



# FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 27 de abril 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 31.12.19		
Inmuebles: 260.8	Activos: 265.7	Patrimonio: 238.7
Rentabilidad: 5.4%	Ingresos: 27.2	U. Neta: 12.9

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

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados de la SAFI al 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018 y 2019; los estados financieros auditados del Fondo al 31 de diciembre de 2016, 2017, 2018 y 2019; 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 31 de diciembre de 2019. 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 13.4%, por activos netos (al 31 de diciembre de 2019). Cabe mencionar que, de los catorce fondos de inversión inmobiliarios (en Dólares), nueve pertenecen a conglomerados financieros multinacionales y cinco son independientes (entre estos Vista). En ese contexto, Vista es el fondo inmobiliario

con mayor participación de mercado (39.6%), en activos netos, de los fondos independientes.

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

**Alta diversificación en su portafolio inmobiliario:** Al cierre de 2019, el Fondo cuenta con 53 inmuebles en su portafolio, de los cuales 38 están ubicados en San José, el resto están dispersos en los diferentes distritos del país. En cuanto a la actividad económica por inmueble, medida por metros arrendables, el 52% de los inmuebles del Fondo corresponden a oficinas, el 41% a bodegas y el 7% restante, a comercios. Adicionalmente, la concentración del mayor inmueble (por su valor en libros) en el portafolio inmobiliario es baja (9.3%); comparando favorablemente con respecto al resto de fondos inmobiliarios en Costa Rica (concentración del 31.3%) y con respecto a los fondos no vinculados a grupos financieros (25.7%). Por su parte, los principales 5 inmuebles representan el 38.5% del total del portafolio a diciembre de 2019. En la medida que existan concentraciones bajas, menor será la exposición a cambios en algún sector económico en el que operen los inmuebles; o al riesgo de desastres naturales y siniestros.

**Adecuada dispersión y antigüedad de sus arrendatarios:** La diversificación de sus inquilinos, medida por su participación en los ingresos totales del Fondo, es adecuada. Así, al cierre del segundo semestre de 2019, el principal arrendatario representa un 17% de los ingresos del Fondo, mientras que sus 10 principales arrendatarios participan con un 49%. Los arrendatarios del fondo se desarrollan en distintas actividades económicas, principalmente

gobierno (23%), alimentos y bebidas (12%), financieras (11%), tecnología (11%), salud (10%), entre otros. Importante señalar que el 36% de sus inquilinos corresponden al sector público, mientras que el 64% restante pertenecen al sector privado.

Al no existir concentraciones relevantes en un sector específico, se mitigan los riesgos a los que el Fondo se vería expuesto por particularidades de una industria en específico.

Cabe mencionar que la antigüedad promedio del total de inquilinos está entre los 4 y 5 años, contando con cláusulas contractuales adecuadas de protección ante desalojos anticipados y cánones especiales. Por otra parte, el plazo ponderado de vencimiento de los contratos con sus inquilinos es de 3.0 años a diciembre 2019.

**Niveles de ocupación por debajo del promedio de la industria:** Durante 2019, el Fondo exhibe niveles de ocupación con tendencia decreciente. A diciembre 2019, los niveles de ocupación se ubican en un 76%, debido a la decisión particular de 2 inquilinos, con presencia importante en el Fondo, de retirarse hacia finales de 2019. Este nivel de ocupación compara de manera desfavorable con respecto al promedio de los fondos de inversión inmobiliarios que operan en ese mercado, siendo del 87% al cierre de 2019. En ese contexto, los administradores del Fondo anticipan que la ocupación incrementará en el tercer trimestre de 2020, ya que un ministerio de gobierno ocupará un espacio importante actualmente desocupado. Valorando el actual contexto sanitario, por el COVID-19, los niveles de ocupación del sector inmobiliario en general podrían disminuir.

**Rentabilidad con tendencia decreciente, pero baja volatilidad:** A diciembre 2019, la rentabilidad total del Fondo se ubica en 5.4% (últimos 12 meses), la cual exhibe una tendencia decreciente en los últimos años (6.2% en 2018, 6.4% en 2017). Dicho nivel se ubica por debajo del promedio de la industria (6.3%) y del promedio de los fondos de inversión inmobiliarios independientes (6.6%). Cabe mencionar, que los menores resultados financieros del Fondo han estado determinados por el incremento en los impuestos tributarios, a raíz de la entrada en vigencia de la reforma fiscal en el segundo semestre de 2019. No obstante, la volatilidad del fondo ha sido baja (0.3%), y al comparar los niveles de rentabilidad por unidad de riesgo con respecto a la industria, el Fondo compara de manera favorable, otorgando un mayor rendimiento ante el riesgo asociado.

