

# FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 13 de octubre de 2021

Clasificación	Categoría		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Riesgo de Crédito	AA-fc.sv	AA-fc.sv	Fondos calificados AAfc 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 30.06.21		
Inmuebles: 266.9	Activos: 271.7	Activo Neto: 237.2
Rendimiento: 3.4%	Ingresos: 17.7	U. Neta: 2.9

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

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados del Fondo al 31 de diciembre de 2018, 2019 y 2020; estados financieros no auditados del Fondo al 30 de junio de 2020 y 2021; así como información adicional proporcionada por la SAFI.

**Fundamento:** El Comité de Clasificación de Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo dictaminó mantener las siguientes calificaciones al Fondo de Inversión Inmobiliario Vista (en adelante el Fondo), administrado por Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. (en adelante Vista SAFI o la 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 2021.

El entorno económico ha sido considerado de igual manera por el Comité de Clasificación por su incidencia en el sector inmobiliario. La perspectiva de las calificaciones es Estable.

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

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

De acuerdo con la información de la Superintendencia General de Valores, el Fondo de Inversión Inmobiliario Vista ocupa la tercera plaza en la industria (sobre 14 Fondos Inmobiliarios expresados en dólares), con una participación del 12.5% por activos netos al 30 de junio de 2021.

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

**Alta diversificación en su portafolio inmobiliario:** El Fondo cuenta con 53 inmuebles en su portafolio, de los cuales 39 están ubicados en San José. Un factor positivo en el análisis es la baja concentración que refleja el Fondo; así, su principal inmueble representa un 8.5% del total de inmuebles por su valor en libros a junio 2021, menor a los niveles de concentración en otros fondos inmobiliarios; mientras que los 5 principales inmuebles representan el 36.2% del portafolio. Al categorizar sus propiedades por actividad económica, el 53% corresponde a oficinas, un 40% a bodegas y 7% a comercios.

En la coyuntura actual de recuperación económica, luego de un año marcado por la crisis mundial del COVID-19, los espacios de oficinas muestran la recuperación más lenta con relación a otros sectores, tanto en su precio por metro cuadrado como en ocupación. La variable que más incide en el índice de ocupación es la modalidad de trabajo remoto; debiendo señalar que la expectativa es que haya pocas empresas que regresen a la modalidad presencial completa en el mediano plazo. Por su parte, el sector comercio refleja una recuperación más rápida, viéndose favorecido por el avance en la vacunación. Finalmente, el sector industrial o de bodegas exhibió la mayor resiliencia ante la crisis y el ajuste en espacios y precios fue leve. En ese contexto, la estructura diversificada del Fondo por

inmueble y perfil de cliente se pondera favorablemente en el análisis, debido a que permite resiliencia en crisis específicas de sectores.

**Importante participación de inquilinos del sector público:** La dispersión de inquilinos, medida por su participación en los ingresos totales del Fondo, es adecuada. A junio 2021, el principal arrendatario representa un 17.2% de los ingresos del Fondo (con distintos contratos de arrendamiento), mientras que sus principales 10 participan con un 52.3%. Por sector económico, los inquilinos del Fondo operan en los segmentos de: alimentos y bebidas (12%), financieras (11%), tecnología (11%), salud (10%), entre otros. Por su parte, los inquilinos del sector público representaron el 43% del total de ingresos (41% en junio 2020); mientras que el 57% corresponde a inquilinos del sector privado. Si bien algunos alquileres importantes de Gobierno reflejan atrasos, estos son inherentes al sector público debido a sus procesos internos; destacando que estas cuentas son recuperadas en un 100% de acuerdo con el análisis de su historial de pago. Cabe precisar que el Fondo cuenta con cláusulas contractuales que le otorgan protección (penalizaciones por pago tardío, así como por desocupación temprana) lo que favorece la gestión de morosidad y ocupación.

**Niveles de desocupación determinada por factores externos:** De comparar con junio 2020, el índice de ocupación de los inmuebles incrementó desde 73% a 77% al cierre del primer semestre de 2021, reflejando una recuperación gradual. No obstante, dicha métrica disminuyó respecto de diciembre 2020 (79%). Al respecto, la desocupación descrita se debió a decisiones estratégicas de inquilinos particulares del Fondo. En perspectiva, la SAFI estima mantener los actuales niveles de ocupación hacia el cierre del año.

**Incremento en alquileres por cobrar con atraso:** Los alquileres por cobrar a inquilinos que reflejan atrasos (con antigüedad mayor a 1 día) aumentaron a US\$3.1 millones desde US\$2.1 millones en el lapso de doce meses. Esta dinámica corresponde a casos particulares de centros educativos y del sector industrial que solicitaron prórroga en sus pagos. Adicionalmente, los alquileres por cobrar con atrasos incorporan saldos importantes de cuentas del Gobierno (100% recuperables). En ese contexto, la SAFI ha reforzado el departamento de cobros, realizando contrataciones extras para mejorar esta gestión.

