

## VISTA SOCIEDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN, S.A.

### Fondo Inmobiliario VISTA

#### Informe de Mantenimiento de Calificación de Riesgo

**Sesión Extraordinaria:** Nº 1062019

**Fecha de ratificación:** 07 de marzo del 2019

**Información Financiera:** auditada a diciembre 2018, considerando información no auditada a setiembre 2018.

Contactos: Nancy Rodríguez Bejarano  
Marcela Mora Rodríguez

Analista Senior  
Analista Senior

[nrodriguez@scriesgo.com](mailto:nrodriguez@scriesgo.com)  
[mmora@scriesgo.com](mailto:mmora@scriesgo.com)

## 1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe corresponde al análisis del Fondo Inmobiliario VISTA administrado por VISTA Sociedad de Fondos de Inversión S.A., con información financiera auditada a diciembre 2018, considerando información no auditada a setiembre 2018.

Con base en esta información, se otorgó la siguiente calificación de riesgo:

Fondo de Inversión Inmobiliario VISTA				
Fondos de Inversión	Anterior		Actual*	
	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva
F.I. Inmobiliario VISTA	scr AA 3 (CR)	Estable	scr AA 3 (CR)	Estable

\*La calificación actual no varió con respecto a la anterior.

Adicionalmente se le otorga la siguiente calificación al Programa de Emisión de Deuda:

Programa de Emisión de Deuda		
Monto del Programa	Anterior	Actual*
\$50.000.000,00	scr AA (CR)	scr AA (CR)

\*La calificación actual no varió con respecto a la anterior.

### Explicación de la calificación otorgada:

La calificación de riesgo **scr AA (CR)** se otorga a aquellos fondos cuya: “calidad y diversificación de los activos del fondo, la capacidad para la generación de flujos, las fortalezas y debilidades de la administración, presentan una alta probabilidad de cumplir con sus objetivos de inversión, teniendo una buena gestión para limitar su exposición al riesgo por factores inherentes a los activos del fondo y los relacionados con su entorno. Nivel muy bueno.”

Con relación al riesgo de mercado la **categoría 3**, se refiere a fondos con “Alta sensibilidad a condiciones cambiantes en

el mercado.” Es de esperar que el fondo presente una variabilidad significativa a través de cambios en los escenarios de mercado, además de una alta exposición a los riesgos del mercado al que pertenecen de acuerdo a la naturaleza del fondo.

Las calificaciones desde “**scr AA (CR)**” a “**scr C (CR)**” pueden ser modificadas por la adición del signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías.

**Perspectiva Estable:** Se percibe una baja probabilidad de que la calificación varíe en el mediano plazo.

La calificación de riesgo **scr AA (CR)** se otorga a emisiones “con muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados. No se vería afectada en forma significativa ante eventuales cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía. Nivel Muy Bueno.”

## 2. FUNDAMENTOS

Las calificaciones asignadas al Fondo Inmobiliario VISTA y al Programa de Emisión de Deuda se fundamentan en:

- La Sociedad Administradora de los fondos, pertenece a un Grupo Financiero de trayectoria y que cuenta con experiencia en la administración de fondos de inversión.
- VISTA SAFI cuenta con políticas y procedimientos detallados para la gestión de sus fondos y los riesgos asociados.
- El equipo de trabajo cuenta con experiencia en el sector inmobiliario.
- VISTA SAFI tiene como reto aumentar la participación tanto a nivel de activos como de inversionistas en el mercado nacional.
- Dada la cantidad de inmuebles y de inquilinos con el que cuenta el Fondo, la SAFI tiene como reto

*“La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Calificadora basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en la Superintendencia General de Valores, Bolsas de Valores y puestos representantes”*

<sup>1</sup> El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

permanente mantener una eficiente administración de sus activos.

- En el caso del Fondo Inmobiliario VISTA, la Administración debe procurar que se mantenga una bursatilidad que le permita al inversionista contar con la liquidez necesaria en caso de requerirla.
- La mayoría de los inmuebles presentan una plusvalía en las valoraciones periciales asociado principalmente con las mejoras y remodelaciones realizadas en los inmuebles.
- El efecto neto de las valoraciones financieras realizadas durante el semestre registró una plusvalía, lo que tuvo un impacto positivo en el valor de la participación.
- El Fondo cuenta con una adecuada diversificación de los ingresos por renta, por inmueble y por inquilino.
- El porcentaje de ocupación que ha registrado el F.I. Inmobiliario VISTA durante el último año se ha ubicado por debajo del promedio de la industria de fondos inmobiliarios.
- La Administración tiene como reto disminuir el nivel de desocupación y la morosidad que presenta el Fondo, de manera que dichas variables no afecten la rentabilidad de los inversionistas.
- El Fondo no se encuentra apalancado financieramente, lo que mitiga el efecto de movimientos en las tasas de interés que se generen en el mercado.
- Dada la antigüedad de algunos de sus inmuebles, la Administración tiene como reto destinar recursos para las remodelaciones mayores de los inmuebles que así lo requieran.

### 3. VISTA SOCIEDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN

VISTA Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A. es una sociedad anónima constituida y organizada en enero de 1996 en la República de Costa Rica. La SAFI pertenece al Grupo Financiero ACOBO y sus principales accionistas son Corporación ACOBO S.A. con 90% de participación e Inversiones Osod de Costa Rica S.A. con el restante 10%.

Su principal actividad es la administración, en nombre de terceros, de fondos, valores y otros activos, por medio de la figura de fondos de inversión autorizados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Al 31 de diciembre 2018 cuenta con 11 funcionarios directos, el personal restante es contratado por Inmobiliario ACOBO, S.A.

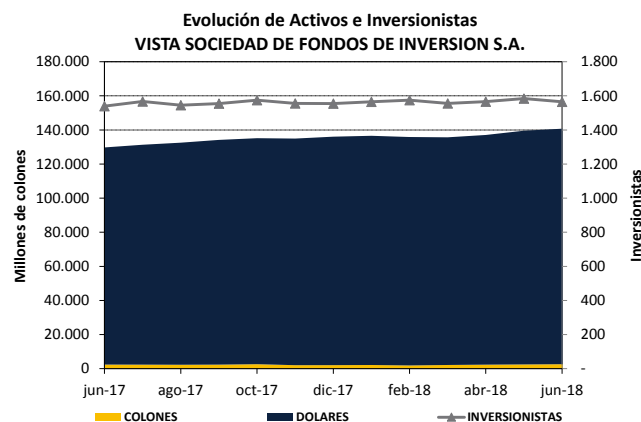
Al cierre de diciembre 2018 tiene inscritos, aprobados y activos 5 fondos de inversión; dos fondos de mercado de dinero (colones y dólares), dos de crecimiento (colones y dólares), y uno inmobiliario (dólares). Cabe destacar, que el Fondo Inmobiliario cuenta con autorización para realizar oferta pública de valores de un programa de emisiones de bonos por un monto de \$50,00 millones.

A diciembre 2018, el total de activos administrados por la SAFI asciende a ₡157.639,32 millones, aumentando en 16% de forma interanual y en 12% de forma semestral. Los activos administrados de la SAFI se distribuyen de la siguiente manera: 94% corresponde al fondo inmobiliario, seguido de un 5% de los fondos de mercado de dinero y el restante 1% corresponde a los fondos de crecimiento.

