



# FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 14 de octubre de 2024

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

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

----- MM US\$ al 30.06.24 -----		
Inmuebles: 289.9	Activos: 297.3	Activo Neto: 235.2
Rendimiento: 2.8%	Ingresos: 14.3	U. Neta: 1.3

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

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados del Fondo al 31 de diciembre de 2021, 2022 y 2023, estados financieros no auditados al 30 de junio de 2023 y 2024; así como información adicional proporcionada por la Sociedad Administradora.

**Fundamento:** El Comité de Clasificación de Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo dictaminó mantener las siguientes calificaciones al Fondo de Inversión Inmobiliario Vista (en adelante el Fondo), administrado por Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. (en adelante Vista SAFI): AA-fc.sv a la dimensión de riesgo de crédito y Adm 1.sv a la dimensión de riesgo administrativo y operacional, con base en la evaluación efectuada al 30 de junio de 2024. La perspectiva para las calificaciones es Estable.

**Fondo consolidado en la industria – nuevas adquisiciones en 2023:** El Fondo de Inversión Inmobiliario Vista opera en Costa Rica desde 2000. El Fondo invierte principalmente en edificios que se destinen en forma exclusiva o conjunta a oficinas, estacionamientos, usos comerciales o industriales y que se ubiquen en el territorio costarricense. Los activos del Fondo totalizaron US\$297.3 millones al primer semestre de 2024, destacando la expansión interanual de la cartera inmobiliaria en 1.6%. Cabe mencionar que el Fondo compró tres propiedades en 2023: i) propiedad (parqueos, aulas y oficinas) anexa a un centro educativo; ii) bodega y iii) un centro educativo; totalizando 9,983m<sup>2</sup> de área arrendable adicionales para el Fondo. El Fondo ocupa la quinta posición en la industria (de un total de 14 fondos de inversión inmobiliarios); registrando con una participación del 11.8%, con base en activos a junio de 2024.

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

**Diversificación en la cartera de propiedades:** Un factor de fortaleza en el análisis es la baja concentración por propiedad que refleja el Fondo. En ese sentido, su princi-

pal inmueble (Edificio Torre del Este) representó el 7.9% del valor total de la cartera a junio de 2024 (8.1% en junio de 2023); mientras que los cinco principales inmuebles el 32.3%, reflejando una tendencia gradual de disminución en los últimos años.

Con las compras de inmuebles en 2023, la cartera del Fondo registró un ligero rebalanceo, haciendo notar que el 51% del valor total de inmuebles correspondió a oficinas a junio de 2024 (49% en junio de 2023), el 43% bodegas y el 6% a comercios. A juicio de Zumma Ratings, la estructura por tipo de inmueble contribuye a que los ingresos no sean altamente sensibles ante escenarios adversos en sectores económicos específicos (restaurantes, industrias, entre otros).

**Estructura de ingresos de inquilinos:** El Fondo exhibe una relativa estabilidad en la participación de sus mayores inquilinos. De tal manera que, el principal arrendatario representó el 18.4% de los ingresos del primer semestre de 2024 y la participación de los principales 10 arrendatarios pasó a 55.4% desde 58.7% en el lapso de doce meses.

Por otra parte, la distribución de inquilinos por sector económico refleja que enseñanzas/actividades de salud y administración pública/planes de seguridad social fueron los dos principales sectores en la cartera al cierre de junio de 2024; cuyas participaciones sectores fueron del 29.0% y 28.1% respectivamente.

**Menor tasa de ocupación por algunas salidas, a partir de finales de 2023:** Durante el primer semestre de 2024, el indicador declinó a 81.5% (83.1% en diciembre de 2023), debido al retiro de algunos inquilinos. Por tipo de inmueble, la ocupación refleja una evolución heterogénea, en

virtud que el indicador para bodegas disminuyó a 74.8% en junio de 2024 (91.3% en similar periodo de 2023), aunque a agosto 2024, regresó a niveles del 95%. El entorno actual para la colocación de espacios en oficinas es retador (tendencia trabajo híbrido y en casa); mientras que los inmuebles *retail* y bodegas/industria reflejan un gran dinamismo por el crecimiento económico e Inversión Extranjera Directa en Costa Rica.

**Aumento en las cuentas por cobrar:** Un aspecto que se valora en el análisis es que la cartera de alquileres por cobrar está influenciada por la porción que representan las entidades del sector público costarricense, mismas que reflejan mayor cantidad de días en su recuperación por sus procesos internos de pagos, aspecto normal en la administración pública.

Adicionalmente, las cuentas por cobrar reflejaron un crecimiento interanual del 48%, debido a principalmente al componente gubernamental en la cartera y a algunos arreglos puntuales de pagos con inquilinos. En ese contexto, el periodo promedio de cobro aumentó a 78 días desde 57 días en el lapso de doce meses.

**Retornos del fondo se han sensibilizado, al igual que su industria:** Al 30 de junio de 2024, el registró un resultado de US\$1.3 millones, menor con respecto al presentado en el primer semestre de 2023 (US\$4.6 millones). El desempeño financiero estuvo determinado por el efecto neto de pérdidas no realizadas por ajustes en el valor razonable de los inmuebles y la expansión en el gasto financiero (aumento en el costo de fondeo).

