de cambio, al 30 de junio de 2020, se ubicó en 577 colones por dólar; reflejando una depreciación nominal del 2.5% frente al dólar, respecto del cierre de 2019. Las reservas internacionales del Banco Central totalizaron US\$8,565 millones en junio 2020 (US\$7,793 millones en 2019). Finalmente, Costa Rica ostenta una calificación de deuda soberana de B2 (perspectiva negativa) y B (perspectiva negativa) por Moody's y S&P, respectivamente.

ANÁLISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO Y SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN

El sector inmobiliario es una de las industrias que más ha sido afectada por la situación económica derivada del brote del COVID-19, por los esquemas de distanciamiento social para prevenir más contagios. A junio 2020, la construcción de inmuebles refleja un alza interanual del 3%; no obstante, los espacios de inmuebles sin alquilar se han incrementado. Por su parte, el sector industrial de arrendamientos experimentó un aumento del 10% en espacios disponibles y una disminución del 1.77% en los precios de alquiler. Comercios, incrementó sus áreas disponibles en 17%, con una reducción en sus precios de alquiler del 1.4%. Finalmente, Oficinas, incrementó en espacios disponibles 10% y disminuyó sus precios por metro cuadrado 0.1%.

Como respuesta a la necesidad de nuevos instrumentos de inversión, en 2006 se aprobó la Ley Reguladora de Mercado de Valores y el reglamento general sobre Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y los fondos de inversión (financieros e inmobiliarios). En Costa Rica, de las 14 Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI), 8 de ellas administran 14 fondos de inversión inmobiliarios, los cuales son propietarios de importantes edificaciones de todo tipo, a excepción de vivienda. El activo neto del mercado administrado por los fondos de inversión inmobiliarios totaliza US\$1,879.5 millones al cierre del segundo trimestre de 2020, con un rendimiento total de mercado promedio de 4.8% y un nivel de ocupación promedio ponderado del 90.6%. En términos de participación de mercado, existe una dispersión en los 14 fondos de inversión y ninguno concentra más del 20% del activo neto.

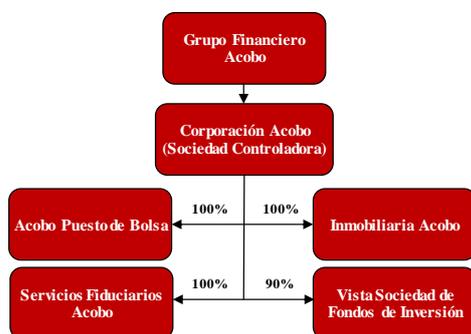
Cabe destacar que, este nicho de mercado (fondos de inversión inmobiliarios) es más desarrollado que en otros países de la región. Uno de los principales desafíos que enfrentan las SAFI, con sus fondos de inversión inmobiliarios, y el mercado costarricense en general, es mitigar los impactos de la reciente reforma fiscal en los precios por metro cuadrado por tipo de edificación, así como en la rentabilidad ofrecida a los inversionistas y la competitividad de los mismos.

Ante los efectos derivados del COVID-19, los mayores riesgos que enfrenta el sector inmobiliario en Costa Rica, son la desocupación, debido al cierre de operaciones y menor demanda en ciertos sectores económicos; y la morosidad, por posibles incumplimientos en el pago de los arrendamientos.

ANTECEDENTES GENERALES DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN

Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. (Vista SAFI) es una sociedad anónima constituida y organizada en enero de 1996 en la República de Costa Rica, actualmente con domicilio en San José. Su actividad principal es la administración, en nombre de terceros, de fondos, valores y otros activos, por medio de la figura de fondos de inversión autorizados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Al 30 de junio de 2020, tiene inscritos, aprobados y activos cinco fondos de inversión: dos de liquidez, dos de crecimiento y uno inmobiliario. Adicionalmente, se tiene inscrito el Fondo de Inversión de Desarrollo de Proyectos Vista, cuyo prospecto fue aprobado el 12 de diciembre de 2018; el inicio de operaciones de este Fondo no se encuentra en los planes de la SAFI actualmente.