**Nivel de endeudamiento bajo y con políticas sanas:** Dentro de la política de inversión en inmuebles, se encuentra determinado un límite de endeudamiento del 60% sobre los activos totales del Fondo, ubicado actualmente en 10.2% (22.6% promedio fondos de inversión). 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 con un saldo utilizado a la fecha por US\$22.1 millones, de los cuales las garantías consisten en hipotecas sobre las propiedades del Fondo.

**Aumento de alquileres por cobrar en mora:** Al cierre de 2019, los saldos en mora de los alquileres por cobrar (alquileres por cobrar con antigüedad mayor a 1 día) totalizan US\$2.7 millones, un incremento de US\$1.7 millones respecto de 2018 (US\$1.1 millones). Este desempeño estuvo determinado por los atrasos de dos inquilinos en particular, sobre los cuales en los primeros meses de 2020 ya se ha recuperado parte del saldo en mora. A juicio de Zumma Ratings, el actual contexto de desaceleración económica conllevaría a algunos atrasos en el pago de la cuota de alquiler, por parte de inquilinos; sin embargo, todavía es pronto para estimar el impacto adverso en las cuentas de dudoso cobro.

#### **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 31 de diciembre de 2019, Vista SAFI registra un volumen de c.146,866.2 millones en activos bajo administración (c.154,080.6 millones al cierre de 2018).

**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, 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. 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. A juicio de Zumma, la SAFI cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración de sus fondos administrados.

**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. Alquileres por cobrar en mora mayores.
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

Según las estimaciones de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL), la economía de Costa Rica registrará una tasa de expansión en su Producto Interno Bruto (PIB) de 1.8% a finales de 2019, frente a un 2.6% en 2018. La desaceleración en el crecimiento estaría impulsada principalmente por la desaceleración de la economía y del comercio mundial, y la caída de los precios internacionales de productos agrícolas clave para el país. En ese contexto, para 2020 CEPAL estimó un crecimiento del PIB del 1.9%, a la luz de la recuperación de la producción agrícola y un mayor dinamismo de la demanda interna (consumo e inversión). Zumma estima que estas proyecciones pueden disminuir debido a los efectos adversos ocasionados por el brote del COVID-19.

En la actualidad, los impactos derivados del brote del COVID-19 constituyen la mayor amenaza para la economía doméstica y mundial, debido a que las medidas de emergencia para contener esta pandemia conllevan una menor actividad económica. En síntesis, los mayores impactos son: el cierre de operaciones en sectores específicos (turismo, educación, aviación, entre otros); el aislamiento de personas que se traduce en una menor demanda; la contracción en las ventas del sector informal; así como el estrés en los flujos de efectivo para muchas empresas, implicando atrasos en sus créditos y pagos de salarios.

En cuanto a la región centroamericana, adicionalmente, existen algunos desafíos que pueden afectar la consolidación del crecimiento y desarrollo sostenible en el mediano plazo, según la CEPAL. Algunos de los desafíos que enfrentan las economías de la región son los efectos de los desastres naturales, la escasez de recursos, el complejo acceso al financiamiento y un estrecho espacio fiscal para introducir reformas sociales, así como el alto grado de endeudamiento soberano. Adicionalmente, las fricciones comerciales globales también constituyen un riesgo potencial para el comercio mundial y la actividad económica regional.

El índice de precios al consumidor de Costa Rica, al mes de febrero 2020, presentó una variación interanual del 1.8%. Por grupos económicos, los que exhiben una variación positiva en el IPC están ligados a los precios de vivienda, medicina, transporte y otros; mientras que los que presentan variaciones negativas son las prendas de vestir y calzados, así como las comunicaciones.

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%.

En cuanto a la administración de las finanzas públicas, a diciembre de 2019, se estima que el déficit fiscal del país se ubicó en 6.2% en relación al Producto Interno Bruto, relación que exhibiría un incremento del 0.2% en relación a 2018. Los ingresos del gobierno registraron un crecimiento estimado anual del 13.6% debido a la amnistía

fiscal que permitió ampliar la recaudación en los meses iniciales de 2019; así como los efectos iniciales del impuesto sobre el valor agregado (IVA) y la renta global, a partir del 1 de julio de 2019. La deuda pública, a septiembre 2019, se ubicó en 55.3% del PIB (53.5% en 2018); destacando la autorización de la Asamblea Legislativa para emitir US\$1.5 millones de dólares de eurobonos.