**Rendimientos con tendencia decreciente:** El rendimiento líquido del Fondo (excluye el efecto por ganancia o pérdida no realizada por la valoración de los bienes inmuebles) se ubicó en 3.4% al 30 de junio de 2021 (5.0% junio 2020), manteniendo la tendencia decreciente. Adicionalmente, dicho nivel se ubica inferior al promedio de la industria a la misma fecha (4.0%). El aumento en el tipo de cambio, la reducción en las tasas de descuento, así como los casos que reflejan atrasos en sus pagos, han incidido en la dinámica descrita. Cabe precisar que, el Fondo ha registrado reparto de utilidades en todos los meses de 2021.

Zumma Ratings es de la opinión que, para revertir la tendencia en los rendimientos, es clave que el Fondo pueda recuperar aquellos casos particulares que reflejan atrasos, mantener controlados los saldos pendientes de cobro; así como aumentar los índices de ocupación en sus inmuebles.

**Bajo nivel de endeudamiento:** La estructura de financiamiento del Fondo se encuentra integrada, principalmente, por los certificados de títulos de participación y, en menor medida, préstamos bancarios. Sobre estos últimos, el Fondo cuenta con líneas de crédito aprobadas con instituciones bancarias por US\$29 millones, cuyo saldo utilizado a junio 2021 es por US\$26.6 millones, haciendo notar que dichas líneas tienen garantías hipotecarias sobre las propiedades del Fondo.

Al cierre del primer semestre de 2021, los ingresos por arrendamientos registran una favorable cobertura de los gastos por intereses de 10.01 veces (12.1x en junio 2020). Cabe destacar que, dentro de la política de inversión en inmuebles, se encuentra determinado un límite de endeudamiento del 60% sobre los activos totales del Fondo, el cual se ubicó en un bajo 9.9% en el periodo de análisis.

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

Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. (SAFI) es una sociedad anónima constituida y organizada en enero de 1996 en la República de Costa Rica, actualmente con domicilio en San José. Su actividad principal es la administración, en nombre de terceros, de fondos, valores y otros activos, por medio de la figura de fondos de inversión autorizados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL).

Al 30 de junio de 2021, Vista SAFI registra un volumen de ₡159,288.7 millones en activos bajo administración (₡148,832.2 millones a la misma fecha en 2020). Del volumen mencionado anteriormente, el 92.6% corresponde a los activos del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista y el resto corresponde a los fondos financieros. La SAFI cuenta con una participación de mercado del 4.8% en términos de activos administrados en los fondos de inversión, ubicándose en la sexta posición en el mercado, de catorce SAFI's.

**Fuerte gobernanza para la administración y la gestión de riesgos:** La alta administración del Grupo y la SAFI exhiben 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 Ratings, la alta experiencia con que cuenta el Grupo en cuanto a administración de fondos de inversión, dada su larga trayectoria, así como el crecimiento histórico en activos administrados, se valora como una fortaleza en el análisis. La estrategia de Vista SAFI en el corto y mediano plazo es priorizar la generación de rendimientos competitivos en todos sus fondos administrados y sustentar los niveles de ocupación del Fondo. 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 del fondo, así como con un sistema de seguimiento a la estrategia general; incorporando un mapeo de procesos apegado al plan estratégico, objetivos, gestión de riesgo y cumplimiento.

**Fortalezas**

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

**Debilidades**

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

**Oportunidades**

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

**Amenazas**

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

## ENTORNO ECONÓMICO

La crisis sanitaria provocada por el COVID-19 ha sido un evento sin precedentes en los últimos años; generando un efecto disruptivo en la economía a nivel global. En ese contexto, de acuerdo con el Banco Central de Costa Rica (BCCR) la economía se contrajo un 4.5% al cierre de 2020. Dicha dinámica estuvo asociada con las medidas de restricción y confinamiento que adoptaron las autoridades de salud para tratar de contener la tasa de contagio. En sintonía con la dinámica de recuperación, la economía costarricense reflejó un crecimiento interanual de 3.5% al cierre del primer semestre del año. Cabe precisar que las proyecciones para el cierre del 2021 estiman una expansión de la economía de 3.9%.

Durante 2020, los sectores económicos más impactados por las medidas adoptadas por el Gobierno costarricense para prevenir contagios del COVID-19 fueron: las relacionadas con el turismo, el transporte de pasajeros y la mayor parte del comercio, exhibiendo caídas importantes en sus ventas. En sintonía con la apertura económica gradual y el proceso de vacunación en el país en el presente año, varios sectores productivos reflejan crecimientos por encima del nivel que tenía prepandemia (manufactura, información y comunicación; así como actividades financieras); mientras que hoteles, restaurantes y educación, exhibe una recuperación más lenta.