Corporación Acobo S.A. e Inversiones Osod de Costa Rica, S.A. son los propietarios de Vista SAFI, con un 90% y 10%, respectivamente. A junio 2020, la SAFI cuenta con 9 funcionarios directos, el resto del personal es contratado por Inmobiliaria Acobo, S.A., también subsidiaria de Corporación Acobo. De acuerdo con la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), 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., como sociedad controladora con participación en el capital social de las subsidiarias, se encuentra integrada como se indica a continuación:



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

Al 30 de junio de 2020, Vista SAFI registra un volumen de c.148,832.2 millones en activos bajo administración (c.148,462.1 millones al cierre de junio 2019). Del volumen mencionado anteriormente, el 95.0% corresponde a los activos del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista y el resto corresponde a los fondos financieros. Vista SAFI cuenta con una participación de mercado del 4.7% en términos de activos administrados en los fondos de inversión, ubicándose en la sexta posición en el mercado, de catorce SAFI. A la misma fecha, se emitió una opinión sin salvedad sobre los estados financieros intermedios de la SAFI y del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista.

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA

El Fondo de Inversión Inmobiliario Vista (El Fondo), fue aprobado por la Superintendencia General de Valores el 5 de octubre del año 2000, es administrado por Vista SAFI e invierte en edificios que se destinen en forma exclusiva o conjunta a viviendas, oficinas, estacionamientos, usos comerciales o industriales y que se ubiquen en el territorio costarricense. Podrá también invertir, complementariamente, en títulos de deuda u otros instrumentos financieros en forma transitoria. Su principal interés es en edificaciones que tengan alternabilidad de uso.

El Fondo está dirigido a inversionistas que desean 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, deberán acudir al mercado secundario para vender su participación, mercado que aún no goza de suficiente liquidez. 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 inversiones 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: \$5,293.00

Rendimiento total del Fondo: 5.1%

Plazo de colocación: 15 de octubre del 2028

Vencimiento del fondo: No tiene vencimiento

Número de participaciones autorizadas: 60,000

Número de participaciones colocadas: 45,251

Periodicidad de reparto de ganancias: Mensualmente

ANÁLISIS DE RIESGO

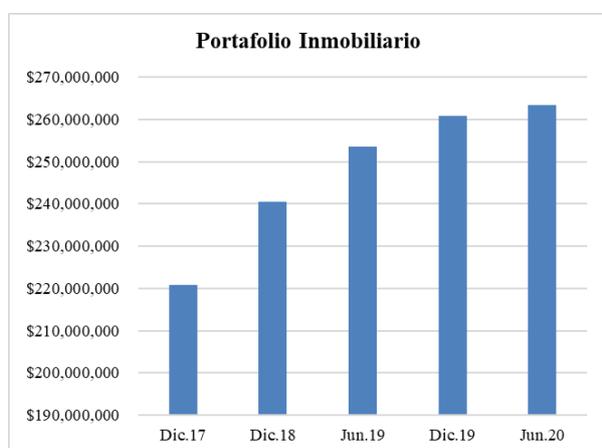
Riesgo de Crédito y Mercado

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

En términos de cuota de mercado, el Fondo de Inversión Inmobiliario Vista ocupa la tercera plaza (sobre 14 Fondos), con una participación de 12.7% por Activos Netos.

Calidad del portafolio de inmuebles

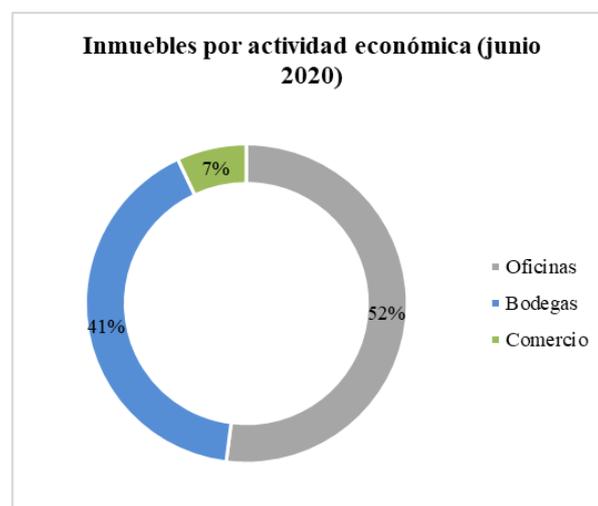
Al cierre del primer semestre de 2020, el portafolio inmobiliario del Fondo exhibe un crecimiento interanual de 3.9%, totalizando US\$263.4 millones (*ver gráfico: Portafolio Inmobiliario*). En ese contexto, la adquisición de un inmueble, ampliaciones en espacios de arrendamiento, las mejoras capitalizadas por remodelación y su plusvalía, determinaron la dinámica descrita. Señalar que los administradores del Fondo se encuentran en constante monitoreo del mercado inmobiliario para analizar potenciales adquisiciones.