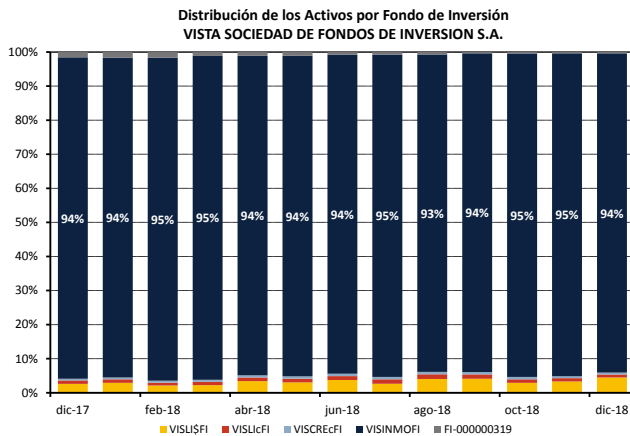
La composición de los activos administrados según la moneda, indica que un 99% se encuentra en dólares y el restante 1% en colones.

Con respecto al número de inversionistas, a diciembre 2018 la SAFI contabiliza un total de 1.613 participantes, creciendo en 4% con respecto al número de inversionistas registrados al mismo período del año anterior.

Dentro del ranking de las SAFI en el mercado nacional, VISTA SAFI se coloca en el sexto lugar según volumen de activos administrados con una participación de 5,49%.

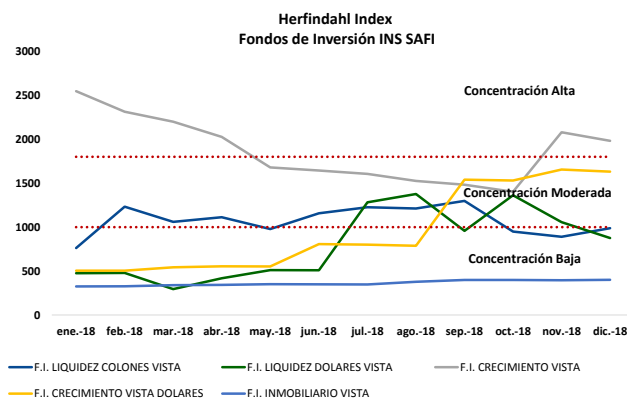


Como se mencionó anteriormente, el fondo con mayor participación dentro del total de activos administrados es el Fondo Inmobiliario con 94% del total. El porcentaje restante se distribuye en 4 fondos, tal como se muestra en el siguiente gráfico.



Con respecto al análisis de la concentración de activos por inversionista, medida a través del Herfindahl Index (H)<sup>1</sup>, la tendencia en los fondos administrados por la SAFI se mantiene constante en el período bajo análisis y registrándose por debajo de los 1.800 puntos implicando una concentración de moderada a baja según activos (participaciones en el caso del fondo inmobiliario) específicamente dentro de los 20 principales inversionistas.

Los fondos que mayor concentración relativa presentan son el FI Crecimiento VISTA Colones y el FI Crecimiento VISTA Dólares, tal como se puede apreciar en el gráfico; sin embargo, los niveles se han mantenido constantes e incluso en el fondo de crecimiento se observa una tendencia a la baja en los últimos meses.



Finalmente, con respecto al total de los inversionistas en la mayoría de los fondos, los 20 principales inversionistas representan en promedio el 83% del total de la cartera administrada, inclusive en algunos casos superando el 90%, lo cual es un porcentaje muy significativo.

<sup>1</sup> (H) Medida comúnmente aceptada de la concentración del mercado, activos, inversiones y otros. Internacionalmente se han definido rangos para este índice: baja

### 3.1. Gobierno Corporativo

VISTA SAFI es subsidiaria de Grupo Financiero ACOBO, por lo tanto, la Junta Directiva y el Código de Gobierno Corporativo del Grupo aplican para la SAFI.

La Junta Directiva de las empresas del Grupo está conformada de acuerdo con lo establecido en el Código de Comercio y deberán cumplir con un mínimo de requisitos establecidos en su Código de Gobierno Corporativo. Cada miembro de la Junta Directiva será nombrado por un período de 2 años y podrán ser reelegidos en forma indefinida y automática sin necesidad de ratificación de la asamblea. Además, realizarán sesiones ordinarias al menos una vez cada tres meses y se realizarán sesiones extraordinarias cuando así se requiera.

La Junta Directiva está integrada de la siguiente manera:

Junta Directiva	
Presidente	Orlando Soto Enriquez
Secretario	Roberto Zuñiga Villalobos
Tesorero	Orlando Soto Solera
Fiscal	Gerardo Porras Sanabria

La Gerencia General de la SAFI está a cargo del señor Diego Soto Solera, quién posee experiencia en las áreas de Derecho Financiero/Bursátil y se ha desempeñado en la negociación de valores en Mercados Emergentes y Administración de Entidades Financieras. Ha estado ligado al Grupo Financiero ACOBO por más de 20 años.

Otro de los puestos relevantes es la gestión de portafolios, la cual está a cargo del señor Johnny Mora Martínez, quién cuenta con experiencia en distintas áreas relacionadas a la administración de portafolios y en el manejo estratégico, financiero, contable y operativo de Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión.

El Comité de Inversiones de los Fondos Financieros está conformado como se detalla a continuación; el comité sesiona con una periodicidad semanal:

Comité de Inversiones Fondos Financieros	
Orlando Soto Enriquez	Miembro
Orlando Soto Solera	Miembro
Diego Soto Solera	Miembro
Alonso Betancourt Plascencia	Miembro Independiente

concentración H < 1.000, concentración media H entre 1.000 y 1.800 y alta H > 1.800 y hasta 10.000.

Por su parte, el Comité de Inversiones del Fondo Inmobiliario está compuesto del siguiente modo:

Comité de Inversiones F.I. Inmobiliario	
Orlando Soto Enriquez	Miembro
Orlando Soto Solera	Miembro
Oswaldo Quesada Vasquez	Miembro Independiente

### 3.2. Situación Financiera

A diciembre 2018, los activos de VISTA SAFI ascienden a €1.915,05 millones, aumentando en 15% de forma interanual. Este comportamiento se ve reflejado principalmente por los movimientos registrados en las cuentas y comisiones por cobrar y en las disponibilidades. Las cuentas por cobrar corresponden principalmente a gastos corporativos pagados por adelantado a Inmobiliaria ACOBO, S.A. y por cobrar a los Fondos de inversión por comisiones de administración.

Los activos de la SAFI están compuestos en un 72% por las inversiones en instrumentos financieros, seguido de un 15% por las cuentas y comisiones por cobrar y un 11% por las disponibilidades, siendo las anteriores las cuentas de mayor representación.

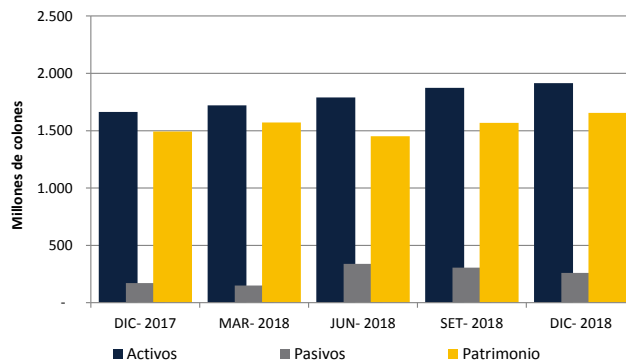
En el caso de los pasivos, estos ascienden a €259,25 millones, aumentando en 52% de forma anual. Dicha variación se debe al registro de cuentas por pagar por obligaciones con el público, específicamente por operaciones en recompras pasivas.

Los pasivos se conforman en un 71% por las cuentas por pagar con obligaciones con el público y el restante 29% por cuentas por pagar y provisiones.

Por último, el patrimonio de la SAFI contabiliza un total de €1.655,80 millones, aumentando en 11% de forma anual. Dicha variación responde en mayor medida al incremento en el capital social que se dio en el último año, el cual creció en €100,00 millones (+10% anual).