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

En términos de la inflación general, medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se ubicó en 1.3% a junio 2021 (0.3% en 2020); asociado, en mayor medida, por el aumento en el precio internacional de materias primas, principalmente combustible. Asimismo, se incorpora el efecto del aumento acumulado del tipo de cambio entre abril de 2020 y junio de 2021.

Se señala el acuerdo alcanzado entre el Gobierno de Costa Rica y el FMI para un programa de Servicio Ampliado de tres años, con el objetivo de garantizar la sostenibilidad fiscal, fomentar la estabilidad monetaria y financiera, y favorecer a los sectores más vulnerables. En ese contexto, las finanzas públicas del país reflejan un resultado favorable al cierre del primer semestre de 2021, revirtiendo la tendencia de 2020. A junio de 2021, el país alcanzó un superávit primario del 0.45% del PIB (recaudación menos gastos públicos); luego que, a la misma fecha en 2020, se registrara un déficit del 1.54%. En otro aspecto, la deuda pública se ubicó en el orden de 70.1% del PIB a junio 2021 (69.7% en 2020), siendo la segunda más alta de la región Centroamericana (sólo superada por El Salvador).

El tipo de cambio se ubicó en ₡607.8 por USD al primer semestre de 2021; reflejando una depreciación nominal interanual del 7.0% frente al dólar. Las reservas internacionales del Banco Central totalizaron US\$7,137 millones

en junio 2021 (US\$8,565 millones en 2020). Finalmente, Costa Rica mantiene una calificación de deuda soberana de B2 (perspectiva negativa) y B (perspectiva negativa) por Moody's y S&P, respectivamente.

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

Durante 2020, el sector inmobiliario fue una de las industrias que más se vio afectada por la situación económica derivada del brote de COVID-19, por los esquemas de distanciamiento social para prevenir más contagios.

Al cierre del primer semestre de 2021, el sector industrial de arrendamientos experimentó un leve aumento interanual del 4.5% en espacios disponibles y de 1.7% en su precio de alquiler. De forma contraria, el mercado local comercial exhibió una reducción en espacios disponibles de 2.2% y de su precio por metro cuadrado de 1.3%; haciendo notar que el proceso de vacunación ha favorecido la dinámica de la ocupación en este sector. Por su parte, la modalidad de trabajo remoto, de parte de las empresas ha incidido en la mayor disponibilidad de espacios para oficinas, reflejando una expansión del 12.5% y una contracción en sus precios de 0.6% (Fuente: InmoInfo). Se prevé que las afectaciones en ocupación y precios en el sector oficinas continuaran hacia el cierre del 2021.

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 (expresados en dólares americanos), 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 totalizó US\$1,892.7 millones a junio 2021, con un rendimiento total de mercado promedio de 4.0% y un nivel de ocupación promedio de 89.0%.

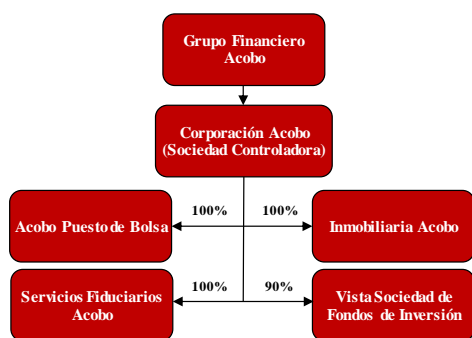
Cabe destacar que, este mercado (fondos de inversión inmobiliarios) es más desarrollado que en otros países de la región. Valorando los impactos de la reciente reforma fiscal y la dinámica de recuperación tras la pandemia del COVID-19, los principales desafíos que enfrentan las SAFI con sus fondos de inversión inmobiliarios son: mantener rendimientos competitivos en sus fondos; revertir la tendencia a la baja en la ocupación de inmuebles y mantener bajo control la sanidad de las rentas pendientes de cobro.

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

Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. (en adelante Vista SAFI o la 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, los cuales son autorizados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Al 30 de junio de 2021, tiene inscritos y aprobados siete fondos de inversión, de los cuales cinco están activos: dos de liquidez con carteras mixtas, dos de liquidez con cartera pública (no activos), dos de crecimiento y uno inmobiliario. Al respecto, la SAFI proyecta el inicio de operaciones de los dos fondos de liquidez públicos en el cuarto trimestre de 2021, con el objetivo de diversificar sus activos y ofrecer más opciones de inversión a sus clientes.

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



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

Corporación Acobo fue fundada con capital costarricense en el año 1976, como una empresa dedicada a brindar asesoría financiera, de inversión e intermediación bursátil. Se constituyó en Costa Rica como grupo financiero aprobado por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) el 30 de mayo de 1999, su objetivo es diseñar estrategias integrales de inversión en los mercados financieros a nivel global tomando en cuenta el perfil del inversionista, sus objetivos y necesidades de inversión.