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

El Fondo cuenta con 53 inmuebles en su portafolio, de los cuales 39 están ubicados en San José. Un factor positivo en el análisis es la baja concentración que refleja el Fondo; así, su principal inmueble representa un 9.2% del total de inmuebles por su valor en libros (promedio del 31.3% mercado de fondos inmobiliarios en Costa Rica); mientras que los 5 principales inmuebles representan el 38.2% del portafolio. Al categorizar sus propiedades por actividad económica, el 52% corresponde a oficinas, un 41% a bodegas y 7% a comercios.

En la coyuntura actual de crisis sanitaria, las oficinas y los comercios han sido los espacios que se han visto más vulnerables; destacando que sus arrendatarios han buscado adecuarse al trabajo remoto desde sus hogares, reduciendo espacios de alquiler; o en los casos más adversos, abandonar por completo el local. La estructura diversificada del Fondo por inmueble y por perfil de cliente se pondera favorablemente en el análisis, debido a que esta estructura permite resiliencia en crisis específicas de sectores,



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

Se señala la dinámica positiva que exhibe la valorización de los inmuebles del Fondo en el semestre en evaluación. A junio 2020, la plusvalía acumulada de los inmuebles del Fondo, medida a través de las valoraciones individuales anuales, asciende a US\$16.2 millones (US\$14.8 millones en 2019). En cuanto a las mejoras capitalizadas, el Fondo acumula un saldo de US\$41.9 millones, correspondiendo a remodelaciones y mantenimiento. En este aspecto, el Fondo cuenta con políticas y lineamientos sobre reparaciones, remodelaciones, mejoras y ampliaciones de inmuebles, en las cuales se estipulan los responsables en la toma de decisiones, los medios y los protocolos, el procedimiento de las inspecciones y la forma de capitalizarlas.

La dispersión de inquilinos, medida por su participación en los ingresos totales del Fondo, es adecuada. Así, al 30 de junio de 2020, el principal arrendatario representa un 18% de los ingresos del Fondo, mientras que sus principales 10 participan con un 50%. Por sector económico, estos operan en los segmentos de: alimentos y bebidas (12%), financieras (11%), tecnología (11%), salud (10%), entre otros. Es relevante señalar la creciente exposición que muestra el Fondo a inquilinos del sector público, representando el 41% del total (36% en la pasada revisión); mientras que el 59% corresponde a inquilinos del sector privado. Si bien algunos alquileres importantes de Gobierno reflejan atrasos, esto se debe a los procesos burocráticos; destacando que estas cuentas son recuperadas en un 100% de acuerdo con el análisis de su historial de pago. La alta participación de inquilinos del sector público en el portafolio determina que sus administradores sean más rigurosos con sus cláusulas contractuales, otorgando protección al Fondo.

Por otra parte, la administración del Fondo tomó medidas preventivas en el potencial deterioro del desempeño del Fondo como resultado de las afectaciones del COVID-19 en sus arrendatarios. Algunas de las medidas que el equipo gestor del Fondo implementó fue la suspensión del mantenimiento y remodelación de inmuebles, realizando únicamente aquello estrictamente necesario; la suspensión de la valoración de inmuebles con el fin de no exponer a los peritos ni a los inquilinos; y la gestión directa con cada uno de los inquilinos del Fondo para brindar una atención personalizada ante las necesidades de cada uno. En ese contexto, la SAFI otorgó ajustes o descuentos en la renta a los arrendatarios que demostraran tener una afectación directa en sus ingresos; facilitando el repago hasta enero 2021, distribuido en cuotas mensuales. Se considera que estos ajustes sensibilizarán la rentabilidad del Fondo; sin embargo, no será de una forma drástica. Además, las recuperaciones de estos diferimientos aportarán en los repartos de beneficios durante 2021.