El rendimiento líquido de la industria de los fondos de inversión inmobiliarios ha presentado una tendencia decreciente, en sintonía con la evolución de las tasas de interés y evolución en la tasa de ocupación. En ese contexto, el rendimiento líquido del Fondo fue de 2.84% a junio de 2024 (3.62% en junio de 2023), siendo menor con el valor promedio de la industria (3.0%).

**Endeudamiento controlado y menor con respecto a la práctica del mercado:** Los activos del Fondo se encuentran financiados, principalmente por su patrimonio (certificados de títulos de participación) y, en menor medida, por préstamos bancarios de largo plazo.

Congruente con el aumento en el CAPEX (compra y mejoras de inmuebles) en 2022 y 2023, el Fondo registró una mayor utilización de los préstamos bancarios. No obstante, durante los primeros seis meses de 2024, el Fondo no ha tomado deuda adicional y ha realizado amortizaciones. Así, el coeficiente de endeudamiento se ubicó en 21.0% a junio de 2024 (promedio de la industria: 27.9%).

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

**Perfil de la sociedad administradora:** Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. (Vista SAFI) es una compañía que opera en la República de Costa Rica, con más de 27 años de experiencia en la administración de recursos de terceros a través de la figura de Fondos de Inversión. La compañía está autorizada por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL).

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

Al primer semestre de 2024, Vista SAFI registra un volumen de ₡225,342.1 millones en activos bajo administración - AUM. La SAFI cuenta con una participación de mercado del 6.1%, en términos de AUM en el mercado de fondos de inversión de Costa Rica; ubicándose en la sexta posición (de trece).

**Trayectoria histórica respalda la gestión de fondos de inversión:** La alta administración del Grupo y la SAFI exhiben experiencia financiera en el mercado local e internacional. En opinión de Zumma Ratings, el conocimiento con que cuenta el Grupo en cuanto a administración de fondos de inversión, dada su larga trayectoria; así como el crecimiento histórico en activos administrados, se valora como una fortaleza en el análisis.

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

#### **Fortalezas**

1. Alta diversificación por inmueble.
2. Adecuada diversificación de inquilinos por sector económico.
3. Bajo nivel de endeudamiento.

#### **Debilidades**

1. Contracción en los retornos.
2. Evolución del gasto financiero.

#### **Oportunidades**

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

#### **Amenazas**

1. Menor demanda de espacios para oficinas.
2. Pérdidas por variación en el valor razonable de las propiedades.

## ENTORNO ECONÓMICO

Acorde con el Banco Central de Costa Rica (BCCR), la economía creció un 5.1% en 2023, superior a lo observado en 2022 (4.6%). Este desempeño económico estuvo asociado con la dinámica de sus principales socios comerciales que impulsaron las exportaciones; así como en la mayor aceleración en el consumo privado y en la inversión. Por otra parte, el BCCR ajustó al alza la proyección del crecimiento económico para 2024, estimándose en un 4.3%; mientras que el Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé un 4.0%. Cabe mencionar que el entorno internacional es retador debido a que muchas economías están registrando una desaceleración y existen fuentes de incertidumbre (choques geopolíticos, guerras comerciales, entre otros).

En términos de comercio internacional, las exportaciones de bienes mostraron un crecimiento interanual de 6.9% a junio 2024; totalizando US\$9,685.8 millones, explicado principalmente por el aumento en la demanda de instrumentos y suministros médicos y dentales (11.5%), piña (16.9%) y otros productos alimenticios (11.4%). En contraposición, se señala la contracción en las ventas de productos básicos de hierro y acero (-21.4%), papel y productos de papel (-20.6%), café oro (-11.1%) y sustancias químicas básicas y otros productos químicos de uso agropecuario (-13.8%). Por mercado de destino, Norteamérica y Europa Estados registraron los mayores crecimientos interanuales: 10.4% y 11.2%, respectivamente.

Por su parte, las importaciones reflejaron un crecimiento interanual de 6.0%, determinado principalmente por compras mayores de vehículos automotores, carrocerías, remolques y semirremolques (46.7%), productos básicos de hierro y acero (22.9%), *diesel* (19.1%) y bunker (218.4%); compensado por la contracción en la importación de maíz (-97.7%) y maquinaria de uso general y especial, partes y piezas (-6.0%).

Por su parte, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una variación interanual del -0.03% a junio de 2024 (0.31% agosto de 2024), destacando que el indicador mostró una tendencia de deflación en 2023 y buena parte del año en curso. Cabe mencionar que el BCCR realizó diversos aumentos en la Tasa de Política Monetaria (TPM) durante 2022, alcanzando una tasa máxima de 9.0%. Posteriormente, a partir de marzo de 2023, el BCCR inició su postura de relajación en la medida que la inflación comenzó a ceder; la TPM cerró en 4.75% a agosto de 2024. Según datos del BCCR, el tipo de cambio promedio mensual refleja una apreciación del CRC frente al USD; pasando a ₡528.8 desde ₡549.5 en el lapso de doce meses, aunque el tipo de cambio comienza a revertir la tendencia observada.