Al 30 de junio de 2021, Vista SAFI registra un volumen de ₡159,288.7 millones en activos bajo administración (₡148,832.2 millones a la misma fecha en 2020). Del volumen mencionado anteriormente, el 92.6% corresponde a los activos del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista y el resto corresponde a los fondos financieros. La SAFI cuenta con una participación de mercado del 4.8% en términos de activos administrados en los fondos de inversión, ubicándose en la sexta posición en el mercado, de catorce SAFI's.

Los estados financieros de la SAFI y del Fondo han sido preparados de acuerdo con las disposiciones de carácter contable, emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) y por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Al 30 de junio de 2021, se emitió una opinión limpia sobre la información financiera de Vista SAFI y el Fondo.

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

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 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. Podrá también invertir, complementariamente, en títulos de deuda u otros instrumentos financieros en forma transitoria. Cabe precisar que, al cierre del primer semestre de 2021, el Fondo no cuenta con inversiones financieras.

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, deberán 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 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: \$5,243.00

Rendimiento líquido del Fondo: 3.4%

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: Mensual

## ANÁLISIS DE RIESGO

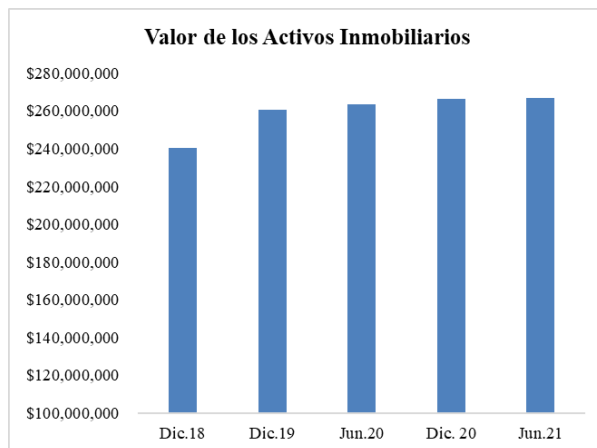
### Riesgo de Crédito

A criterio de Zumma Ratings, el Fondo muestra una alta capacidad para mantener el valor de capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del Fondo y su portafolio inmobiliario presentan un riesgo bajo frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. Lo descrito anteriormente se fundamenta en:

la diversificación de su portafolio inmobiliario; la dispersión por ingresos de sus arrendatarios y su bajo nivel de deuda sobre activos totales. En contraposición, la tendencia de disminución en los rendimientos; así como el incremento en el saldo de alquileres por cobrar con atrasos; limitan el perfil de riesgo del Fondo. Adicionalmente, se debe señalar la tendencia de recuperación que refleja el índice de ocupación respecto de similar período en 2020.

El Fondo de Inversión Inmobiliario Vista ocupa la tercera plaza en la industria (sobre 14 Fondos Inmobiliarios expresados en dólares), con una participación de 12.5% por Activos Netos al 30 de junio de 2021.

### Calidad del portafolio de inmuebles



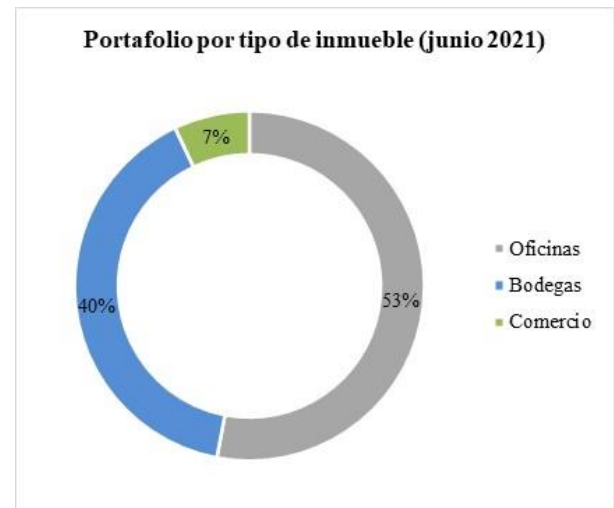
Fuente: Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. Elaboración: Zumma Ratings, S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Al 30 de junio de 2021, las inversiones en inmuebles del Fondo reflejan una expansión interanual de 1.3%, totalizando US\$266.9 millones (ver gráfico: Valor de los Activos Inmobiliarios). La dinámica descrita estuvo determinada por las mejoras capitalizadas a inmuebles (mantenimiento preventivo y correctivo); haciendo notar que el Fondo no adquirió nuevas propiedades en los últimos 12 meses. Cabe precisar que los administradores del Fondo se encuentran en constante monitoreo del mercado inmobiliario para analizar potenciales adquisiciones, aunque esto no se encuentra en sus objetivos de corto plazo.