El patrimonio está compuesto en un 66% por el capital social, seguido por un 25% de los resultados del periodo; siendo estas las partidas más representativas a diciembre 2018.

VISTA Sociedad de Fondos de Inversión S.A.  
Balance General



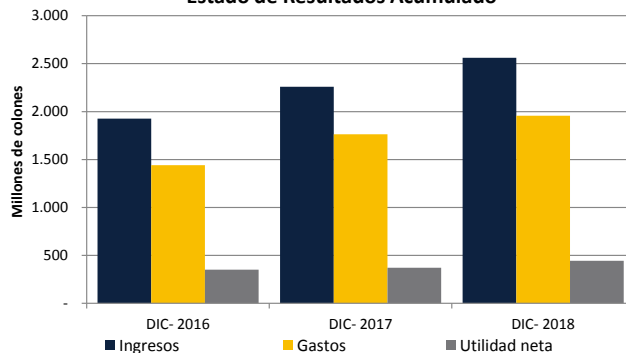
Al cierre del 2018, la SAFI acumuló utilidades por un monto de €444,48 millones, aumentando en 20% con respecto a la cifra registrada un año atrás. Lo anterior en vista del aumento más que proporcional que presentaron los ingresos en relación con los gastos.

Detallando, los ingresos totales acumularon un total de €2.560,44 millones, aumentando en 13% de forma anual, producto del aumento en los ingresos operativos, específicamente aquellos por comisiones por servicios. Los ingresos de la SAFI están compuestos en un 93% por ingresos operativos y el restante 7% por ingresos financieros.

Por su parte, los gastos totales acumulan un total de €1.956,62 millones a diciembre 2018, creciendo en 11% con respecto al cierre del 2017. Dicha variación estuvo impulsada principalmente por el incremento en los gastos con partes relacionadas y los gastos administrativos.

Los gastos totales se encuentran compuestos en un 64% por los gastos de operación, seguido por los gastos administrativos con un 34% y el restante 2% por los gastos financieros.

VISTA Sociedad de Fondos de Inversión S.A.  
Estado de Resultados Acumulado



Dado el crecimiento mostrado por los pasivos, la relación pasivos totales a patrimonio aumenta con respecto al año anterior. Por su parte, los indicadores de rentabilidad se mantienen relativamente estables durante el último año.

VISTA SAFI					
Indicadores	dic-17	mar-18	jun-18	sep-18	dic-18
Pasivos Totales / Patrimonio	11,45%	9,52%	23,32%	19,46%	14,23%
Gastos / Ingresos	78,13%	79,08%	77,30%	74,47%	76,42%
Margen neto	16,40%	15,85%	16,90%	18,80%	17,36%
Rendimiento s/ Inversión	25,96%	22,04%	23,20%	25,97%	25,01%
Rentabilidad s/ Patrimonio	28,63%	24,35%	27,22%	30,01%	28,24%

#### 4. HECHOS RELEVANTES

A continuación, se muestran los principales hechos relevantes que se dieron durante el período en análisis:

El 18 de julio 2018, Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. comunica sobre la Compra de un Inmueble para ser incorporado a la Cartera de Activos del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista, tal como se detalla a continuación:

Colegio Saint Peters	
Fecha de compra	18 de julio 2018
Área arrendable (m2)	2.819,95
Valor de compra del inmueble	\$ 3.290.888,12
Ocupación	100%
Porcentaje del activo total	1,39%

El 23 de julio 2018, VISTA SAFI comunica el resultado de la revaloración anual de los siguientes inmuebles propiedad del Fondo de Inversión Inmobiliario VISTA. El valor en libros de la participación se incrementa en \$4,31, siendo el nuevo valor \$5.316,50. El resultado es el siguiente:

Nombre de la propiedad	Variación por inmueble	% Participación del Total de la Cartera
Edificio Odessa	(\$739.654,85)	7,69%
Complejo de Bodegas Pavas	\$41.333,78	1,26%
Edificio 2x1	\$788.826,11	7,47%
Edificio Importadora Monge	\$4.765,50	0,60%
<b>Total</b>	<b>\$233.751,50</b>	<b>20,76%</b>

El 03 de agosto 2018, ACOBO Puesto de Bolsa, S.A. comunica que firmó un contrato de suscripción en firme con el Fondo de Inversión Inmobiliario Vista, administrado por Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. por 40 participaciones El precio de colocación fue de \$5.545,00 por participación para un monto total colocado de \$221.800,00.

El 27 de agosto 2018, ACOBO Puesto de Bolsa, S.A. comunica que firmó un contrato de suscripción en firme con el Fondo de Inversión Inmobiliario Vista, administrado por

Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. por 362 participaciones El precio de colocación fue de \$5.540,00 por participación para un monto total colocado de \$2.005.480,00.

El 24 de agosto 2018, VISTA SAFI comunica el resultado de la revaloración anual de los siguientes inmuebles propiedad del Fondo de Inversión Inmobiliario VISTA. El valor en libros de la participación se incrementa en \$1,26, siendo el nuevo valor \$5.312,15. El resultado es el siguiente:

Nombre de la propiedad	Variación por inmueble	% Participación del Total de la Cartera
Edificio Prisma y Spazio	\$40.287,50	1,28%
Centro Ejecutivo La Sabana	\$261.883,17	0,86%
Condominio Vertical Comercial Resid Avalon	\$6.175,76	0,05%
Edificio Praga	(\$222.598,85)	1,53%
Edificio Ferretería El Mar Escazú	\$50.443,52	0,85%
Edificio Don Bosco	\$43.287,20	0,99%
Oficina Periférica Banco Popular San José	\$3.914,73	0,27%
Edificio Megasuper Desamparados	(\$17.117,26)	1,69%
Edificio Elefteria	(\$67.538,68)	1,23%
Edificio Alfa y Omega	(\$5.303,13)	0,74%
Edificio París	\$66.635,14	3,28%
Centro Ejecutivo Tournon	\$70.585,16	1,62%
Bodegas Flexipark	(\$165.424,99)	5,03%

El 21 de setiembre 2018, Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. comunica sobre la Compra de un Inmueble para ser incorporado a la Cartera de Activos del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista, tal como se detalla a continuación:

Colegio Saint Margaret	
Fecha de compra	21 de setiembre 2018
Área arrendable (m2)	3.430,58
Valor de compra del inmueble	\$ 2.629.931,58
Ocupación	100%
Porcentaje del activo total	1,09%

El 11 de setiembre 2018, Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. administradora del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista comunica que suscribió un contrato de suscripción en firme con ACOBO Puesto de Bolsa, S.A. por 486 participaciones. El precio de colocación fue de \$5.520,00 por participación para un monto total colocado de \$2.682.720,00.

El 06 de noviembre 2018, VISTA SAFI comunica el resultado de la revaloración anual de los siguientes inmuebles propiedad del Fondo de Inversión Inmobiliario VISTA. El



valor en libros de la participación se incrementa en \$0,03, siendo el nuevo valor \$5.293,42. El resultado es el siguiente:

Nombre de la propiedad	Variación por inmueble	% Participación del Total de la Cartera
Edificio Poder Judicial Alajuela	(\$138.360,38)	1,07%
Plaza Limonal	\$79.819,33	0,80%
Condominio Plaza Murano	\$63.730,51	0,13%
<b>Total</b>	<b>\$5.189,46</b>	<b>2,01%</b>

El 22 de noviembre 2018, Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. administradora del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista comunica que suscribió un contrato de suscripción en firme con ACOBO Puesto de Bolsa, S.A. por 184 participaciones. El precio de colocación fue de \$5.440,00 por participación para un monto total colocado de \$1.000.960,00.