El tipo de cambio, a noviembre 2019, se ubicó en 563 colones por dólar; reflejando una apreciación nominal del 7.6% respecto del cierre de 2018. Las reservas internacionales del Banco Central totalizaron US\$7,705 millones (US\$7,495 millones en 2018). Finalmente, Costa Rica ostenta una calificación de deuda soberana de B2 (perspectiva estable), B+ (perspectiva negativa) y B+ (perspectiva estable) por Moody's, S&P y Fitch, respectivamente.

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

Durante el año 2019, el mercado inmobiliario (medido en metros cuadrados de construcción) exhibió un crecimiento de 3.3% en relación a 2018. Por su parte, el sector industrial de arrendamientos experimentó un aumento del 30% en espacios disponibles y una disminución del 0.68% en los precios de alquiler. Comercios, incrementó sus disponibilidades en 24.9%, con una reducción en sus precios de alquiler del 3.3%. Finalmente, Oficinas, incrementó tanto en espacios disponibles como en precios por metro cuadrado, 15.4% y 0.3%, respectivamente.

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\$1,783.9 millones a diciembre 2019, con un rendimiento total de mercado del 5.7% y un nivel de ocupación promedio ponderado del 87.3%. En términos de participación de mercado, existe una dispersión en los 14 fondos de inversión y ninguno concentra más del 20% del activo neto.

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, mismo sobre el cual participan los Fondos de Inversión Inmobiliarios, son el riesgo de desocupación, debido al cierre de operaciones y menor demanda en ciertos sectores

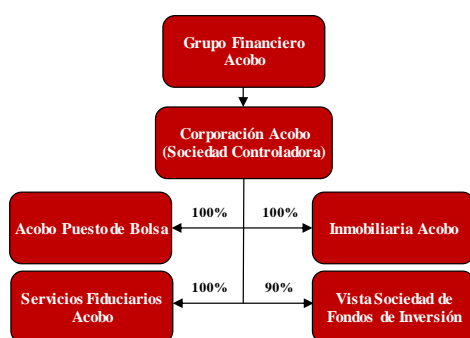
económicos; y el riesgo por morosidad, por posibles incumplimientos en el pago de los arrendamientos.

## 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 31 de diciembre de 2019, 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, cuyo inicio de operaciones no se encuentra en los planes de la SAFI.

Corporación Acobo S.A. e Inversiones Osod, de Costa Rica, son los propietarios de Vista SAFI, con un 90% y 10%, respectivamente. Al 31 de diciembre de 2019, la SAFI cuenta con 12 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), los grupos de interés económico vinculados 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 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. 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

Al 31 de diciembre de 2019, Vista SAFI registra un volumen de c.146,866.2 millones en activos bajo administración (c.154,080.6 millones al cierre de 2018). 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 5.3% en términos de activos administrados en los fondos de inversión, a la fecha de análisis, ubicándose en la sexta posición en el mercado, de catorce SAFI. Al 31 de diciembre de 2019, se emitió una opinión sin salvedad sobre los estados financieros auditados 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, ya que si estos desean ser reembolsados deberán acudir al mercado secundario para vender su participación, mercado que aún no goza de suficiente liquidez en el mercado costarricense. 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: \$5,275.00

Rendimiento total del Fondo: 5.4%

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

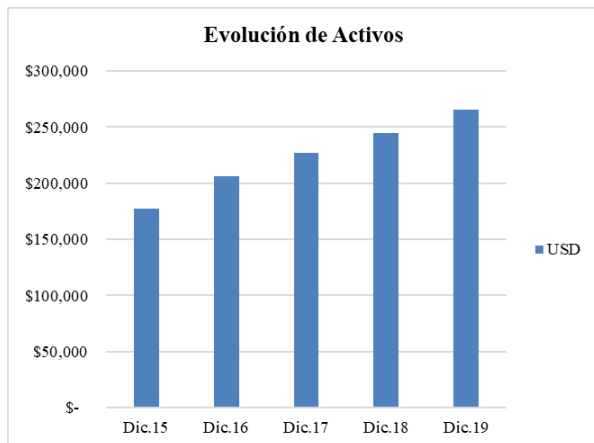
## ANÁLISIS DE RIESGO DEL FONDO

### Riesgo de Crédito y Mercado

Al 31 de diciembre de 2019, el Fondo registra un volumen de activos de US\$265.7 millones; mostrando un incremento anual del 8.7% (US\$244.4 millones en 2018). La estruc-