El Fondo cuenta con 53 inmuebles en su portafolio, de los cuales 39 están ubicados en San José. Un factor positivo en el análisis es la baja concentración que refleja el Fondo; así, su principal inmueble representa un 8.5% del total de inmuebles por su valor en libros a junio 2021, menor a los niveles de concentración en otros fondos inmobiliarios; mientras que los 5 principales inmuebles representan el 36.2% del portafolio. Al categorizar sus propiedades por actividad económica, el 53% corresponde a oficinas, un 40% a bodegas y 7% a comercios.

En la coyuntura actual de recuperación económica, luego de un año marcado por la crisis mundial del COVID-19, los espacios de oficinas muestran la recuperación más lenta con relación a otros sectores, tanto en su precio por metro cuadrado como en ocupación. La variable que más incide en el índice de ocupación es la modalidad de trabajo remoto; debiendo señalar que la expectativa es que haya

pocas empresas que regresen a la modalidad presencial completa en el mediano plazo. Por su parte, el sector comercio refleja una recuperación más rápida, viéndose favorecido por el avance en la vacunación. Finalmente, el sector industrial o de bodegas exhibió la mayor resiliencia ante la crisis y el ajuste en espacios y precios fue leve. En ese contexto, la estructura diversificada del Fondo por inmueble y perfil de cliente se pondera favorablemente en el análisis, debido a que permite resiliencia en crisis específicas de sectores.



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

La plusvalía acumulada de los inmuebles del Fondo totalizó US\$15.8 millones a junio 2021 (US\$16.2 millones en similar período de 2020). Ello, debido a cambios en los métodos de valoración de inmuebles exigidos por la Superintendencia General de Valores que determinaron un ajuste a la baja en la valoración reportada de los activos inmobiliarios. En cuanto a las mejoras capitalizadas, el Fondo acumula un saldo de US\$45.8 millones, correspondiendo a remodelaciones y mantenimiento. En ese aspecto, el Fondo cuenta con políticas y lineamientos sobre reparaciones, remodelaciones, mejoras y ampliaciones de inmuebles, en las cuales se estipulan los responsables en la toma de decisiones, los medios y los protocolos, el procedimiento de las inspecciones y la forma de capitalizarlas.

La dispersión de inquilinos, medida por su participación en los ingresos totales del Fondo, es adecuada. A junio 2021, el principal arrendatario representa un 17.2% de los ingresos del Fondo (con distintos contratos de arrendamiento), mientras que sus principales 10 participan con un 52.3%. Por sector económico, los inquilinos del Fondo operan en los segmentos de: alimentos y bebidas (12%), financieras (11%), tecnología (11%), salud (10%), entre otros. Por su parte, los inquilinos del sector público representaron el 43% del total de ingresos (41% en junio 2020); mientras que el 57% corresponde a inquilinos del sector privado. Si bien algunos alquileres importantes de Gobierno reflejan atrasos, estos son inherentes al sector público debido a sus procesos internos; destacando que estas cuentas son recuperadas en un 100% de acuerdo con el análisis de su historial de pago. Cabe precisar que el Fondo cuenta con cláusulas contractuales que le otorgan pro-

tección (penalidades por pago tardío, así como por desocupación temprana) lo que favorece la gestión de morosidad y ocupación.

Durante 2020, la administración del Fondo tomó medidas preventivas en el potencial deterioro del desempeño del Fondo como resultado de las afectaciones del COVID-19 en sus arrendatarios. Algunas de las medidas que el equipo gestor del Fondo implementó en el contexto de pandemia fueron: la suspensión del mantenimiento y remodelación de inmuebles, realizando únicamente aquello estrictamente necesario; la suspensión de la valoración de inmuebles con el fin de no exponer a los peritos ni a los inquilinos; y la gestión directa con cada uno de los inquilinos del Fondo para brindar una atención personalizada ante las necesidades de cada uno. En ese contexto, la SAFI otorgó ajustes o descuentos en la renta a los arrendatarios que demostraran tener una afectación directa en sus ingresos; facilitando el repago a partir de enero de 2021, distribuido en cuotas mensuales. A la fecha del presente informe, el Fondo no cuenta con cuotas pendientes de cobro por parte de inquilinos afectados por la pandemia.

A junio 2021, en términos de morosidad, los alquileres por cobrar a inquilinos que reflejan atrasos (con antigüedad mayor a 1 día) incrementaron a US\$3.1 millones desde US\$2.1 millones en el lapso de doce meses. Esta dinámica corresponde a casos particulares de centros educativos y del sector industrial que solicitaron prórroga en sus pagos. Adicionalmente, los alquileres por cobrar con atrasos incorporan saldos importantes de cuentas del Gobierno (100% recuperables). En ese contexto, la SAFI ha reforzado el departamento de cobros, realizando contrataciones extras para mejorar esta gestión.

Adicionalmente, la antigüedad promedio del total de inquilinos está entre los 4 y 5 años. En ese sentido, el Fondo no exhibe una concentración relevante en el vencimiento de contratos con sus inquilinos en el corto plazo. A junio de 2021 y de acuerdo con la información provista por la SAFI, un 71.0% de los ingresos provenientes de inquilinos reflejan vencimientos en el largo plazo (2023 en adelante), mientras que un 29% vencen en 2022.