El 12 de diciembre 2018, Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. administradora del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista comunica que suscribió un contrato de suscripción en firme con ACOBO Puesto de Bolsa, S.A. por 422 participaciones. El precio de colocación fue de \$5.440,00 por participación para un monto total colocado de \$2.295.680,00.

El 19 de diciembre 2018, Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. comunica sobre la Compra de un Inmueble para ser incorporado a la Cartera de Activos del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista, tal como se detalla a continuación:

Universidad San Judas Tadeo	
Fecha de compra	19 de diciembre 2018
Área arrendable (m2)	3.136,60
Valor de compra del inmueble	\$ 3.418.305,73
Ocupación	100%
Porcentaje del activo total	1,41%

## 5. FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA

**Calificación de Riesgo: scr AA 3 (CR) Perspectiva Estable**

**Programa de emisión de deuda: scr AA (CR)**

El F.I. Inmobiliario VISTA recibió autorización de oferta pública en octubre del 2000. Es un fondo dirigido a inversionistas que estén dispuestos a asumir riesgos por su participación indirecta en el mercado inmobiliario y que a

su vez pretenden obtener una plusvalía por la revalorización de los inmuebles (la cual puede ser positiva, nula o negativa).

Es un fondo destinado a un inversionista dispuesto a asumir los riesgos inherentes a una cartera inmobiliaria, tales como destrucción de los inmuebles, desocupación de estos, adquisición de inmuebles desocupados, incumplimiento por parte de los arrendatarios y procesos legales de desahucio.

Por ser un fondo cerrado, el Fondo Inmobiliario Vista no recompra las participaciones de los inversionistas. Todos aquellos inversionistas que deseen ser reembolsados deberán recurrir al mercado secundario para vender su participación.

La cartera del fondo tendrá como principal objetivo el invertir en bienes que de forma exclusiva o conjunta se destinen a viviendas, oficinas, estacionamientos, usos comerciales o industriales, y que se ubiquen en el territorio costarricense. El plazo de permanencia recomendado en el fondo es de no menos de 5 años, para obtener un patrimonio donde se aprecie el resultado esperado en las plusvalías de las inversiones del fondo.

También está dirigido a inversionistas que quiera invertir en emisiones de deuda que poseen características diferenciadas a la de los títulos de participación. Cada una de las emisiones que integrará el Programa de emisiones contará con un valor facial y tasa de interés conocida y una fecha de vencimiento definida. En una futura eventualidad, las liquidaciones a los inversionistas de emisiones de deuda entrarán en un orden de pago junto con el resto de los acreedores del fondo, y previo a los inversionistas que tengan títulos de participación.

F.I. Inmobiliario VISTA	
Por su naturaleza	Cerrado
Objetivo	Ingreso
Mercado	Local
Diversificado	Sí
Cartera	Fondo Inmobiliario
Moneda de Suscripción y Reembolso	Dólares
Monto de la Emisión	\$300.000.000,00 (trescientos millones de dólares)
Valor nominal de la participación	\$5.000
Número de participaciones autorizadas	60.000
Comisión de Administración Máxima	5% anual sobre el valor neto de los activos del fondo.

El Fondo cuenta con la autorización desde febrero 2016 para realizar oferta pública de valores de un programa de emisiones de bonos por un monto de US\$50.000.000,00 (cincuenta millones de dólares), colocado en dólares.

Al 31 de diciembre 2018, el Fondo tiene en circulación 45.251 participaciones (41.827 participaciones en el 2017) con valor nominal de US\$5.000 cada una, representando el 75,42% de los títulos autorizados

### 5.1. Programa de deuda

El Fondo cuenta con la autorización para realizar oferta pública de valores de un programa de emisiones de bonos por un monto de US\$50.000.000,00 (cincuenta millones de dólares), colocado en dólares. El Fondo dispondrá de un plazo de cuatro años para definir las características de las emisiones que conformarán el programa de emisiones.

Las características de las emisiones que conforman los programas se notificarán por medio de comunicados de Hechos Relevantes.

Las características del Programa de Emisión de Deuda se detallan a continuación:

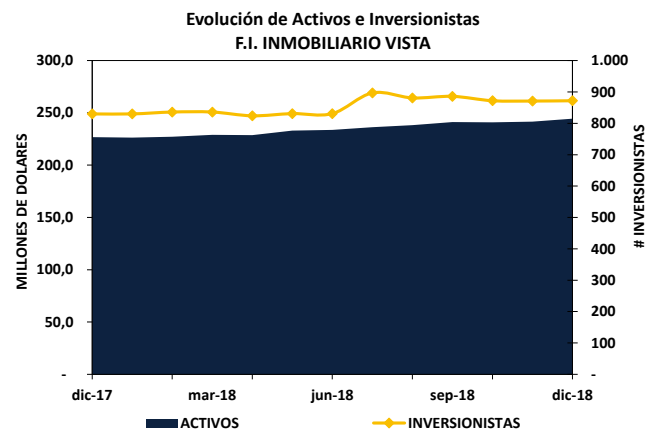
Programa de Emisión de Deuda	
Fecha de autorización	12 de febrero 2016
Monto del Programa	\$50.000.000,00 (cincuenta millones de dólares)
Clase de instrumento	Bonos
Garantías	Las emisiones que integran los programas de bonos estandarizados no poseen garantías Esta oferta está dirigida únicamente al mercado costarricense. Sin embargo, el emisor se reserva el derecho de registrar sus emisiones en otros mercados tanto para su colocación en el mercado primario como para el mercado secundario, en cuyo caso se realizaría un comunicado de hechos relevantes informando sobre la autorización.
Mercados en que se inscribe la oferta	
Destino de los recursos	Los recursos provenientes de la captación mediante la colocación de valores de deuda serán utilizados para la compra de inmuebles y mejoras a los edificios.

### 5.2. Activos e inversionistas

A diciembre 2018, los activos administrados del F.I. Inmobiliario VISTA alcanzan la suma de \$244,44 millones, presentando un aumento anual de 8% y semestral de 5%.

Como resultado de lo anterior el fondo se coloca en la quinta posición dentro del ranking según activos totales de

los Fondos Inmobiliarios del mercado, registrando una participación de 11,09% del mercado.



En cuanto al número de inversionistas del Fondo, al cierre del período bajo análisis se registran 872 participantes, aumentando en 42 inversionistas en el último año.

Con respecto a la concentración de inversionistas, el fondo cuenta con una concentración moderada, siendo que el principal inversionista aporta el 14% de los activos del Fondo, mientras que los primeros 20 inversionistas representan 62% del total de activos, sin embargo esto se mitiga en cierto grado al ser un fondo de inversión cerrado.

Por medio del Herfindahl Index (H) se obtiene como resultado 400,58 puntos, número que se ubica por debajo de los 1.000 puntos y cae en la categoría de concentración baja dentro de los 20 principales inversionistas según lo que expone el índice.

### 5.3. Situación Financiera

A diciembre 2018 los activos del fondo alcanzan la suma de \$244,44 millones, lo anterior se traduce en un aumento de cerca de 8% de forma anual en respuesta principalmente al aumento en la inversión en inmuebles. La inversión en inmuebles registra un crecimiento de 9% anual en respuesta a la incorporación de seis inmuebles a la cartera del Fondo durante el último año, además de las mejoras realizadas en los inmuebles existentes.