tura financiera del Fondo está compuesta, casi en su totalidad, por inversiones en inmuebles, seguido por cuentas por cobrar, préstamos por pagar y los certificados de títulos de participación. Al cuarto trimestre de 2019, la cuenta que exhibe mayores incrementos es la de inversiones en inmuebles, por la cantidad de US\$20.3 millones (8.5% de comparar con 2018). El aumento obedece a la adquisición de un inmueble y la ampliación de espacios disponibles en un inmueble de tipo Bodegas.

Históricamente, el fondo exhibe una tendencia al alza en cuanto a su volumen de activos (ver gráfico: *Evolución estructura financiera del Fondo*). De acuerdo con la información de SUGEVAL, 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 13.4%, por activos netos al 31 de diciembre de 2019. Adicionalmente, nueve fondos inmobiliarios pertenecen a conglomerados financieros multinacionales y cinco son independientes (entre estos Vista). En ese contexto, Vista es el fondo inmobiliario con mayor participación de mercado (39.6%), en activos netos, de los fondos independientes.



Fuente: Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. Elaboración: Zumma Ratings.

### **Portafolio de inmuebles y diversificación**

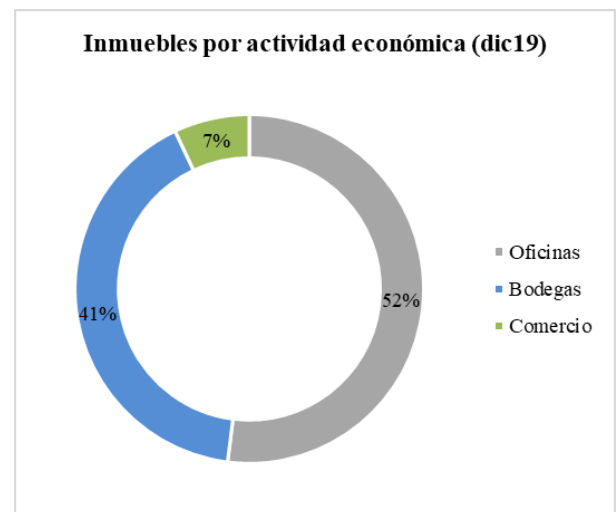
Al 31 de diciembre de 2019, la inversión en inmuebles exhibe un crecimiento del 8.5% con respecto a diciembre 2018, equivalente en términos monetarios a US\$20.3 millones, correspondiendo a la adquisición de 4 inmuebles junto a la ampliación de uno de sus inmuebles (Bodegas Flexipark), mejoras capitalizadas y plusvalías acumuladas. Adicionalmente, el tipo de inmuebles en que invierte el fondo se centra en oficinas, estacionamientos y usos comerciales o industriales, con un porcentaje mínimo de inversión en activos inmobiliarios del 80% (de sus activos).

Como se mencionó anteriormente, los inmuebles en los que invierta el fondo deberán estar ubicados en Costa Rica y podrá adquirir inmuebles que estén en condiciones aptas para ser explotados comercialmente o que necesiten de la realización de mejoras para tales fines. Al momento de su compra, el bien inmueble deberá estar generando rentas, tratándose de propiedades susceptibles de ser arrendados en forma fraccionada, al menos el setenta y cinco por ciento del inmueble deberá estar arrendado. Entre las caracte-

rísticas mínimas de los bienes inmuebles, exigidas por el Comité de Inversión, se encuentran:

- Ubicación estratégica, tomando en cuenta la proyección y la plusvalía de la zona.
- La antigüedad, la cual será analizada por el comité y valorada para cada caso específico, dándole énfasis a la estructura del inmueble.
- La actividad económica desarrollada por los inquilinos, con el fin de estimar en el tiempo la ocupación del inmueble.
- Uso alternativo del inmueble, para otros posibles inquilinos.