Las finanzas públicas de Costa Rica han reflejado un desempeño favorable, a partir de la reforma de 2018. Al 30 de junio de 2024, el Gobierno registró un resultado primario de ₡450,714 millones, menor en 30.3% con respecto a similar periodo de 2023, derivado del mayor gasto en intereses y en remuneraciones. Además, la relación deuda a PIB se ubicó en 61.1% en 2023 (63.0% en 2022), en virtud de la gestión fiscal.

Finalmente, reconociendo los resultados fiscales obtenidos, la agencia de clasificación S&P decidió mejorar la calificación de deuda soberana de Costa Rica de B a B+ en febrero de 2023 (perspectiva Estable). Mientras que, en octubre de 2023, la agencia realizó una nueva modificación; pasando a BB- desde B+ (perspectiva Estable).

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

Durante 2023, Costa Rica logró una fuerte atracción de Inversión Extranjera Directa; determinado una alta demanda de espacios para el sector *retail* y para bodegas/parques industriales. En ese sentido, las perspectivas para 2024 son favorables, particularmente para los sectores industriales y de logística; mientras que el sector comercial continuará con su buen desempeño, donde se reflejan construcciones en proceso por el aumento del consumo. Por otra parte, la alta disponibilidad de espacios y la modalidad de trabajo híbrido continúa presionando a los precios de las oficinas a la baja.

En sintonía con lo anterior, la ocupación promedio de los fondos inmobiliarios se ubicó en torno al 80.1% al primer semestre de 2024 (83.1% en similar periodo de 2023). Las perspectivas para 2024, es que los espacios para el sector comercio e industria continúen muy dinámicos; mientras que oficinas se prevé una estabilidad en su desempeño.

En Costa Rica, existen 7 Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) que administran 14 fondos de inversión inmobiliarios (solo uno expresado en colones costarricenses), los cuales son propietarios de importantes edificaciones de todo tipo, exceptuando vivienda. El sector de fondos inmobiliarios registró un importe de activos consolidados de US\$2,613.3 millones a junio de 2024 (US\$2,671.1 millones en junio de 2023).

En otro aspecto, el rendimiento líquido (últimos doce meses) de la industria declinó a 3.00% desde 3.50% en el lapso de doce meses; explicado por el menor desempeño en algunos fondos inmobiliarios y el alza en el costo de financiamiento. Cabe mencionar que el mercado de fondos de inversión inmobiliarios en Costa Rica es de los más desarrollados en la región centroamericana.

En términos de apalancamiento, la industria de fondos de inversión inmobiliarios registró un 27.9% a junio de 2024; reflejando una estructura financiera favorable. Sin embargo, se señala el costo de fondeo para aquellos fondos con mayor endeudamiento.

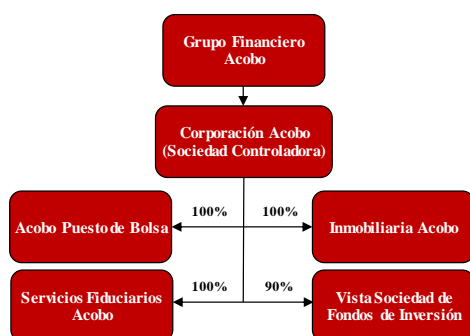
## ANTECEDENTES GENERALES DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN

Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. es una sociedad anónima constituida y organizada en enero de 1996 en la República de Costa Rica, con domicilio en San José. Su actividad principal es la administración de recursos, valores y otros activos de terceros, por medio de la figura de

fondos de inversión, mismos que son autorizados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) de Costa Rica. Al 30 de junio de 2024, Vista SAFI administra siete fondos de inversión: dos de liquidez con carteras mixtas, dos de crecimiento, dos inmobiliarios y otro en inversiones en ETF.

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

### Composición Accionaria.



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

Corporación Acobo es la sociedad controladora de las diferentes entidades del grupo y 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 2024, Vista SAFI registró un volumen de ₡225,342.1 millones en activos bajo administración - AUM. Asimismo, la SAFI presentó una participación de mercado del 6.1%, con base en AUM; ubicándose en la sexta posición en el mercado de Costa Rica.

Los estados financieros de la SAFI y del Fondo han sido preparados de acuerdo con las disposiciones de carácter contable, emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) y por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Sobre los estados financieros auditados de Vista SAFI y el Fondo al 31 de diciembre de 2023, el auditor externo emitió una opinión sin salvedad.

## **PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA (JUNIO 2024)**

El Fondo, administrado por Vista SAFI, fue aprobado por la SUGEVAL el 5 de octubre de 2000; invirtiendo en edificios que se destinen en forma exclusiva o conjunta a oficinas, estacionamientos, usos comerciales o industriales y que se ubiquen en el territorio costarricense. Su principal interés es en edificaciones que tengan alternabilidad de uso. El Fondo puede también invertir, complementariamente, en títulos de deuda u otros instrumentos financieros en forma transitoria.