En cuanto al riesgo por morosidad, los alquileres por cobrar a inquilinos que reflejan atrasos (con antigüedad mayor a 1 día) incrementó a US\$2.1 millones, desde US\$1.3 millones en el lapso de doce meses. No obstante, se observa una reducción con respecto a diciembre 2019 (US\$2.7 millones). Esta dinámica corresponde a casos particulares de inquilinos que se atrasaron por afectaciones del COVID-19, así como a algunos atrasos en alquileres importantes de Gobierno. A septiembre 2020, esto últimos ya se encuentran al día, haciendo notar que las facturas del sector público se han colectado hasta el mes de agosto. Adicionalmente, la SAFI reforzó el departamento de cobros, realizando contrataciones extras para mejorar esta gestión. En el actual contexto de incertidumbre, será clave una adecuada gestión en la recuperación de alquileres por cobrar a inquilinos, así como la identificación de aquellos arrendatarios que puedan caer en situación de mora por la vulnerabilidad en sus finanzas.

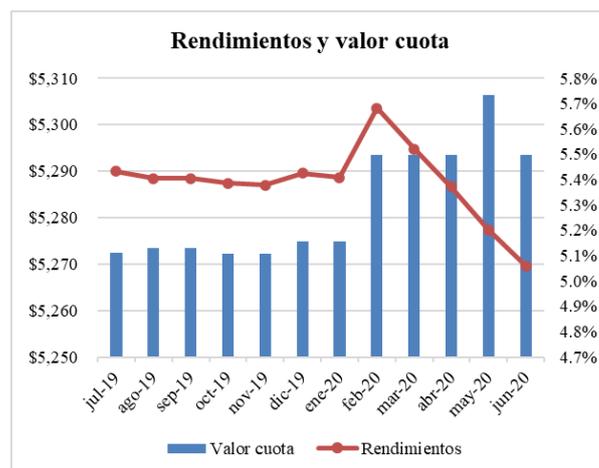
Adicionalmente, la antigüedad promedio del total de inquilinos está entre los 4 y 5 años. En ese sentido, el Fondo no exhibe una concentración relevante en el vencimiento de contratos con sus inquilinos en el corto plazo. En ese sentido, el Fondo no exhibe una concentración relevante en el vencimiento de contratos con sus inquilinos en el corto plazo. De esta manera, un 32.4% de los ingresos totales reflejan vencimiento de contratos en 2024, un 30.6% terminan en 2022 y 18.9% en 2021. El resto se encuentra disperso en el largo plazo.

En otro aspecto, el Fondo mantiene una tendencia decreciente en sus niveles de ocupación desde el cuarto trimestre de 2019. Así, dicho indicador se ubicó en 73% a junio 2020 (76% de diciembre 2019), inferior al promedio del mercado (90%). El menor volumen de espacios arrendados ha estado determinado por la desocupación de dos importantes inquilinos del Fondo a finales de 2019; así como algunos arrendatarios que se retiraron o disminuyeron espacios en el segundo trimestre de 2020 por la coyuntura actual de crisis. Al 30 septiembre de 2020, la ocupación del Fondo incrementó a 79%, en virtud al alquiler de espacios importantes en sus inmuebles.

Valor cuota y rentabilidad

El Fondo cuenta con 45,251 certificados de títulos de participación (correspondiendo al 75.4% de los títulos autorizados) al 30 de junio de 2020, con un valor neto por participación de US\$5,293 (US\$5,269 en 2019). En cuanto al rendimiento total del Fondo, este se ubica en 5.1% a junio 2020 (5.4% diciembre 2019), mostrando una tendencia decreciente (ver gráfico: Rendimientos y valor cuota). Se valora que dicho nivel se ubica superior al promedio de la industria (4.8%). Entre el 1 de julio de 2019 y el 30 de junio de 2020, la volatilidad en los rendimientos del fondo ha sido baja (0.2%), otorgando un rendimiento ajustado por riesgo favorable de 35.9 (15.5 promedio de fondos de inversión inmobiliarios). Adicionalmente, el Fondo ha registrado siempre reparto de utilidades mensuales a los partícipes, cumpliendo con lo estipulado en su prospecto.

Zumma Ratings anticipa que los rendimientos reflejaran un ligero incremento al cierre de 2020 e inicios de 2021, como resultado de la mayor ocupación proyectada del Fondo. Asimismo, un factor que podría sensibilizar los resultados esperados en los rendimientos es la no recuperación de una porción de las rentas que fueron diferidas como beneficio a los inquilinos afectados, mismas que empezarán a recuperarse en enero 2021.