Al cierre de 2019, el Fondo cuenta con 53 inmuebles en su portafolio de inversiones, de los cuales 38 están ubicados en San José, el resto están dispersos en los diferentes distritos del país. En cuanto a la actividad económica por inmueble, medida por metros arrendables, el gráfico: *Inmuebles por actividad económica*, presenta su diversificación. Adicionalmente, la concentración del mayor inmueble (por su valor en libros) en el portafolio inmobiliario es baja (9.3%); comparando favorablemente con respecto al resto de fondos inmobiliarios en Costa Rica (concentración del 31.3%) y con respecto a los fondos no vinculados a grupos financieros (25.7%). Por su parte, los principales 5 inmuebles representan el 38.5% del total del portafolio a diciembre de 2019. En la medida que existan concentraciones bajas, menor será la exposición a cambios en algún sector económico en el que operen los inmuebles; o al riesgo de desastres naturales y siniestros.



Fuente: Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. Elaboración: Zumma Ratings.

La diversificación de sus inquilinos, medida por su participación en los ingresos totales del Fondo, es adecuada. Así, al cierre del segundo semestre de 2019, el principal arrendatario representa un 17% de los ingresos del Fondo, mientras que sus 10 principales arrendatarios participan con un 49%. Los arrendatarios del fondo se desarrollan en distintas actividades económicas, principalmente alimentos y bebidas (12%), financieras (11%), tecnología (11%), salud (10%), entre otros. Importante señalar que el 36% de sus inquilinos corresponden al sector público, mientras que el 64% restante pertenecen al sector privado.

Al no existir concentraciones relevantes en un sector específico, se mitigan los riesgos a los que el Fondo se vería expuesto ante vulnerabilidades potenciales en industrias particulares. No obstante, la alta participación de inquilinos del sector público en el portafolio determina a que sus administradores a ser más rigurosos con sus cláusulas contractuales, aunque dicho sector no ha presentado inconvenientes de importancia material hacia el fondo en los últimos años evaluados.

Ante la coyuntura de emergencia sanitaria por la pandemia del COVID-19, la administración del Fondo ha tomado medidas de acción para prevenir deterioros en el desempeño del Fondo, derivados de los distintos riesgos vinculados a la crisis. Entre estas acciones se encuentran la suspensión de mejoras en mantenimiento, realizando únicamente aquellas estrictamente necesarias; la suspensión de 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.

### **Ocupación y mora**

El Fondo exhibió una tendencia decreciente en sus niveles de ocupación durante 2019. Así, dicho indicador se ubicó en 76% (87% promedio de mercado), debido a la decisión particular de 2 inquilinos, con presencia importante en el Fondo, de retirarse hacia finales de 2019, para utilizar instalaciones propias y ya no alquiladas. En ese contexto, los administradores del Fondo anticipan que la ocupación incrementará en el tercer trimestre de 2020, ya que un ministerio de gobierno ocupará un espacio importante actualmente desocupado. Valorando el actual contexto sanitario, por el COVID-19, los niveles de ocupación del sector inmobiliario en general podrían disminuir.

Cabe mencionar que la antigüedad promedio del total de inquilinos está entre los 4 y 5 años, contando con cláusulas contractuales adecuadas de protección ante desalojos anticipados y cánones especiales. Asimismo, el plazo ponderado de vencimiento de los contratos con sus inquilinos es de 3.0 años al 31 de diciembre de 2019. Adicionalmente, de los ingresos que recibe el Fondo por inquilinos que pagan en colones costarricenses, existe una concentración en el vencimiento de sus contratos para el año 2022, representando el 65.9% del total de ingresos en colones. Por su parte, de los arrendatarios que realizan sus pagos en dólares, la mayor cantidad de vencimientos se presentan en 2021 y 2022, representando el 23.8% y 23.1% del total de ingresos en dólares, respectivamente.

La política de estimación por alquileres de cobro dudoso corresponde a una mensualidad de alquiler a partir del segundo mes de atraso por parte del inquilino del sector privado, aquellos que tengan más de dos meses de atraso serán trasladados a los asesores legales para que ejecuten lo que en su derecho corresponda. Para los inquilinos del sector público se procede conforme a lo que determina el Comité de Inversiones para cada caso particular. Al cierre de 2019, los saldos en mora de los alquileres por cobrar (alquileres por cobrar con antigüedad mayor a 1 día) totalizan US\$2.7 millones, un incremento de US\$1.7 millones respecto de 2018 (US\$1.1 millones). Este desempeño es-