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

### **Características de los títulos de participación:**

Naturaleza: Cerrado

Por su diversificación: Diversificado

Moneda de uso: Dólares

Monto de la emisión: \$300,000,000.00

Valor nominal de la participación: \$5,000.00

Valor de mercado de la participación: \$5,199

Rendimiento líquido del Fondo: 2.84%

Vencimiento del fondo: No tiene vencimiento

Número de participaciones autorizadas: 60,000

Número de participaciones colocadas: 45,251

Periodicidad de reparto de ganancias: Mensual

## **ANÁLISIS DE RIESGO**

### **Riesgo de Crédito**

A criterio de Zumma Ratings, el Fondo muestra una alta capacidad para cumplir con sus obligaciones y generar beneficios en línea con sus objetivos de inversión y condiciones de mercado. Las fortalezas del Fondo como vehículo para generar beneficios a sus inversionistas son: la diversificación de su portafolio inmobiliario, el nivel acotado endeudamiento, los contratos de alquiler a largo plazo. En contraposición, el aumento en el gasto financiero que ha impactado en la rentabilidad del Fondo; el aumento en los alquileres por cobrar; así como el nivel de vacancia en oficinas.

El fondo administrado por Vista SAFI ocupó la quinta posición en la industria (de un total de 14 fondos de inversión inmobiliarios); registrando con una participación con base en activos del 11.8% al primer semestre de 2024.

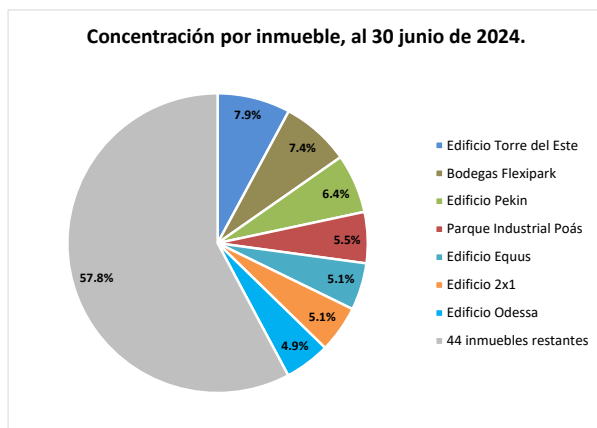
### **Calidad del portafolio de inmuebles**

El Fondo registró tres compras de propiedades en 2023, dado que estas inversiones cumplían con su política y el

equipo gestor valoró que añadían valor agregado a la cartera, estas compras fueron: i) propiedad (parqueos, aulas y oficinas) anexa a un centro educativo; ii) bodega y iii) un centro educativo; totalizando 9,983m<sup>2</sup> de área arrendable adicional para el Fondo. En ese sentido, los activos del Fondo registraron una contracción interanual del -2.2% a junio de 2024, explicado por la acumulación temporal de liquidez por la compra de inmuebles; se destaca el aumento en las cuentas por cobrar (principalmente alquileres pendientes de pago).

El equipo administrador considera que las últimas compras incorporan valor agregado a la cartera inmobiliaria del Fondo, debido a que el tipo de propiedades tienen alta demanda por aquellos sectores que están registrando mayor dinamismo económico. Asimismo, Vista SAFI realiza diversos análisis para prospectar nuevos activos a favor del Fondo y no se descartan nuevas compras a futuro; sin embargo, el actual contexto de encarecimiento del fondeo demanda un mayor retorno a las inversiones inmobiliarias.

Con las compras de inmuebles en 2023, la cartera del Fondo registró un ligero rebalaceo, haciendo notar que el 51% del valor total de inmuebles correspondió a oficinas a junio de 2024 (49% en junio de 2023), el 43% bodegas y el 6% a comercios. A juicio de Zumma Ratings, la estructura por tipo de inmueble contribuye a que los ingresos no sean altamente sensibles ante escenarios adversos en sectores económicos específicos (restaurantes, industrias, entre otros).



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

La cartera de propiedades estuvo compuesta por 51 bienes al primer semestre de 2024, de las cuales 35 inmuebles están ubicados en San José, acorde con la mayor actividad económica. Otras zonas geográficas de relevancia son Cartago y Alajuela. Un factor de fortaleza en el análisis es la baja concentración por propiedad que refleja el Fondo. En ese sentido, su principal inmueble (Edificio Torre del Este) representó el 7.9% del valor total de la cartera (8.1% en junio de 2023); mientras que los cinco principales inmuebles el 32.3%, reflejando una tendencia gradual de disminución en los últimos años.

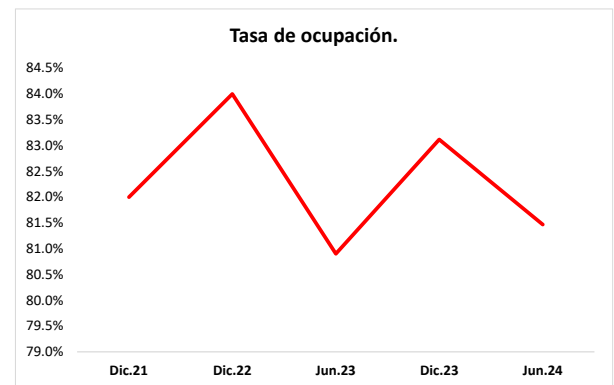
En relación las inversiones de capital (CAPEX), el Fondo no ha registrado montos en este rubro durante el primer semestre de 2024. Lo anterior, contrasta con el desempeño

de 2023, después de ejecutar un CAPEX de US\$13.3 millones en dicho año; determinando una relación CAPEX/Inversiones inmobiliarias del 4.5%.