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

Endeudamiento y coberturas

Finalmente, la estructura de financiamiento del Fondo se encuentra compuesta, principalmente, por el saldo proveniente de los certificados de títulos de participación y, en menor medida, préstamos bancarios. Sobre estos últimos, el Fondo cuenta con líneas de crédito aprobadas con instituciones bancarias por US\$29 millones, cuyo saldo utilizado a junio 2020 es por US\$23.5 millones, de los cuales las garantías consisten en hipotecas sobre las propiedades del Fondo.

A junio 2020, los ingresos por arrendamientos registran una favorable cobertura de los gastos financieros de 12.3 veces. Cabe destacar que, dentro de la política de inversión en inmuebles, se encuentra determinado un límite de endeudamiento del 60% sobre los activos totales del Fondo, ubicado en 10.7% al cierre del semestre en análisis, nivel que compara de manera favorable con el nivel de endeudamiento.

damiento promedio del total de fondos inmobiliarios en la industria (26.0%).

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. Al 30 de junio de 2020, la SAFI cerró con una utilidad neta de c.25.6 millones (c.157.4 millones en 2019), en función de los menores ingresos en comisiones por administración de fondos y de otros resultados integrales. Al respecto, la SAFI redujo el porcentaje de comisión que los Fondos deben pagar sobre activos administrados por la crisis sanitaria (de 1.75% a 1.25%).

Vista SAFI mantiene registrados ante la Superintendencia General de Valores los siguientes fondos de inversión:

- Fondo de Inversión Liquidez Colones Vista no Diversificado: Fondo que invierte en valores de los sectores público y privado costarricense. El Fondo es abierto, es decir que su patrimonio es ilimitado.
- Fondo de Inversión Liquidez Dólares Vista no Diversificado: Fondo que invierte en valores de los sectores público y privado costarricense y títulos de deuda soberana del exterior. El Fondo es abierto, es decir que su patrimonio es ilimitado.
- Fondo de Inversión Crecimiento Vista no Diversificado: Fondo que invierte en valores de los sectores público y privado costarricense. El Fondo es abierto, es decir que su patrimonio es ilimitado.
- Fondo de Inversión Crecimiento Vista Dólares no Diversificado: Fondo que invierte en valores tanto a nivel nacional como internacional de los sectores público y privado costarricense. El Fondo es abierto, es decir que su patrimonio es ilimitado.
- Fondo de Inversión Inmobiliario Vista, Diversificado.
- Fondo de Inversión de Desarrollo de Proyectos Vista: El prospecto fue aprobado por la SUGEVAL el 12 de diciembre de 2018; este fondo no se encuentra en los planes estratégicos de la SAFI.

Por su parte, las características del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista y las políticas que delimitan su operatividad se encuentran adecuadamente 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

Junta Directiva (Corporación Acobo S.A.)	
Director Presidente	Orlando Soto Enríquez
Director Secretario	Diego Soto Solera
Director Tesorero	Orlando Soto Solera
Director 1	Alejandro Guardia Lachner
Director 2	Mario Alberto Riversa Turcios
Director 3	Rafael Borja Samperio
Fiscal	Gerardo Porras Sanabria

Las decisiones de inversión 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.

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

La alta administración del Grupo y la SAFI exhiben una amplia experiencia financiera en el mercado local e internacional. En el área de riesgos y cumplimiento cuentan 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 alta experiencia con que cuenta el Grupo en cuanto a administración de fondos de inversión, dada la larga trayectoria en este campo, así como el crecimiento en activos administrados históricamente, se valora como una fortaleza en el análisis. Como factor relevante, 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.

Actualmente, en el mercado costarricense operan 14 SAFI, administrando conjuntamente 14 fondos de inversión inmobiliarios, dimensión del mercado de capitales que se encuentra bastante desarrollada en este país, al compararlo con sus pares de la región. Vista SAFI, maneja una estrategia conservadora al corto y mediano plazo acorde con la coyuntura actual; priorizando mantener rendimientos competitivos en todos sus fondos administrados, vigilantes en cuanto a oportunidades de inversión atractivas que impulsen su rentabilidad. 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. La agencia calificadora es de la opinión que la SAFI refleja coherencia entre las políticas que realiza con su estrategia.