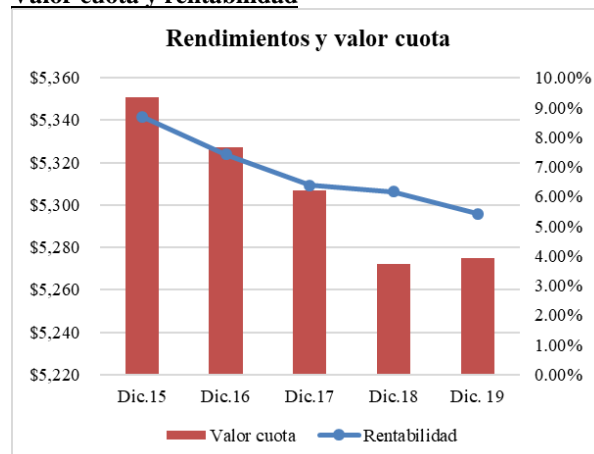
tuvo determinado por los atrasos de dos inquilinos en particular, sobre los cuales en los primeros meses de 2020 ya se ha recuperado parte del saldo en mora. A juicio de Zumma Ratings, el actual contexto de desaceleración económica conllevaría a algunos atrasos en el pago de la cuota de alquiler, por parte de inquilinos; sin embargo, todavía es pronto para estimar el impacto adverso en las cuentas de dudoso cobro. La SAFI se encuentra monitoreando diariamente las cuentas por cobrar para determinar la recuperación de las mismas.

### **Valoración de los inmuebles**

Los Fondos de Inversión Inmobiliarios, de acuerdo con la regulación local, deben realizar valuaciones de sus inmuebles una vez al año, como mínimo, pudiendo realizar valuaciones adicionales según se requiera. El Fondo cuenta con dos tipos de valuaciones: una por parte de un perito incorporado al Colegio de Ingenieros y Arquitectos; y otra por parte de un profesional en finanzas, del valor presente de los flujos futuros que genere el inmueble descontados a la tasa de rendimiento esperada. El valor final del inmueble será el menor valor de los consignados en estas valuaciones. A diciembre de 2019, la plusvalía acumulada de los inmuebles del Fondo, medida a través de las valoraciones individuales anuales, asciende a US\$15.2 millones (US\$14.6 millones en 2018).

En cuanto a las mejoras capitalizadas, el Fondo acumula un saldo de US\$40.3 millones (US\$31.7 millones a diciembre 2018), lo que corresponde 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 valorización de los inmuebles se refleja estable en los últimos 3 años y la inversión en mantenimiento, mejoramiento y ampliación es adecuada.

### **Valor cuota y rentabilidad**



Fuente: Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. Elaboración: Zumma Ratings

El Fondo cuenta con 45,251 certificados de títulos de participación (correspondiendo al 75.4% de los títulos autorizados) al 31 de diciembre de 2019, con un valor neto por participación de US\$5,275 (US\$5,272 en diciembre 2018). El valor o precio de la participación se obtiene al dividir el

valor del activo neto del Fondo, calculado al final de cada día natural, entre el número de participaciones en circulación. La política del Fondo es la repartición del 100% del beneficio neto percibido por el fondo, de manera mensual, los primeros diez días hábiles de cada mes.

En cuanto al rendimiento total del Fondo, este se ubica en 5.4% a diciembre de 2019, mostrando una tendencia decreciente (ver gráfico: *Rendimientos y valor cuota*). Dicho nivel se ubica por debajo del promedio de la industria (6.3%) y del promedio de los fondos de inversión inmobiliarios independientes (6.62%). Cabe mencionar, que los menores resultados financieros del Fondo han estado determinados por el incremento en los impuestos tributarios, a raíz de la entrada en vigencia de la reforma fiscal en el segundo semestre de 2019. No obstante, la volatilidad del fondo ha sido baja (0.3%); haciendo notar que su relación retorno/volatilidad es favorable con respecto al mercado.

Adicionalmente, el Fondo ha registrando siempre reparto de utilidades mensuales a los partícipes. Zumma anticipa que los niveles de rentabilidad (de Vista y el resto de Fondos de inversión inmobiliarios de la industria) continuarán ajustándose durante 2020, debido al impacto a nivel de país la reciente reforma fiscal en julio 2019 y la volatilidad en los mercados por el COVID-19. Lo anterior podría ser parcialmente compensado por mejoras en la eficiencia y optimizando la ocupación. Zumma Ratings evaluará y monitoreará de cerca la evolución en los mercados y el entorno; así como sus efectos en los resultados del Fondo.