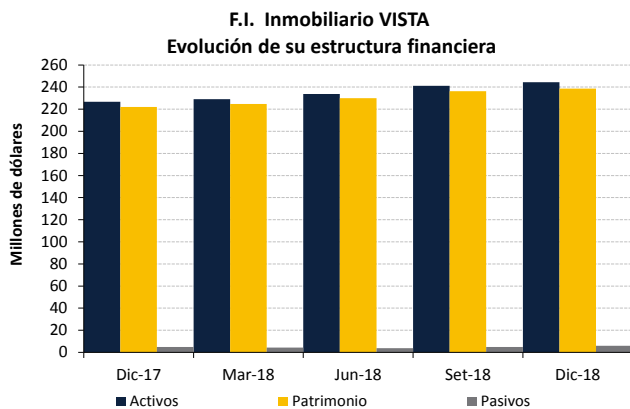
La composición de los activos se mantiene similar a lo registrado en períodos anteriores. Los activos del Fondo se componen principalmente por la inversión en inmuebles, partida que representa al cierre del período en análisis, un 98% del total. La porción restante se compone de inversiones en valores, cuentas por cobrar, efectivo y otros activos.

Por su parte, los pasivos del Fondo presentan un incremento cercano al 22% anual a diciembre 2018, registrando un total de \$5,88 millones. Dicha variación es explicada en mayor medida al registro de un préstamo por pagar al cierre del período en análisis.

Con respecto a su composición, la principal cuenta en representatividad son las cuentas por pagar con un 32% del total, partida que corresponde en su mayoría al rendimiento por pagar a los inversionistas. Los depósitos en garantía, por su parte, representan el 23% de los pasivos y los préstamos por pagar el 20% del total, siendo los anteriores las partidas más representativas del pasivo.

Cabe destacar que el Fondo cuenta con líneas de crédito por un total de \$30,0 millones. Al 31 de diciembre el préstamo por pagar es de \$1,20 millones. Las garantías de los préstamos por pagar corresponden a hipotecas sobre fincas propiedad del Fondo.

El patrimonio, por su parte, alcanza la suma de \$238,56 millones al finalizar el período de análisis, el cual registra una variación positiva de 8% a nivel anual. El comportamiento creciente en el patrimonio obedece a la variación que presentaron los títulos de participación, la cual además es la principal cuenta que compone el patrimonio representando el 95% del total.

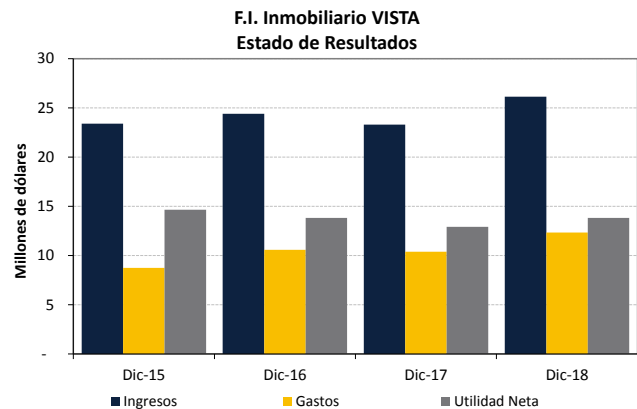


Con respecto al estado de resultados, para el cierre del 2018, el Fondo acumula una utilidad neta de \$13,81 millones, presentando un crecimiento de 7% anual, lo que responde a que el crecimiento de los ingresos de forma absoluta superó el registrado por los gastos en el período en análisis.

Específicamente, los ingresos acumulados a diciembre 2018 totalizan \$26,15 millones, los cuales muestran un incremento anual de 12%. Dicha variación responde en mayor medida al aumento en los ingresos por

arrendamiento y en las ganancias por valoración de inmuebles. Al analizar los ingresos por su composición, la partida más representativa son los ingresos por arrendamiento, los cuales representan el 82% del total. Seguido se encuentran las ganancias por valoración de inmuebles con 16%. El porcentaje restante se distribuye en ingresos financieros y otros ingresos.

En el caso de los gastos, estos suman un total de \$12,33 millones al final del período bajo análisis, creciendo en 19% anual. La variación en los gastos responde principalmente al incremento en las pérdidas por valoración de inmuebles y otros gastos operativos. La cuenta más representativa de los gastos al cierre de diciembre 2018 son los gastos de operación con 91% del total.



## 5.4. Cartera Administrada

El Fondo Inmobiliario VISTA cuenta a la fecha de análisis con 52 inmuebles; a continuación el detalle de los mismos según su distribución por actividad económica:

### Bodegas

1. Bodega de Tirrases
2. Bodega La Pitahaya Cartago
3. Bodegas Cormar Uruca
4. Bodegas de Pavas
5. Bodegas del Sol
6. Bodegas en el Coyal De Alajuela
7. Bodegas Flexipark
8. Bodegas La Luz Caribeña
9. Complejo de Bodegas Pavas

### Comercio

10. Condominio Sunset Hights Playa Flamingo
11. Condominio Vertical Comercial Resid Avalon
12. Edificio Ferreteria El Mar Escazu
13. Edificio Fischel Curridabat
14. Edificio Importadora Monge



15. Edificio Megasuper Desamparados
16. Edificio Megasuper Tejar del Guarco
17. Laboratorio Paez San Pedro
18. Laboratorio Paez Escazú
19. Mall Plaza Occidente
20. Plaza Limonal

#### Oficinas

21. Centro Ejecutivo La Sabana
22. Centro Ejecutivo La Virgen
23. Centro Ejecutivo Tournon
24. Colegio Saint Margaret
25. Colegio Saint Peters
26. Condominio Plaza Murano
27. Edificio 2x1
28. Edificio Alfa y Omega
29. Edificio Cartagena
30. Edificio Da Vinci
31. Edificio Don Bosco
32. Edificio Elefteria
33. Edificio Equus
34. Edificio Facio Y Cañas
35. Edificio Gibraltar
36. Edificio La Joya
37. Edificio Maria Auxiliadora
38. Edificio Murray
39. Edificio Odessa
40. Edificio Paris
41. Edificio Pekín
42. Edificio Poder Judicial Alajuela
43. Edificio Praga
44. Edificio Prisma Y Spazio
45. Edificio Real Sabana
46. Edificio Sabana Sur
47. Edificio Thor
48. Edificio Torre Del Este
49. Edificio Torre Mercedes Siglo XXI
50. Edificio Torre Zeta
51. Oficina Periférica Banco Popular San José
52. Universidad San Judas Tadeo

Los inmuebles mencionados anteriormente se encuentran a nombre del Fondo ante el Registro Nacional de la Propiedad y cuentan con su respectiva póliza al día. La póliza de seguro que posee el Fondo es denominada "Todo Riesgo Daño Físico", la cual cubre absolutamente cualquier eventualidad que pudiera presentarse. Además, fue decisión de la Administración incluir una cobertura adicional llamada "Pérdida de Renta", la cual le permite al Fondo cubrir hasta seis meses los alquileres de los locales que sufrieran algún daño, con el objetivo de mantener los

ingresos por ese período de tiempo, durante las reparaciones.