En términos de segregación de áreas y funciones, las unidades de inversión y de riesgos son independientes entre sí y la toma de decisiones es separada entre ambas. 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, el área de riesgos determina si el plazo de los contratos, morosidad y ocupación, tendrán un impacto negativo en la estructura del portafolio. Adicionalmente, la decisión de compra/venta de cuotas de participación y su ejecución se lleva a cabo por unidades independientes. Al respecto, Acobo Puesto de Bolsa S.A., realiza la negociación y la ejecución de órdenes de compra/venta de instrumentos.

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. El Grupo

Financiero 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, el Grupo 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 herramientas 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. Los riesgos anteriormente descritos son inherentes al sector inmobiliario.

En términos de herramientas tecnológicas utilizadas por la SAFI se valoran como apropiadas para el buen desempeño del negocio. Cuentan 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.17		Dic.18		Jun.19		Dic.19		Jun.20	
		%		%		%		%		%
ACTIVO										
Efectivo	3,784,490	2%	218,572	0%	947,941	0%	728,421	0%	1,454,118	1%
Inversiones en instrumentos financieros	200,322	0%	1,097,500	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Cuentas por cobrar	1,472,266	1%	2,114,584	1%	1,920,466	1%	3,569,710	1%	2,657,170	1%
Impuesto al valor agregado soportado							62,437		66,807	
Gastos pagados por adelantado	116,762	0%	121,540	0%	342,752	0%	113,611	0%	30,547	0%
Inversiones en inmuebles	220,783,090	97%	240,434,955	98%	253,533,672	99%	260,772,974	98%	263,360,556	98%
Otros activos	431,688	0%	457,238	0%	403,748	0%	466,428	0%	254,826	0%
TOTAL ACTIVO	226,788,618	100%	244,444,389	100%	257,148,579	100%	265,713,581	100%	267,824,024	100%
PASIVO										
Préstamos por pagar a corto plazo	-	0%	1,202,747	0%	14,087,004	6%	12,055,760	5%	11,985,760	5%
Intereses de préstamos recibidos							142,930		134,836	
Cuentas por pagar	2,414,353	1%	1,870,879	1%	1,518,754	1%	1,661,012	1%	1,691,135	1%
Impuesto diferido	914,684	0%	996,388	0%	1,036,785	0%	1,122,023	0%	1,259,028	0%
Comisión por pagar por administración	117,609	0%	137,869	0%	343,608	0%	220,963	0%	246,409	0%
Ingresos diferidos	267,873	0%	323,861	0%	357,031	0%	339,194	0%	253,009	0%
Préstamos por pagar a largo plazo							10,011,750	4%	11,490,750	
Depósitos en garantía	1,112,811	0%	1,352,917	1%	1,373,699	1%	1,470,441	1%	1,227,306	0%
TOTAL PASIVO	4,827,330	2%	5,884,661	2%	18,716,880	7%	27,024,073	10%	28,288,233	11%
ACTIVO NETO										
Certificados de títulos de participación	209,135,000	92%	226,255,000	93%	226,255,000	88%	226,255,000	85%	226,255,000	84%
Desembolsos por colocación de participaciones	(1,279,725)	-1%	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%
Capital pagado en exceso	1,484,072	1%	359,783	0%	43,026	0%	43,026	0%	43,026	0%
Ganancia no realizada por valuación de bienes	12,621,941	6%	13,603,226	6%	13,791,955	5%	14,049,763	5%	14,896,046	6%
TOTAL ACTIVO NETO	221,961,288	98%	238,559,728	98%	238,431,699	93%	238,689,508	90%	239,535,791	89%
TOTAL PASIVO Y ACTIVO NETO	226,788,618	100%	244,444,389	100%	257,148,579	100%	265,713,581	100%	267,824,024	100%