#### **Endeudamiento y coberturas**

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 la fecha es por US\$22.1 millones, de los cuales las garantías consisten en hipotecas sobre las propiedades del Fondo. 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, actualmente ubicado en 10.2%, nivel que compara de manera favorable con el nivel de endeudamiento promedio del total de fondos en la industria (22.6%) y aquellos no pertenecientes a un conglomerado financiero (18.1%).

Adicionalmente, en febrero de 2016, se le autorizó al Fondo un programa de emisión de deuda (bonos) por US\$50 millones, para compra y mejora de edificios. Su plan de contingencia contempla la utilización de las líneas de crédito con las instituciones bancarias y la emisión de bonos autorizada. El nivel de endeudamiento del Fondo se mantiene estable y acorde a las políticas internas y en cumplimiento con la normativa regulatoria que le corresponde.

En opinión de Zumma Ratings, el Fondo proyecta 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 inmobiliario presentan una ligera sensibilidad frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado; principalmente en el contexto del

COVID-19, y sus efectos adversos sobre variables como la morosidad y a la ocupación en el sector inmobiliario.

#### **Riesgo Administrativo y Operacional**

Al 31 de diciembre de 2019, la SAFI tenía registrados ante la Superintendencia General de Valores los siguientes fondos de inversión activos:

- 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.

En opinión de Zumma, las características del Fondo 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

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.

Vista SAFI cuenta con una participación de mercado del 5.3% en términos de activos administrados en los fondos de inversión, a la fecha de análisis, ubicándose en la sexta posición en el mercado, de catorce SAFI. Al cierre de 2019, la evolución de la estructura financiera de la SAFI ha estado determinada por la reducción en las inversiones disponibles para la venta, el incremento en el saldo de las cuentas y comisiones por cobrar, el aumento de otros activos, la disminución de las obligaciones con el público y los menores resultados del ejercicio. De manera conjunta, los activos totales exhiben una disminución anual del 6.7%, equivalente en términos monetarios a c127.9 millones.

Junta Directiva (Corporación Acobo S.A.)	
Director Presidente	Orlando Soto Enríquez
Director Secretario	Diego Soto Solera
Director Tesorero	Orlando Soto Solera
Director 1	Roberto Zúñiga Villalobos
Director 2	Mario Alberto Rivera Turcios
Director 3	Rafael Borja Samperio
Fiscal	Gerardo Porras Sanabria

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	Roberto Zúñiga Villalobos
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, concen-

traciones (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. A juicio de Zumma, la SAFI cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración de sus fondos administrados.

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

<b>Clasificación de riesgo de crédito y mercado</b>	
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.

<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.

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

	Dic.16		Dic.17		Dic.18		Dic.19	
		%		%		%		%
<b>ACTIVO</b>								
Efectivo	1,658,987	1%	3,784,490	2%	218,572	0%	728,421	0%
Inversiones en instrumentos financieros	-	0%	200,322	0%	1,097,500	0%	-	0%
Cuentas por cobrar	848,442	0%	1,472,266	1%	2,114,584	1%	3,569,710	1%
Impuesto al valor agregado soportado							62,437	
Gastos pagados por adelantado	105,499	0%	116,762	0%	121,540	0%	113,611	0%
Inversiones en inmuebles	203,269,913	99%	220,783,090	97%	240,434,955	98%	260,772,974	98%
Otros activos	238,924	0%	431,688	0%	457,238	0%	466,428	0%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>206,121,765</b>	<b>100%</b>	<b>226,788,618</b>	<b>100%</b>	<b>244,444,389</b>	<b>100%</b>	<b>265,713,581</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO</b>								
Préstamos por pagar a corto plazo	-	0%	-	0%	1,202,747	0%	12,055,760	5%
Intereses de préstamos recibidos							142,930	
Cuentas por pagar	1,354,276	1%	2,414,353	1%	1,870,879	1%	1,661,012	1%
Impuesto diferido	807,331	0%	914,684	0%	996,388	0%	1,122,023	0%
Comisión por pagar por administración	97,578	0%	117,609	0%	137,869	0%	220,963	0%
Ingresos diferidos	347,547	0%	267,873	0%	323,861	0%	339,194	0%
Préstamos por pagar a largo plazo							10,011,750	
Depósitos en garantía	1,040,906	1%	1,112,811	0%	1,352,917	1%	1,470,441	1%
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>3,647,638</b>	<b>2%</b>	<b>4,827,330</b>	<b>2%</b>	<b>5,884,661</b>	<b>2%</b>	<b>27,024,073</b>	<b>10%</b>
<b>ACTIVO NETO</b>								
Certificados de títulos de participación	190,060,000	92%	209,135,000	92%	226,255,000	93%	226,255,000	85%
Desembolsos por colocación de participaciones	(856,299)	0%	(1,279,725)	-1%	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%
Capital pagado en exceso	1,251,224	1%	1,484,072	1%	359,783	0%	43,026	0%
Ganancia no realizada por valuación de bienes	12,019,202	6%	12,621,941	6%	13,603,226	6%	14,049,763	5%
<b>TOTAL ACTIVO NETO</b>	<b>202,474,127</b>	<b>98%</b>	<b>221,961,288</b>	<b>98%</b>	<b>238,559,728</b>	<b>98%</b>	<b>238,689,508</b>	<b>90%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y ACTIVO NETO</b>	<b>206,121,765</b>	<b>100%</b>	<b>226,788,618</b>	<b>100%</b>	<b>244,444,389</b>	<b>100%</b>	<b>265,713,581</b>	<b>100%</b>
Número de certificacados de títulos de participacion	38,012		41,827		45,251		45,251	
Valor del activo neto por título de participación	5,327		5,307		5,272		5,275	