En términos de concentración de inquilinos, el Fondo exhibe una relativa estabilidad. De tal manera que, el principal arrendatario representó el 18.4% de los ingresos del primer semestre de 2024 (21.8% en similar periodo de 2023) y la participación de los principales 10 arrendatarios pasó a 55.4% desde 58.7% en el lapso de doce meses.

La distribución de los ingresos de alquiler por sector económico refleja que enseñanzas/actividades de salud y administración pública/planes de seguridad social fueron los dos principales sectores en la cartera al cierre de junio de 2024; cuyas participaciones sectores fueron del 29.0% y 28.1% respectivamente. Se señala la tendencia de disminución en la participación de los ingresos por alquiler vinculados con el sector de transporte y almacenamiento.

Un aspecto que se valora en el análisis es que la cartera de alquileres por cobrar está influenciada por la porción que representan las entidades del sector público costarricense, mismas que reflejan mayor cantidad de días en su recuperación por sus procesos internos de pagos, aspecto normal en la administración pública. Adicionalmente, las cuentas por cobrar totalizaron un saldo de US\$5.1 millones a junio 2024; reflejando un crecimiento interanual del 48%, debido a principalmente al componente gubernamental en la cartera y a algunos arreglos puntuales de pagos con inquilinos. En ese contexto, el periodo promedio de cobro aumentó a 78 días desde 57 días en el lapso de doce meses.



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

Por su parte, el nivel de ocupación de la cartera inmobiliaria aumentó a 83.1% en el segundo semestre de 2023. Posteriormente, el indicador declinó a 81.5% a junio de 2024 (80.1% ocupación promedio de los fondos de inversión inmobiliarios), debido al retiro de algunos inquilinos. Por tipo de inmueble, la ocupación refleja una evolución heterogénea, en virtud que el indicador para bodegas disminuyó a 74.8% en junio de 2024 (91.3% en similar periodo de 2023), aunque a agosto 2024, regresó a niveles del 95%; mientras que los espacios para comercio presentaron estabilidad en su ocupación al ubicarse en 97.3% y oficinas fue del 73.5%. El panorama internacional para los inmuebles de oficinas es retador debido a su menor demanda (trabajo híbrido o en casa); dificultando la tarea de comercializar dichos espacios.

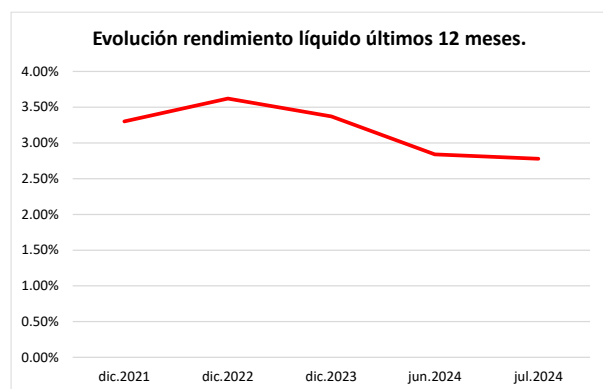


En términos de plazos en contratos, los ingresos del Fondo presentaron una estructura donde el 42.2% se ubicó en un plazo menor a un año a junio de 2024 (5.4% en junio de 2023); mientras que un 17.0% a más de cinco años. Al respecto, la proporción de ingresos ha pasado de un largo a un corto plazo, explicado por que algunos contratos se encuentran próximos a vencerse. El equipo gestor no tiene indicios a la fecha, que alguno de estos contratos próximos a vencerse no vaya a renovarse.

### **Valor cuota y rentabilidad**

Al 30 de junio de 2024, el registró un resultado de US\$1.3 millones, menor con respecto al presentado en el primer semestre de 2023 (US\$4.6 millones). El desempeño financiero estuvo determinado por el efecto neto de pérdidas no realizadas por ajustes en el valor razonable de los inmuebles y la expansión en el gasto financiero (aumento en el costo de fondeo). Como aspecto positivo, se señala el aumento en los ingresos por arrendamientos.

Cabe mencionar que, al primer semestre de 2024, el Fondo repartió utilidades a los inversionistas equivalentes al 254.3% del resultado del periodo (82.9% en junio de 2023); haciendo notar que la periodicidad de distribución de rendimientos es mensual.



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

El rendimiento líquido (excluye el efecto por ganancia o pérdida no realizada por la valoración) de la industria de los fondos de inversión inmobiliarios ha presentado una tendencia decreciente, en sintonía con la evolución de las tasas de interés y evolución en la tasa de ocupación. En ese contexto, el rendimiento líquido del Fondo fue de 2.84% a junio de 2024 (3.62% en junio de 2023), siendo menor con el valor promedio de la industria (3.0%). Por su parte, el valor por título de participación pasó a US\$5,209 desde US\$5,244 en el lapso de doce meses, vinculado con las pérdidas no realizadas en la cartera de propiedades.