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

	Dic.17		Dic.18		Jun.19		Dic.19		Jun.20	
		%		%		%		%		%
Ingresos	23,299,939	100%	26,148,911	100%	13,035,434	100%	27,161,446	100%	12,184,430	100%
Ingresos	23,247,560	100%	26,131,788	100%	13,012,060	100%	26,916,884	99%	12,079,435	99%
Ingresos por arrendamientos	19,913,576	85%	21,535,181	82%	10,781,078	83%	22,645,858	83%	10,550,046	87%
Ganancia por venta y expropiación de inmuebles	1,590	0%	898	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Ganancia por valoración de inmuebles	2,793,833	12%	4,083,207	16%	1,982,919	15%	3,705,889	14%	1,141,934	9%
Otros ingresos	538,561	2%	512,502	2%	248,063	2%	565,137	2%	387,455	3%
Ingresos financieros	52,379	0%	17,123	0%	23,374	0%	244,562	1%	104,995	1%
Ingresos por intereses	14,198	0%	17,123	0%	5,947	0%	14,177	0%	4,625	0%
Ganancias por diferencia de cambio	38,181	0%	-	0%	17,427	0%	230,385	1%	100,370	1%
Gastos	9,382,816	40%	11,257,332	43%	5,977,671	46%	12,116,368	45%	5,216,943	43%
Gastos	9,379,594	40%	11,224,273	43%	5,879,421	45%	11,169,434	41%	4,227,252	35%
Comisiones por administración	3,672,052	16%	4,030,912	15%	2,073,504	16%	3,881,114	14%	1,493,605	12%
Gastos por estimación de incobrables	4,211	0%	42,460	0%	92,113	1%	212,181	1%	338,502	3%
Pérdidas por valoración de inmuebles	2,191,094	9%	3,101,921	12%	1,794,191	14%	3,133,717	12%	295,652	2%
Otros gastos operativos	3,512,237	15%	4,048,980	15%	1,919,613	15%	3,942,422	15%	2,099,493	17%
Gastos financieros	3,222	0%	33,059	0%	98,250	1%	946,934	3%	989,691	8%
Pérdidas por diferencia de cambio	-	0%	30,312	0%	-	0%	179,949	1%	120,181	1%
Gastos por intereses	3,222	0%	2,747	0%	98,250	1%	766,985	3%	869,510	7%
Utilidad financiera	49,157	0%	(15,936)	0%	(74,876)	-1%	(702,372)	-3%	(884,696)	-7%
Utilidad Bruta	13,917,123	60%	14,891,579	57%	7,057,763	54%	15,045,078	55%	6,967,487	57%
Impuesto sobre la renta	995,759	4%	1,076,804	4%	539,054	4%	2,102,110	8%	1,296,498	11%
Utilidad Neta	12,921,365	55%	13,814,775	53%	6,518,709	50%	12,942,968	48%	5,670,989	47%

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

Clasificación de riesgo de crédito y mercado	
AAAfii	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 y su portafolio de inversiones presentan el menor riesgo frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
AAfii	Fondos calificados AAfii muestran una alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo y su portafolio de inversiones presentan una ligera sensibilidad frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
Afii	Fondos calificados Afii muestran una media-alta capacidad para preservar el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo y su portafolio de inversiones son discretamente sensibles frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
BBBfii	Fondos calificados BBBfii muestran una capacidad media para preservar el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Aunque los activos pueden presentar ciertos riesgos y/o la política de inversiones presenta algunas desviaciones, estas podrían solucionarse en el corto plazo. El fondo es más sensible frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado que aquellos en categorías superiores.
BBfii	Fondos calificados en BBfii muestran una media-baja capacidad para preservar el valor del capital y aunque presentan una alta probabilidad de incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito, la probabilidad de pérdida es menor a las categorías inferiores. Se asignará esta categoría cuando las inversiones del fondo, producto del riesgo de sus activos, o por cambios en las condiciones de mercado o por las políticas de inversión podrían provocar el incumplimiento de obligaciones. Las inversiones del fondo presentan problemas patrimoniales que deben ser superados en el mediano plazo.
Bfii	Fondos calificados en Bfii muestran una baja capacidad para preservar el valor del capital y muy alta probabilidad de incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Se asignará esta categoría cuando los activos que integran el fondo posean características especulativas. Los activos del fondo y su portafolio de inversiones son altamente sensibles frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
Cfii	Fondos calificados en Cfii muestran una muy baja capacidad para preservar el valor del capital y muestran una sumamente alta probabilidad de incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo y su portafolio de inversiones son más sensibles frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado que las categorías de riesgo superiores.
Dfii	Fondos calificados en Dfii han mostrado pérdidas en el valor del capital y han incurrido en pérdidas por exposición a riesgo de crédito por un periodo mayor a 6 meses. Los activos del fondo y su portafolio de inversiones presentan la más alta sensibilidad a las condiciones económicas o de mercado en relación a las categorías de riesgo superiores.
Efii	La Clasificadora no dispone de información válida, representativa y suficiente para emitir una calificación.

Clasificación de riesgo administrativo y operacional	
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.

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.