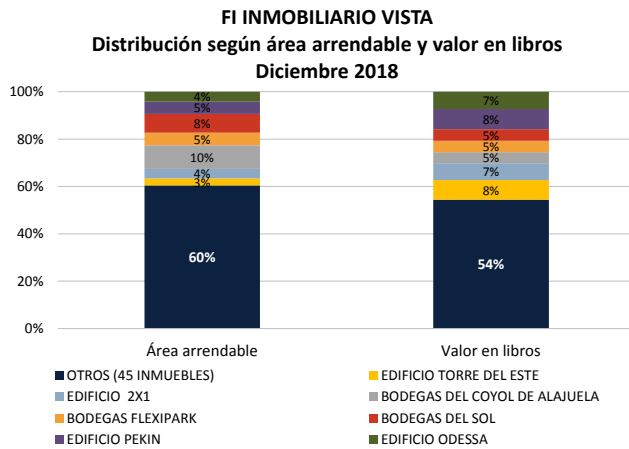
A diciembre 2018 el área arrendable del Fondo alcanza un total de 177.340,74 m<sup>2</sup>. Los últimos inmuebles incorporados al Fondo son el Colegio Saint Peters, el Colegio Saint Margaret y la Universidad San Judas Tadeo. El detalle de la compra de dichos inmuebles se muestra a continuación:

Inmueble	Fecha de compra	Área arrendable	Valor de compra del inmueble	Ocupación
Colegio Saint Peters	18-jul-18	2.819,95 m2	\$ 3.290.888,12	100%
Colegio Saint Margaret	21-sep-18	3.430,58 m2	\$ 2.629.931,58	100%
Universidad San Judas Tadeo	19-dic-18	3.136,6 m2	\$ 3.418.305,73	100%

Del total del área arrendable del fondo, a diciembre 2018 un 52% del total está ocupado por oficinas, seguido de 40% por bodegas y el restante 8% por inquilinos dedicados al comercio.

El inmueble que registra la mayor área arrendable corresponde a las Bodegas del Coyol de Alajuela, inmueble que representa un 10% del área total arrendable del Fondo. Seguido se encuentran Bodegas del Sol con 8% y Bodegas Flexipark y Edificio Pekin con 5% de participación cada uno, siendo los anteriores los de mayor representación. Por su parte, aquellos inmuebles con mayor participación según el valor en libros corresponden al Edificio Pekín y Edificio Torre del Este con 8% del total cada uno, seguido del Edificio Odessa y el Edificio 2x1 con 7% cada uno.

Dada la cantidad de inmuebles que tiene el Fondo, se puede observar en el siguiente gráfico que el 60% del área arrendable corresponde a 45 inmuebles con una participación no mayor a 4% cada uno. Situación muy similar se presenta según el valor en libros. Lo anterior muestra la baja concentración que mantiene el Fondo por inmueble.



## 5.5. Valoraciones Efectuadas

De acuerdo con la normativa vigente, los fondos inmobiliarios deben realizar valoraciones de sus inmuebles al menos una vez al año.

Durante la segunda mitad del 2018 se actualizaron las valoraciones de 22 inmuebles y se realizaron las primeras valoraciones por parte del Fondo de los tres inmuebles adquiridos durante el semestre. De los inmuebles valorados, 16 registraron variaciones positivas y 6 de ellos presentaron minusvalías, por lo que el efecto neto de las valoraciones sobre el total de inmuebles resulta en una plusvalía de \$6,77 millones que se traduce en una revalorización de las participaciones hacia el alza.

Aquellos inmuebles que presentaron mayor variación en su valor fueron el Edificio 2x1, el Edificio Torre Zeta, Edificio Odessa, Edificio Praga, Bodegas Flexipark y el Centro Ejecutivo La Sabana; tres de ellos presentando una variación negativa (Odessa, Praga y Flexipark) y los tres restantes con variaciones positivas.

Las plusvalía registradas en el Edificio 2x1 responden a que en el inmuebles que llevó a cabo una remodelación mayores, impactando positivamente tanto la valoración financiera como la pericial.

A continuación se detallan los inmuebles con cambios más representativos en su valor:

Nombre de la propiedad	Valoración Anterior	Avalúo Actual		Plusvalía / Minusvalía	Variación
		Pericial	Financiero		
Cifras en miles					
Edificio 2x1	\$10.784,31	\$17.063,32	\$18.819,57	\$6.279,01	58,22%
Edificio Torre Zeta	\$ 6.612,63	\$ 7.322,28	\$ 7.997,18	\$ 709,64	10,73%
Centro Ejecutivo La Sabana	\$ 1.704,72	\$ 2.018,98	\$ 1.968,63	\$ 263,91	15,48%
Edificio Odessa	\$18.298,18	\$19.061,82	\$17.558,82	\$ -739,35	-4,04%
Edificio Praga	\$ 3.716,10	\$ 4.953,55	\$ 3.494,16	\$ -221,94	-5,97%
Bodegas Flexipark	\$11.624,27	\$12.373,68	\$11.495,80	\$ -128,47	-1,11%

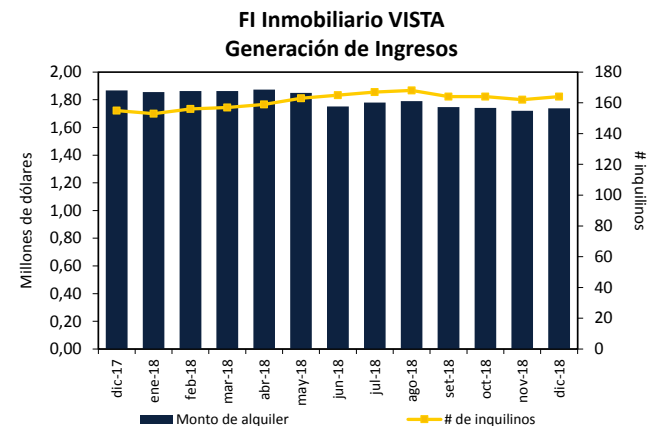
Se destaca que en el cuadro anterior, la columna llamada "Valoración Anterior" se refiere al menor monto de las valoraciones llevadas a cabo en el período previo a las actuales.

Adicionalmente, se valoraron los inmuebles que se adquirieron durante el semestre, a continuación el detalle de las valoraciones:

Inmueble	Avalúo Actual	
	Pericial	Financiero
Colegio Saint Peters	\$3.405.833,49	\$ 3.226.146,55
Colegio Saint Margaret	\$2.588.839,92	\$ 2.800.941,13
Universidad San Judas Tadeo	\$3.513.914,40	\$ 3.630.253,54

## 5.6. Generación de Ingresos

La renta mensual que registró el Fondo a diciembre 2018 fue de \$1,74 millones, reduciéndose en 7% anual y en 1% semestral. Dicha variación estuvo explicada en mayor medida por la reducción de la renta del Edificio Odessa y el Edificio Pekín, principalmente por un aumento en la desocupación de ambos inmuebles.



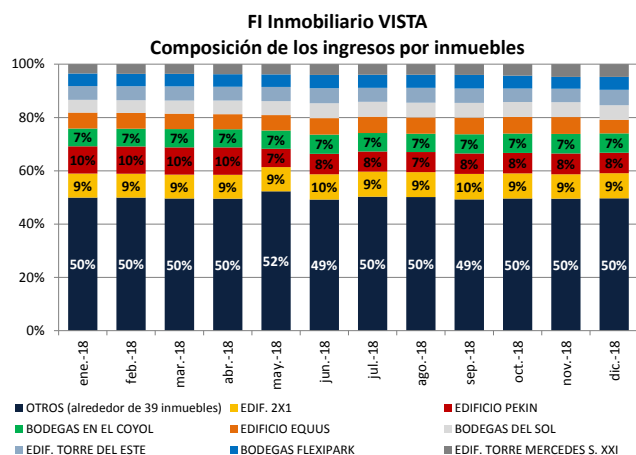
Cabe destacar que a la fecha de análisis, el Fondo contaba con cuatro inmuebles desocupados al 100%, lo que afecta la generación de ingresos para el Fondo. Por su parte, la incorporación de varios inmuebles durante el semestre le

aportó alrededor de \$55 mil adicionales a los ingresos del Fondo.

El 67% del total de ingresos a diciembre 2018 provienen de inmuebles destinados a Oficinas, seguido del 25% de Bodegas y el restante 8% de Comercio. En promedio, el precio por metro cuadrado para los inmuebles ronda \$6,58 en el caso de las Bodegas, \$19,95 para los inmuebles destinados al Comercio y \$18,94 para el caso de las Oficinas.