Si bien Vista SAFI ha realizado algunas medidas para reducir el volumen de gastos del Fondo y las perspectivas sobre el costo del fondeo es que experimente un declive, la tasa de ocupación será un aspecto clave para la generación de flujos del Fondo; impactando en la rentabilidad.

### **Endeudamiento y coberturas**

Los activos del Fondo se encuentran financiados, principalmente por su patrimonio (certificados de títulos de par-

ticipación) y, en menor medida, por préstamos bancarios de largo plazo.

Congruente con el aumento en el CAPEX (compra y mejoras de inmuebles) en 2022 y 2023, el Fondo registró una mayor utilización de los préstamos bancarios. No obstante, durante los primeros seis meses de 2024, el Fondo no ha tomado deuda adicional y ha realizado amortizaciones. De esta manera, la relación deuda/patrimonio fue del 24.0% a junio de 2024; destacando que los préstamos por pagar del fondo de inversión tienen garantías hipotecarias.

**Tabla 1. Ratios de Endeudamiento.**

	Deuda/patrimonio	Pasivo/Activos
<b>Dic.22</b>	18.0%	17.2%
<b>Jun.23</b>	25.2%	21.9%
<b>Dic.23</b>	24.1%	20.8%
<b>Jun.24</b>	24.0%	21.0%
<b>Mcd. Jun.24</b>	ND	27.9%

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

En la política de inversión en inmuebles, se establece que el coeficiente de endeudamiento (pasivos/activos) debe de ser inferior al 60%, mismo que se ubicó en 21.0% al primer semestre de 2024 (promedio de la industria: 27.9%).

En otro aspecto, los ingresos por arrendamientos registraron una cobertura de 4.6 veces (x) sobre el gasto financiero; destacando la tendencia decreciente en los últimos periodos por la evolución del endeudamiento. Adicionalmente, los préstamos por pagar del Fondo son de largo plazo para reflejar congruencia con el perfil de realización de su principal activo.

A finales de junio de 2024, el equipo gestor realizó una sustitución de deuda, con dos finalidades: i) disminuir su costo de fondeo promedio y ii) ampliar el plazo de vencimiento. Lo anterior, conllevó consecuentemente, en una disminución en el servicio de la deuda, favoreciendo la liquidez del Fondo.

### **Riesgo Administrativo y Operacional**

A juicio de Zumma Ratings, el Fondo cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión inmobiliario. En términos de desempeño financiero, Vista SAFI exhibió una utilidad neta de €65.7 millones al 30 de junio de 2024 (pérdida neta de €14.6 millones en similar periodo de 2023), asociado principalmente con la depreciación del CRC frente al USD. Cabe precisar que más del 90% de los ingresos de Vista SAFI son en USD y al convertirlos en moneda doméstica, hay un mayor valor de los ingresos expresados en CRC.

Acorde con lo previamente expuesto, el desempeño financiero de la compañía refleja una mejora relevante por el tipo de cambio, el ROAA se ubicó en 3.8% a junio de 2024; mientras que el margen neto pasó a -0.7 desde -1.7% en el lapso de doce meses.

Como hecho relevante se menciona que, el 13 de noviembre de 2023, los inversionistas del Fondo de Inversión Inmobiliaria de Renta y Plusvalía No Diversificado, administrado de forma temporal por la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión del Banco de Costa Rica, eligieron por votación a Vista SAFI como administrador definitivo de dicho fondo. Asimismo, Vista SAFI inició con la administración del Fondo de Inversión Inmobiliaria de Renta y Plusvalía No Diversificado, a partir del 16 de mayo de 2024.

De acuerdo con lo anterior, Vista SAFI administra siete fondos de inversión en operación, 2 de liquidez, 2 de crecimiento, dos inmobiliario y uno con perfil internacional (principalmente ETFs); haciendo notar que el Fondo de Inversión Inmobiliario Vista aportó el 80.0% de los ingresos de comisiones de Vista SAFI al 30 de junio de 2024. Cabe precisar que la sociedad administradora de fondos tiene una serie de nuevos productos en evaluación para atender las necesidades de sus clientes y ampliar su portafolio de productos.

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

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

Las decisiones de inversión relacionada con el Fondo son tomadas en Comité de Inversiones Inmobiliario, el cual está conformado como mínimo por: dos miembros de la Junta Directiva, y dos miembros independientes. Participa 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.)	
Presidente	Orlando Soto Enríquez
Vicepresidente Ejecutivo	Orlando Soto Solera
Secretario	Gerardo Porras Sanabria
Tesorero	Enrique Rojas Solís
Fiscal	Pedro Beirute Prada

La Alta Administración del Grupo Financiero Acobo y Vista SAFI exhiben una amplia experiencia financiera en el mercado local e internacional. La gestión del área de riesgos y cumplimiento es adecuada; contando con un Auditor Interno, un Oficial de Cumplimiento, un Gestor de Riesgos y un Gestor de Cumplimiento Normativo, cuyos requisitos para sus funciones son determinados por Junta Directiva considerando las regulaciones que para dicha función se encuentren vigentes. En opinión de Zumma, la experiencia que cuenta el Grupo en cuanto a administración de fondos de inversión, dada la larga trayectoria en este campo y en el sector inmobiliario se valoran como una fortaleza en el análisis.