De comparar con junio 2020, el índice de ocupación de los inmuebles incrementó desde 73% a 77% en el lapso de un año, reflejando una recuperación gradual. No obstante, dicha métrica disminuyó respecto de diciembre 2020 (79%). Al respecto, la desocupación descrita se debió a decisiones estratégicas de inquilinos particulares del Fondo. En perspectiva, la SAFI estima mantener los actuales niveles de ocupación hacia el cierre del año.

#### **Valor cuota y rentabilidad**

El Fondo cuenta con 45,251 certificados de títulos de participación (correspondiendo al 75.4% de los títulos autorizados) en circulación al 30 de junio de 2021, con un valor neto por participación de US\$5,243 (US\$5,293 en junio 2020). La disminución en el valor por participación obedece al ajuste a la baja en las ganancias por valuación de bienes inmuebles, incidiendo en el valor del activo neto del Fondo. En cuanto al rendimiento líquido (excluye el

efecto por ganancia o pérdida no realizada por la valoración de los bienes inmuebles), este se ubica en 3.4% al 30 de junio de 2021 (5.0% junio 2020), manteniendo la tendencia decreciente (ver Tabla: Rendimientos y valor cuota). Adicionalmente, dicho nivel se ubica inferior al promedio de la industria a la misma fecha (4.0%). El aumento en el tipo de cambio, la reducción en las tasas de descuento, así como los casos que reflejan atrasos en sus pagos, han incidido en la dinámica descrita. Cabe precisar que, el Fondo ha registrado reparto de utilidades en todos los meses de 2021.

Zumma Ratings es de la opinión que, para revertir la tendencia en los rendimientos, es clave que el Fondo pueda recuperar aquellos casos particulares que reflejan atrasos, mantener controlados los saldos pendientes de cobro; así como aumentar los índices de ocupación en sus inmuebles.

#### **Rendimientos y valor cuota**

Período	sep-20	dic-20	mar-21	jun-21
Valor cuota	\$ 5,262	\$ 5,262	\$ 5,274	\$ 5,243
Rendimientos	4.4%	3.9%	3.5%	3.4%

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

#### **Endeudamiento y coberturas**

La estructura de financiamiento del Fondo se encuentra integrada, principalmente, por los certificados de títulos de participación y, en menor medida, préstamos bancarios. Sobre estos últimos, el Fondo cuenta con líneas de crédito aprobadas con instituciones bancarias por US\$29 millones, cuyo saldo utilizado a junio 2021 es por US\$26.6 millones, haciendo notar que dichas líneas tienen garantías hipotecarias sobre las propiedades del Fondo. En ese aspecto, la SAFI se encuentra negociando una mejora en las condiciones financieras de sus créditos y ampliar su límite actual.

Al cierre del primer semestre de 2021, los ingresos por arrendamientos registran una favorable cobertura de los gastos por intereses de 10.01 veces (12.1x en junio 2020). Cabe destacar que, dentro de la política de inversión en inmuebles, se encuentra determinado un límite de endeudamiento del 60% sobre los activos totales del Fondo, el cual se ubicó en un bajo 9.9% en el periodo de análisis.

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

A juicio de Zumma Ratings, el Fondo cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión inmobiliario. Al 30 de junio de 2021, la SAFI cerró con una utilidad neta de €120.1 millones (€25.6 millones un año atrás), en virtud del aumento en otros resultados integrales (valuación de inversiones disponibles para la venta). Por su parte, Vista SAFI mantuvo el porcentaje de comisión que el Fondo debe pagar sobre activos administrados en 1.25% (1.33% promedio de industria SAFI's).

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

- Fondo de Inversión Liquidez Colones Vista no Diversificado: Fondo que invierte en valores de los sectores público y privado costarricense. El Fondo es abierto, es decir que su patrimonio es ilimitado.
- Fondo de Inversión Liquidez Dólares Vista no Diversificado: Fondo que invierte en valores de los sectores público y privado costarricense y títulos de deuda soberana del exterior. El Fondo es abierto, es decir que su patrimonio es ilimitado.
- Fondo de Inversión Crecimiento Vista no Diversificado: Fondo que invierte en valores de los sectores público y privado costarricense. El Fondo es abierto, es decir que su patrimonio es ilimitado.
- Fondo de Inversión Crecimiento Vista Dólares no Diversificado: Fondo que invierte en valores tanto a nivel nacional como internacional de los sectores público y privado costarricense. El Fondo es abierto, es decir que su patrimonio es ilimitado.
- Fondo de Inversión Liquidez Público Dólares Vista, no Diversificado: Fondo que invierte en valores de los sectores público costarricense. El Fondo es abierto, es decir que su patrimonio es ilimitado.
- Fondo de Inversión Liquidez Público Colones Vista, no Diversificado: Fondo que invierte en valores de los sectores público costarricense. El Fondo es abierto, es decir que su patrimonio es ilimitado.
- Fondo de Inversión Inmobiliario Vista, Diversificado.