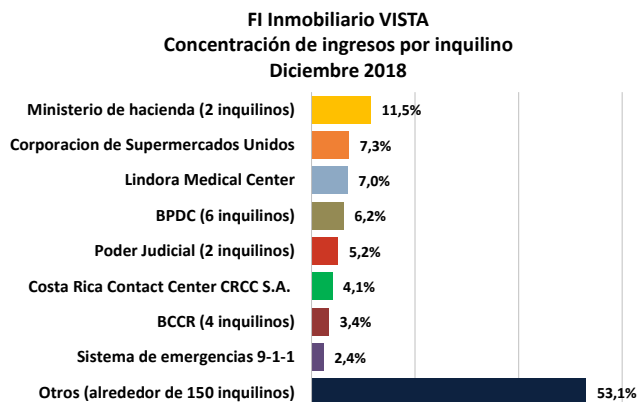
Por su parte, de las rentas registradas al cierre del período en análisis, el 64% corresponden a inquilinos del sector privado. El restante 36% corresponde a inquilinos del sector público, entre los que se encuentran el Ministerio de Hacienda, la Caja Costarricense del Seguro Social, el Banco Central de Costa Rica, el Tribunal Supremo de Elecciones, entre otros.

Con respecto al análisis de la composición de la renta total por inmueble, a diciembre 2018 el ingreso por renta de mayor importancia relativa lo tiene el Edificio 2x1 con un 9,4% (1 inquilino), seguido del Edificio Pekín con 7,7% (3 inquilinos), las Bodegas en el Coyol de Alajuela con 7,3% (1 inquilino), el Edificio Torre del Este con 5,8% (14 inquilinos), las Bodegas del Sol con 5,5% (23 inquilinos) y el Edificio Equus con 5,1% (8 inquilinos) de representación, siendo los anteriores los más representativos. Como se detalla en el siguiente gráfico, el 50% de las rentas a diciembre 2018 corresponden a 39 inmuebles con un porcentaje de representación promedio de un 1%.



Adicionalmente, analizando la composición de las rentas por inquilino, se tiene que el de mayor representación es el Ministerio de Hacienda con 11,50% de participación; en este caso corresponde a dos inquilinos en dos inmuebles diferentes. Seguido se encuentran la Corporación de Supermercados Unidos con un 7,26%, Lindora Medical

Center con 6,98% y el Banco Popular de Desarrollo Comunal (BPDC) con 6,20%. En el caso del BPDC son varios inquilinos distribuidos en seis inmuebles del Fondo. Tal como se observa en el siguiente gráfico, el 53,06% de los ingresos del Fondo a diciembre 2018 provienen de alrededor de 145 inquilinos.

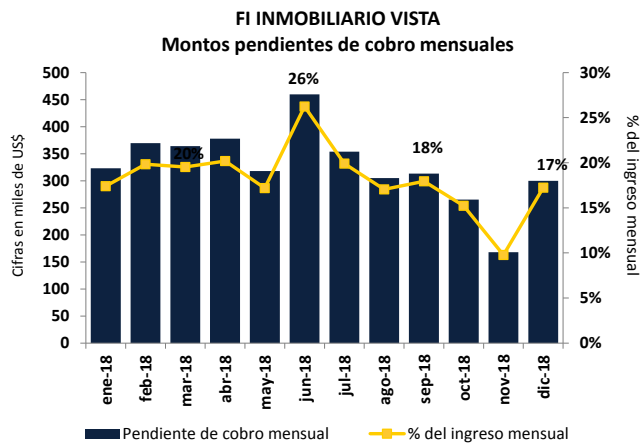


SCRiesgo considera que, dada la cantidad de inmuebles e inquilinos con que cuenta el Fondo, las rentas tienen una adecuada diversificación lo que reduce el riesgo por concentración.

## 5.7. Alquileres por cobrar

El monto de los alquileres por cobrar mensual al cierre de diciembre 2018 alcanza un total de \$299.875,59, mismo que representa cerca del 17% de las rentas totales del mes y que disminuye en un 35% con respecto al monto registrado al cierre del semestre anterior.

Los alquileres por cobrar al cierre de diciembre 2018 están compuestos principalmente por la morosidad en el pago de inquilinos en el Centro Ejecutivo Tournon (18% de participación), Complejo de Bodegas Pavas (15%) y el Edificio Torre del Este (9%), los anteriores como los más representativos. Por su parte, el 58% del monto mensual adeudado corresponde a 20 inmuebles en los cuales algunos de sus inquilinos se encontraban morosos a la fecha de análisis.

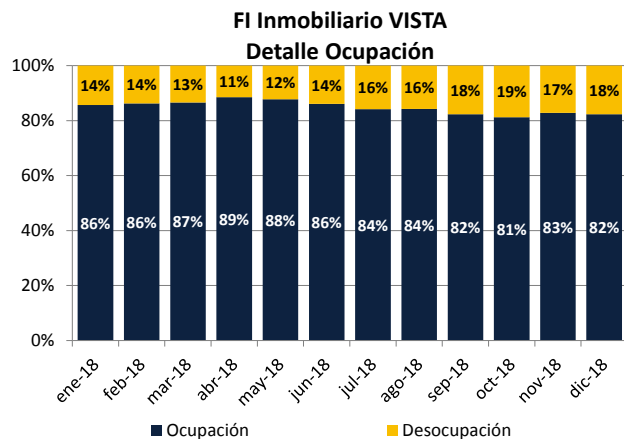


Los contratos de arrendamiento que se realizan con inquilinos pertenecientes al sector público, tienen estipulado que el pago se realiza por mes vencido. A diciembre 2018, el 43% del monto pendiente de pago corresponde a instituciones del Sector Público, rentas que por norma contable se deben registrar como pendientes de pago, sin embargo, según el contrato se encuentran al día.

Cabe destacar, que durante el semestre en análisis se pudo observar una reducción en las rentas mensuales pendientes de pago en relación a lo registrado en períodos anteriores.

## 5.8. Ocupación

El Fondo ha mostrado en el último año un promedio de 85% de ocupación. El porcentaje de ocupación se ha mantenido relativamente estable, no obstante, durante el segundo semestre 2018 se presentó una ligera desmejora en dicha variable.



A diciembre 2018, el dato específico de ocupación fue de 82,37%, ubicando al Fondo por debajo del porcentaje de

ocupación de la industria que se registra en 90,0% al cierre del período en análisis.

La desocupación del Fondo responde a la desocupación parcial de algunos de sus inmuebles, y total en el caso de cuatro inmuebles. Los inmuebles que ha mantenido 100% desocupados el Fondo son: Edificio Praga, Edificio Real Sabana, Bodegas Pavas y más recientemente el Edificio Odessa. La Administración comenta que en conjunto con el comité de inversión han estado realizando diversos análisis de los inmuebles desocupados con la finalidad de intervenirlos si así lo requieren y de buscar a los inquilinos aptos para los inmuebles.

De momento el Edificio Odessa y el Edificio Praga se encuentran en proceso de readecuación para ajustar a los estándares actuales y para adaptarlos a que sean edificios eficientes. El inmueble Bodegas de Pavas se está interviniendo con la finalidad de dar mayor amplitud y mayor eficiencia a los espacios y en el caso del Edificio Real Sabana, ha sido visitado por varios interesados tanto del sector público como el privado.

Cabe mencionar que en algunos casos, la desocupación prolongada que se observa obedece a que se aprovecha para realizar remodelaciones en los inmuebles. Lo anterior les ha permitido ir modernizando algunos de sus inmuebles más antiguos y ajustarlos a las necesidades actuales del mercado, lo que también ha impulsado la colocación de los mismos a un precio mayor al que anteriormente se arrendaban.