Al 30 de junio de 2024, Zumma Ratings no tiene conocimiento que Vista SAFI tenga contingencias legales ni sanciones derivadas de la operación de alguno de sus fondos que puedan afectar la operación del negocio.

El mercado de fondos de inversión se encuentra bastante desarrollado en Costa Rica; siendo una industria madura donde opera Vista SAFI y muchos de sus competidores pertenecen a grupos financieros locales e internacionales.

El enfoque actual de Vista SAFI consiste en: mejorar el desempeño de sus fondos inmobiliarios; generar rentabilidad de mercado para los inversionistas; la estructuración de un nuevo producto, en línea con la demanda del mercado; y fortalecer el capital humano de sus colaboradores. Adicionalmente, la inversión en intangibles ha sido relevante en los últimos años, para automatizar algunos procesos. Se señala que el seguimiento a la planeación de Vista SAFI se realiza en las diferentes reuniones con la Junta Directiva, que son una vez cada tres meses como mínimo, y en función del entorno y avance de objetivos, se reformulan o se deciden nuevas acciones a ejecutar. Zumma Ratings es de la opinión que Vista SAFI refleja coherencia entre las prácticas que realiza y su estrategia.

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

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

- Comité Corporativo de Auditoría
- Comité Corporativo de Riesgos
- Comité Corporativo de Cumplimiento
- Comité Corporativo de Tecnología de Información
- Comité Corporativo de Inversión
- Comité de Fondo de Inversión Inmobiliario
- Comité Reglas de Actuación y Conducta

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

mientas e implementación de procesos y monitorea y controla los mismos. Los tipos de riesgos que evalúa dicho manual son: Riesgo de Crédito, Riesgo de Contraparte, Riesgo de Mercado y Riesgo de Liquidez. Particularmente, la evaluación de riesgos del Fondo de Inversión 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 y contraparte. En ese contexto, el Área de Riesgos consolida diferente información para presentar la exposición del Fondo a cada tipo de riesgos y proponer mitigantes.

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



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

	Dic.21		Dic.22		Jun.23		Dic.23		Jun.24	
		%		%		%		%		%
<b>ACTIVO</b>										
Efectivo	1,615,420	1%	873,114	0%	14,398,067	5%	1,838,805	1%	1,024,541	0%
Inversiones	21,810	0%	929,363	0%	10,904	0%	2,148,049	1%	682,250	0%
Cuentas por cobrar	3,824,227	1%	3,790,357	1%	3,433,385	1%	3,695,448	1%	5,086,897	2%
Impuesto al valor agregado soportado	109,313	0%	193,670	0%	130,502	0%	70,497	0%	91,948	0%
Gastos pagados por adelantado	2,749	0%	3,338	0%	4,965	0%	574	0%	31,394	0%
Inversiones en inmuebles	269,248,032	98%	279,194,900	98%	285,234,628	94%	292,342,063	97%	289,902,920	98%
Otros activos	245,446	0%	577,792	0%	694,760	0%	644,837	0%	496,673	0%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>275,066,997</b>	<b>100%</b>	<b>285,562,534</b>	<b>100%</b>	<b>303,907,211</b>	<b>100%</b>	<b>300,740,273</b>	<b>100%</b>	<b>297,316,623</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO</b>										
Préstamos por pagar a corto plazo	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Intereses por pagar	286,207	0%	-	0%	27,425	0%	107,818	0%	285,786	0%
Cuentas por pagar	1,807,798	1%	885,180	0%	670,749	0%	1,391,589	0%	863,402	0%
Impuesto por pagar / diferido	3,536,017	1%	3,576,924	1%	3,694,735	1%	2,692,633	1%	2,344,667	1%
Comisión por pagar por administración	582,867	0%	284,169	0%	560,130	0%	252,171	0%	241,949	0%
Otros pasivos circulantes	210,084	0%	234,354	0%	241,640	0%	307,208	0%	300,269	0%
Préstamos por pagar a largo plazo	28,919,640	11%	42,457,559	15%	59,804,339	20%	57,116,270	19%	56,451,837	19%
Depósitos en garantía	1,454,839	1%	1,601,213	1%	1,590,853	1%	1,552,591	1%	1,581,992	1%
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>36,797,452</b>	<b>13%</b>	<b>49,039,399</b>	<b>17%</b>	<b>66,589,871</b>	<b>22%</b>	<b>63,420,280</b>	<b>21%</b>	<b>62,069,902</b>	<b>21%</b>
<b>ACTIVO NETO</b>										
Certificados de títulos de participación	226,255,000	82%	226,255,000	79%	226,255,000	74%	226,255,000	75%	226,255,000	76%
Desembolsos por colocación de participaciones	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%
Capital pagado en exceso	43,026	0%	43,026	0%	43,026	0%	43,026	0%	43,026	0%
Ganancia no realizada por valuación de bienes	13,629,800	5%	11,883,390	4%	12,677,595	4%	12,680,248	4%	10,606,976	4%
Resultados acumulados	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
<b>TOTAL ACTIVO NETO</b>	<b>238,269,545</b>	<b>87%</b>	<b>236,523,135</b>	<b>83%</b>	<b>237,317,340</b>	<b>78%</b>	<b>237,319,993</b>	<b>79%</b>	<b>235,246,721</b>	<b>79%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y ACTIVO NETO</b>	<b>275,066,997</b>	<b>100%</b>	<b>285,562,534</b>	<b>100%</b>	<b>303,907,211</b>	<b>100%</b>	<b>300,740,273</b>	<b>100%</b>	<b>297,316,623</b>	<b>100%</b>