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

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

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

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

Junta Directiva (Corporación Acobo S.A.)	
Director Presidente	Orlando Soto Enríquez
Director Vicepresidente	Orlando Soto Solera
Director Vicepresidente	Diego Soto Solera
Director	Mario Alberto Rivera Turcios
Secretario	Diego López Rojas
Tesorero	Gerardo Porras Sanabria
Fiscal	Theodore William Mills

La alta administración del Grupo y la 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 alta experiencia 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.

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

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. La estrategia de Vista SAFI en el corto y mediano plazo es priorizar la generación de rendimientos competitivos en todos sus fondos administrados y sustentar los niveles de ocupación del Fondo. 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. Cabe precisar que, la Alta Administración impulsa diversos proyectos informáticos y de digitalización, adecuándose a las exigencias del



mercado. Zumma Ratings 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 en la estructura del portafolio. Adicionalmente, la decisión de compra/venta de cuotas de participación se lleva a cabo por unidades por Acobo Puesto de Bolsa S.A., quién 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. La compañía cuenta con los siguientes comités corporativos que dan soporte a las áreas clave de las entidades:

- Comité de Gestión de Riesgos Corporativo
- Comité de Auditoría Corporativo
- Comité de Inversión Corporativo

- Comité de Fondos de Inversión Inmobiliarios
- Comité de Cumplimiento
- Comité de Tecnología de Información Corporativo
- Comité de las Reglas de actuación y conducta

Para la gestión de riesgos, la SAFI cuenta con un manual de procedimientos de gestión de riesgo por tipo de negocio, en el cual se identifican los diferentes tipos de riesgos que pueden afectar la operación o los resultados esperados, se mide y controla el riesgo mediante técnicas y herramientas e implementación de procesos y monitorea y controla los mismos. Los tipos de riesgos que evalúa dicho manual son: Riesgo de Crédito, Riesgo de Contraparte, Riesgo de Mercado y Riesgo de Liquidez. Particularmente, la evaluación de riesgos del Fondo Inmobiliario Vista, incluye los riesgos por siniestros, desocupación, concentraciones (por inmueble, por inquilino), cambio en el valor de los activos inmobiliarios, sobrevaloración de los inmuebles, morosidad, fraude, contraparte y mercado.

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

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

	Dic.18		Dic.19		Jun.20		Dic.20		Jun.21	
		%		%		%		%		%
<b>ACTIVO</b>										
Efectivo	218,572	0%	728,421	0%	1,454,118	1%	586,444	0%	894,069	0%
Inversiones en instrumentos financieros	1,097,500	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Cuentas por cobrar	2,114,584	1%	3,569,710	1%	2,657,170	1%	3,751,314	1%	3,620,599	1%
Impuesto al valor agregado soportado	-	0%	62,437	0%	66,807	0%	78,800	0%	61,622	0%
Gastos pagados por adelantado	121,540	0%	113,611	0%	30,547	0%	40	0%	8,370	0%
Inversiones en inmuebles	240,434,955	98%	260,772,974	98%	263,360,556	98%	266,183,882	98%	266,911,202	98%
Otros activos	457,238	0%	466,428	0%	254,826	0%	270,241	0%	251,555	0%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>244,444,389</b>	<b>100%</b>	<b>265,713,581</b>	<b>100%</b>	<b>267,824,024</b>	<b>100%</b>	<b>270,870,721</b>	<b>100%</b>	<b>271,747,417</b>	<b>100%</b>
<b>PASIVO</b>										
Préstamos por pagar a corto plazo	1,202,747	0%	12,055,760	5%	11,985,760	5%	-	0%	-	0%
Intereses de préstamos recibidos	-	0%	142,930	0%	134,836	0%	268,221	0%	225,661	0%
Cuentas por pagar	1,870,879	1%	1,661,012	1%	1,691,135	1%	1,570,447	1%	2,179,393	1%
Impuesto diferido	996,388	0%	1,122,023	0%	1,259,028	0%	2,728,038	1%	3,247,831	1%
Comisión por pagar por administración	137,869	0%	220,963	0%	246,409	0%	286,161	0%	563,893	0%
Ingresos diferidos	323,861	0%	339,194	0%	253,009	0%	259,871	0%	220,950	0%
Préstamos por pagar a largo plazo	-	0%	10,011,750	4%	11,490,750	4%	26,313,981	10%	26,605,784	10%
Dépósitos en garantía	1,352,917	1%	1,470,441	1%	1,227,306	0%	1,303,634	0%	1,472,736	1%
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>5,884,661</b>	<b>2%</b>	<b>27,024,073</b>	<b>10%</b>	<b>28,288,233</b>	<b>11%</b>	<b>32,730,353</b>	<b>12%</b>	<b>34,516,248</b>	<b>13%</b>
<b>ACTIVO NETO</b>										
Certificados de títulos de participación	226,255,000	93%	226,255,000	85%	226,255,000	84%	226,255,000	84%	226,255,000	83%
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	359,783	0%	43,026	0%	43,026	0%	43,026	0%	43,026	0%
Ganancia no realizada por valuación de bienes	13,603,226	6%	14,049,763	5%	14,896,046	6%	13,500,623	5%	12,591,424	5%
<b>TOTAL ACTIVO NETO</b>	<b>238,559,728</b>	<b>98%</b>	<b>238,689,508</b>	<b>90%</b>	<b>239,535,791</b>	<b>89%</b>	<b>238,140,368</b>	<b>88%</b>	<b>237,231,169</b>	<b>87%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y ACTIVO NETO</b>	<b>244,444,389</b>	<b>100%</b>	<b>265,713,581</b>	<b>100%</b>	<b>267,824,024</b>	<b>100%</b>	<b>270,870,721</b>	<b>100%</b>	<b>271,747,417</b>	<b>100%</b>