Detallando por actividad económica, los inmuebles destinados al sector comercio son los que presentan una menor desocupación, representando menos de un 1% del área total arrendable del Fondo. Por su parte, los inmuebles desocupados destinados a oficinas representan un 13% y los de bodegas cerca de un 4% del área arrendable.

Cabe destacar que la desocupación en los inmuebles con mayor representación dentro del área total arrendable es baja y no alcanza un 2% de participación.

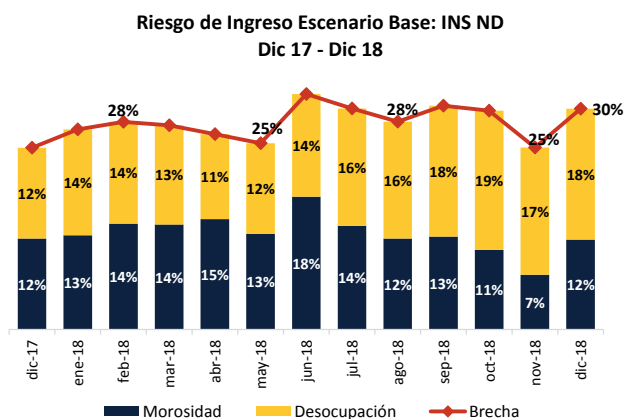
En general, la Administración del Fondo se encuentra ejecutando acciones para lograr una mayor ocupación del Fondo tales como: mayor publicidad para ofrecer las áreas disponibles, asesorías de compañías de bienes raíces o relacionadas, con la finalidad de lograr mayor conocimiento del mercado, seguimiento permanente de los interesados y búsqueda directa de posibles inquilinos.

## 5.9. Sensibilización

Como resultado de la aplicación de un modelo de sensibilización realizado por SCRiesgo el cual permite ver el riesgo de liquidez en los fondos inmobiliarios, se puede obtener la brecha entre los ingresos percibidos y los que eventualmente se podrían haber percibido en un escenario de total ocupación y en ausencia de morosidad.

La brecha de los ingresos alcanza un 30% a diciembre 2018, compuesta en un 18% por la morosidad y en un 12% por la desocupación del Fondo. Lo anterior indica que los ingresos se alejan en ese porcentaje de lo que eventualmente se podrían haber percibido en un escenario de total ocupación y sin morosidad.

En el gráfico se puede observar como la brecha se ha mantenido por encima del 20%, por lo que existe un monto considerable de rentas que se están dejando de percibir por la morosidad de algunos de sus inquilinos y la desocupación de varios inmuebles.

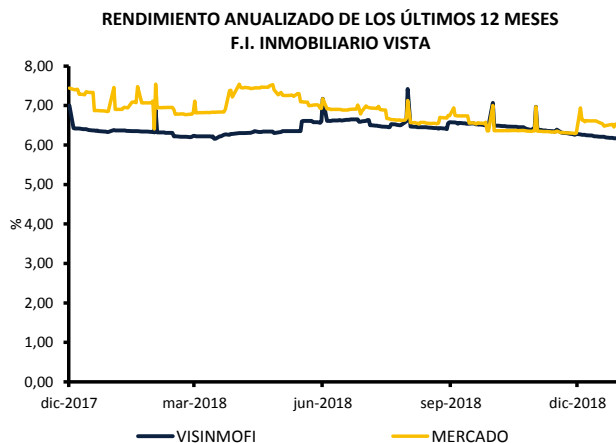


Lo anterior permite tener más claro hacia donde se deben orientar los esfuerzos de la gestión del Fondo para reducir la brecha de ingresos y evitar problemas de liquidez. Por lo tanto, en el caso del Fondo Inmobiliario VISTA se debe abordar ambos temas para lograr reducir la brecha e impactar positivamente los ingresos del Fondo y por ende su rendimiento.

## 5.10. Riesgo-Rendimiento

El Fondo presenta un rendimiento promedio de los últimos 12 meses de 6,43% durante el segundo semestre 2018, aumentando ligeramente con respecto al rendimiento medio registrado en el semestre anterior. Se puede observar como el rendimiento del Fondo ha mostrado un comportamiento bastante estable durante el último año, asimismo, se ha ubicado en la mayor parte del período por

debajo de lo que promedia el mercado (6,66% durante el segundo semestre 2018). El rendimiento del Fondo se ve influenciado por las valoraciones que se realizan en la cartera inmobiliaria



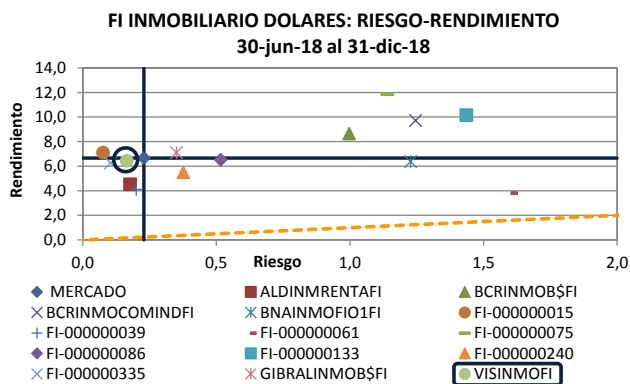
A diciembre 2018, el rendimiento líquido de los últimos 12 meses, mismo percibido por los inversionistas de acuerdo a las rentas mensuales que recauda el fondo, fue de 6,57%; cifra que disminuye con respecto a la registrada al cierre de junio 2018 (7,30%), colocándose asimismo por debajo del rendimiento líquido que presenta la industria (6,84%).

La siguiente tabla muestra un resumen de los principales indicadores del Fondo de Inversión para el período de análisis.

F.I. INMOBILIARIO VISTA				
Indicador	Jun-17 a Dic-17	Dic-17 a Jun-18	Jun-18 a Dic-18	Mercado Jun-18 a Dic-18
PROMEDIO	6,63	6,39	6,43	6,66
DESVSTD	0,34	0,17	0,16	0,23
RAR	19,60	37,89	39,15	29,08
COEFVAR	0,05	0,03	0,03	0,03
MAXIMO	7,46	7,17	7,42	7,13
MINIMO	6,33	6,16	6,17	6,32
BETA	0,30	-0,20	0,26	n.a.

Al realizar un análisis entre riesgo y rendimiento se observa que el Fondo se mantiene en el segundo cuadrante, esto significa que el fondo asocia un rendimiento y una volatilidad menor al promedio del mercado.





## 6. TÉRMINOS A CONSIDERAR

### 6.1. Beta

Se muestra como una medida de sensibilidad de los rendimientos del fondo ante variaciones en el mercado.

### 6.2. Coeficiente de Variación

Una medida que intenta incorporar en una única cifra el rendimiento previsto y el riesgo de la inversión (medido como la desviación estándar del rendimiento). En el caso de fondos de inversión cuanto más bajo es el CV, menor es el riesgo por unidad de rendimiento.

### 6.3. Desviación Estándar

Indica en cuánto se alejan en promedio los rendimientos diarios del fondo de inversión con respecto al rendimiento promedio obtenido durante el período de tiempo en estudio.

### 6.4. Rendimiento Ajustado por Riesgo (RAR)

En un fondo de inversión, indica cuántas unidades de rendimiento se obtienen o paga el fondo por cada unidad de riesgo que asuma.

La calificación otorgada no ha sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Fondos de Inversión utilizada por SCRiesgo fue actualizada en el ente regulador en febrero de 2018. SCRiesgo otorga calificación de riesgo por primera vez a este emisor en setiembre 2018. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.

SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.