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

	Dic.16		Dic.17		Dic.18		Dic.19	
		%		%		%		%
<b>Ingresos</b>	<b>24,394,449</b>	<b>100%</b>	<b>23,299,939</b>	<b>100%</b>	<b>26,148,911</b>	<b>100%</b>	<b>27,161,446</b>	<b>100%</b>
Ingresos	24,312,441	100%	23,247,560	100%	26,131,788	100%	26,916,884	99%
Ingresos por arrendamientos	20,172,149	83%	19,913,576	85%	21,535,181	82%	22,645,858	83%
Ganancia por venta y expropiación de inmuebles	-	0%	1,590	0%	898	0%	-	0%
Ganancia por valoración de inmuebles	3,572,483	15%	2,793,833	12%	4,083,207	16%	3,705,889	14%
Otros ingresos	567,809	2%	538,561	2%	512,502	2%	565,137	2%
Ingresos financieros	82,008	0%	52,379	0%	17,123	0%	244,562	1%
Ingresos por intereses	17,920	0%	14,198	0%	17,123	0%	14,177	0%
Ganancias por diferencia de cambio	64,088	0%	38,181	0%	-	0%	230,385	1%
<b>Gastos</b>	<b>9,571,849</b>	<b>39%</b>	<b>9,382,816</b>	<b>40%</b>	<b>11,257,332</b>	<b>43%</b>	<b>12,116,368</b>	<b>45%</b>
Gastos	9,493,488	39%	9,379,594	40%	11,224,273	43%	11,169,434	41%
Comisiones por administración	3,280,055	13%	3,672,052	16%	4,030,912	15%	3,881,114	14%
Gastos por estimación de incobrables	13,287	0%	4,211	0%	42,460	0%	212,181	1%
Pérdidas por valoración de inmuebles	2,832,264	12%	2,191,094	9%	3,101,921	12%	3,133,717	12%
Impuesto de valoración de inmuebles	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Otros gastos operativos	3,367,882	14%	3,512,237	15%	4,048,980	15%	3,942,422	15%
Gastos financieros	78,361	0%	3,222	0%	33,059	0%	946,934	3%
Pérdidas por diferencia de cambio	-	0%	-	0%	30,312	0%	179,949	1%
Gastos por intereses	78,361	0%	3,222	0%	2,747	0%	766,985	3%
<b>Utilidad financiera</b>	<b>3,647</b>	<b>0%</b>	<b>49,157</b>	<b>0%</b>	<b>(15,936)</b>	<b>0%</b>	<b>(702,372)</b>	<b>-3%</b>
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>14,822,600</b>	<b>61%</b>	<b>13,917,123</b>	<b>60%</b>	<b>14,891,579</b>	<b>57%</b>	<b>15,045,078</b>	<b>55%</b>
Impuesto sobre la renta	1,008,607	4%	995,759	4%	1,076,804	4%	2,102,110	8%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>13,813,993</b>	<b>57%</b>	<b>12,921,365</b>	<b>55%</b>	<b>13,814,775</b>	<b>53%</b>	<b>12,942,968</b>	<b>48%</b>

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.