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

	Dic.18		Dic.19		Jun.20		Dic.20		Jun.21	
		%		%		%		%		%
<b>Ingresos</b>	<b>26,148,911</b>	<b>100%</b>	<b>27,161,446</b>	<b>100%</b>	<b>12,184,430</b>	<b>100%</b>	<b>35,197,746</b>	<b>100%</b>	<b>17,719,486</b>	<b>100%</b>
Ingresos	26,131,788	100%	26,916,884	99%	12,079,435	99%	35,000,628	99%	17,648,291	100%
Ingresos por arrendamientos	21,535,181	82%	22,645,858	83%	10,550,046	87%	20,181,631	57%	9,593,477	54%
Ganancia por venta y expropiación de inmuebles	898	0%	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Ganancia por valoración de inmuebles	4,083,207	16%	3,705,889	14%	1,141,934	9%	14,263,001	41%	7,852,651	44%
Otros ingresos	512,502	2%	565,137	2%	387,455	3%	555,996	2%	202,163	1%
Ingresos financieros	17,123	0%	244,562	1%	104,995	1%	197,118	1%	71,195	0%
Ingresos por intereses	17,123	0%	14,177	0%	4,625	0%	8,712	0%	1,552	0%
Ganancias por diferencia de cambio	-	0%	230,385	1%	100,370	1%	188,406	1%	69,643	0%
<b>Gastos</b>	<b>11,257,332</b>	<b>43%</b>	<b>12,116,368</b>	<b>45%</b>	<b>5,216,943</b>	<b>43%</b>	<b>24,594,762</b>	<b>70%</b>	<b>13,611,609</b>	<b>77%</b>
Gastos	11,224,273	43%	11,169,434	41%	4,227,252	35%	22,513,459	64%	12,594,606	71%
Comisiones por administración	4,030,912	15%	3,881,114	14%	1,493,605	12%	2,998,396	9%	1,480,456	8%
Gastos por estimación de incobrables	42,460	0%	212,181	1%	338,502	3%	265,324	1%	-	0%
Pérdidas por valoración de inmuebles	3,101,921	12%	3,133,717	12%	295,652	2%	14,812,141	42%	8,761,850	49%
Otros gastos operativos	4,048,980	15%	3,942,422	15%	2,099,493	17%	4,437,598	13%	2,352,300	13%
Gastos financieros	33,059	0%	946,934	3%	989,691	8%	2,081,303	6%	1,017,003	6%
Pérdidas por diferencia de cambio	30,312	0%	179,949	1%	120,181	1%	241,410	1%	58,275	0%
Gastos por intereses	2,747	0%	766,985	3%	869,510	7%	1,839,893	5%	958,728	5%
<b>Utilidad financiera</b>	<b>(15,936)</b>	<b>0%</b>	<b>(702,372)</b>	<b>-3%</b>	<b>(884,696)</b>	<b>-7%</b>	<b>(1,884,185)</b>	<b>-5%</b>	<b>(945,808)</b>	<b>-5%</b>
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>14,891,579</b>	<b>57%</b>	<b>15,045,078</b>	<b>55%</b>	<b>6,967,487</b>	<b>57%</b>	<b>10,602,984</b>	<b>30%</b>	<b>4,107,877</b>	<b>23%</b>
Impuesto sobre la renta	1,076,804	4%	2,102,110	8%	1,296,498	11%	2,463,278	7%	1,171,424	7%
<b>Utilidad Neta</b>	<b>13,814,775</b>	<b>53%</b>	<b>12,942,968</b>	<b>48%</b>	<b>5,670,989</b>	<b>47%</b>	<b>8,139,706</b>	<b>23%</b>	<b>2,936,453</b>	<b>17%</b>

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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