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

	Dic.21		Dic.22		Jun.23		Dic.23		Jun.24	
		%		%		%		%		%
<b>Ingresos</b>	<b>35,662,735</b>	<b>100%</b>	<b>23,366,113</b>	<b>100%</b>	<b>13,041,159</b>	<b>100%</b>	<b>30,837,770</b>	<b>100%</b>	<b>14,426,928</b>	<b>100%</b>
Ingresos	35,504,441	100%	23,005,216	98%	12,803,746	98%	30,332,850	98%	14,305,778	99%
Ingresos por arrendamientos	19,016,660	53%	20,080,810	86%	10,932,500	84%	22,278,855	72%	11,739,593	81%
Ganancia por venta y expropiación de inmuebles	-	0%	228,059	1%	-	0%	-	0%	-	0%
Ganancia por valoración de inmuebles	15,939,706	45%	2,005,571	9%	1,511,885	12%	7,252,059	24%	2,333,368	16%
Otros ingresos	548,075	2%	690,776	3%	359,361	3%	801,936	3%	232,817	2%
Ingresos financieros	158,294	0%	360,897	2%	237,413	2%	504,920	2%	121,150	1%
Ingresos por intereses	3,442	0%	8,786	0%	14,950	0%	116,492	0%	35,370	0%
Ganancias por diferencia de cambio	154,852	0%	352,111	2%	222,463	2%	388,428	1%	85,780	1%
<b>Gastos</b>	<b>25,711,064</b>	<b>72%</b>	<b>14,161,666</b>	<b>61%</b>	<b>6,901,408</b>	<b>53%</b>	<b>20,609,512</b>	<b>67%</b>	<b>11,664,838</b>	<b>81%</b>
Gastos operativos	23,641,515	66%	11,645,765	50%	4,773,610	37%	15,906,539	52%	9,123,287	63%
Comisiones por administración	2,983,888	8%	2,967,821	13%	1,469,458	11%	2,959,390	10%	1,474,908	10%
Gastos por estimación de incobrables	26,500	0%	60,000	0%	10,000	0%	10,000	0%	115,000	1%
Pérdidas por ajustes del valor razonable	15,676,765	44%	3,334,960	14%	717,681	6%	7,302,511	24%	4,406,640	31%
Pérdida por venta de inmuebles	-	0%	136,510	1%	-	0%	-	0%	-	0%
Otros gastos operativos	4,954,362	14%	5,146,474	22%	2,576,471	20%	5,634,638	18%	3,126,739	22%
Gastos financieros	2,069,549	6%	2,515,901	11%	2,127,798	16%	4,702,973	15%	2,541,551	18%
Pérdidas por diferencia de cambio	117,834	0%	200,252	1%	86,460	1%	229,077	1%	-	0%
Gastos por intereses	1,951,715	5%	2,315,649	10%	2,041,338	16%	4,473,896	15%	2,541,551	18%
<b>Utilidad financiera</b>	<b>(1,911,255)</b>	<b>-5%</b>	<b>(2,155,004)</b>	<b>-9%</b>	<b>(1,890,385)</b>	<b>-14%</b>	<b>(4,198,053)</b>	<b>-14%</b>	<b>(2,420,401)</b>	<b>-17%</b>
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>9,951,671</b>	<b>28%</b>	<b>9,204,447</b>	<b>39%</b>	<b>6,139,751</b>	<b>47%</b>	<b>10,228,258</b>	<b>33%</b>	<b>2,762,090</b>	<b>19%</b>
Impuesto sobre la renta	2,267,576	6%	2,403,844	10%	1,491,110	11%	2,847,104	9%	1,418,223	10%
<b>Resultado del período</b>	<b>7,684,095</b>	<b>22%</b>	<b>6,800,603</b>	<b>29%</b>	<b>4,648,641</b>	<b>36%</b>	<b>7,381,154</b>	<b>24%</b>	<b>1,343,867</b>	<b>9%</b>

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

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

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

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

La Metodología de Clasificación utilizada en el análisis fue la siguiente: "Metodología de Clasificación de Fondos de Inversión Cerrados Inmobiliarios". 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.