

FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA DIVERSIFICADO

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 8 de agosto de 2019

| Clasificación | Categoría | | Definición de Categoría |
|-------------------------------------|----------------------|----------|---|
| | Actual | Anterior | |
| Riesgo de Crédito y Mercado | (Nueva) AA-fii.sv | - | Fondos calificados AAFii muestran una alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo y su portafolio de inversiones presentan una ligera sensibilidad frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. |
| Riesgo Administrativo y Operacional | (Nueva) Adm 1.sv | - | El fondo cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión. |
| Perspectiva | Estable | - | |

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

| ----- MM US\$ al 31.03.19 ----- | | |
|---------------------------------|----------------|-------------------|
| Inmuebles: 241.8 | Activos: 244.5 | Patrimonio: 238.4 |
| Rentabilidad: 5.96 | Ingresos: 6.0 | U. Neta: 3.3 |

Historia: Fondo AA-fii / Adm 1, asignada el 08.08.19

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados de la SAFI al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018, los estados financieros intermedios de la SAFI al 31 de marzo de 2018 y 2019; los estados financieros auditados del Fondo al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018, los estados financieros intermedios del Fondo al 31 de marzo de 2018 y 2019; así como información adicional proporcionada por la SAFI.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo dictaminó asignar las siguientes calificaciones al Fondo de Inversión Inmobiliario Vista Diversificado (en adelante el fondo), administrado por Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. (en adelante Vista SAFI o la SAFI): AA-fii.sv a la dimensión de riesgo de crédito y mercado y Adm 1.sv a la dimensión de riesgo administrativo y operacional, con base en la evaluación efectuada al 31 de marzo de 2019. La perspectiva de la calificación es Estable.

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

Características de los títulos de participación:

País de operación: Costa Rica

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

Plazo de colocación: 15 de octubre del 2028

Vencimiento del fondo: No tiene vencimiento

Número de participaciones autorizadas: 60,000

Periodicidad de reparto de ganancias: Mensualmente

De acuerdo con la información de SUGEVAL, de los catorce fondos de inversión inmobiliarios en Costa Rica, en dólares, el Fondo de Inversión Inmobiliario Vista ocupa la tercera posición con una participación de mercado del 13.3%, por activos netos (al 31 de marzo de 2019). Cabe mencionar que, de los catorce fondos de inversión inmobiliarios, nueve pertenecen a conglomerados financieros multinacionales y cinco son independientes (entre estos Vista). Con base a lo anterior, Vista es el fondo inmobiliario con mayor participación de mercado (40.9%), en activos netos, de los fondos independientes.

Fundamentos para la calificación de riesgo de crédito y mercado.

Alta diversificación en su portafolio inmobiliario: A la fecha de evaluación, el Fondo cuenta con 52 inmuebles en su portafolio de inversiones, de los cuales 38 están ubicados en San José, el resto están dispersos en los diferentes distritos del país. En cuanto a la actividad económica por inmueble, medida por metros arrendables, el 53% de los inmuebles del Fondo corresponden a oficinas, el 40% a bodegas y el 7% restante, a comercios. Adicionalmente, la concentración de los principales inmuebles en el portafolio

inmobiliario es baja (por su valor en libros), en tanto que el principal inmueble participa en el portafolio con un 9.0%, mientras que los principales 5 inmuebles representan el 36.4%. Adicionalmente, los niveles de concentración del Fondo en su principal inmueble comparan de manera favorable con respecto al resto de fondos inmobiliarios en Costa Rica (31.7%), entre estos los independientes (31.9%). En la medida que existan concentraciones bajas, menor será la exposición a riesgos geográficos, naturales, legales, etc.

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

Adecuada dispersión y antigüedad de sus arrendatarios: La diversificación de sus inquilinos, medida por su participación en los ingresos totales del Fondo, es adecuada. Así, al cierre del primer trimestre de 2019, el principal arrendatario representa un 11% de los ingresos del Fondo, mientras que sus 10 principales arrendatarios participan con un 50.4%. Los arrendatarios del fondo se desarrollan en distintas actividades económicas, principalmente comercio (15%), la banca (13%), servicios médicos (12%), supermercados (10%), entre otros (50%). Importante señalar que el 36% de sus inquilinos corresponden al sector público, mientras que el 64% restante pertenecen al sector privado. Al no existir concentraciones relevantes en un sector específico, se mitigan los riesgos a los que el Fondo se vería expuesto en un sector en específico.

Adicional a lo anterior, la antigüedad promedio del total de inquilinos está entre los 4 y 5 años, contando con cláusulas contractuales adecuadas de protección ante desalojos anticipados o cánones especiales. Así mismo, el plazo ponderado de vencimiento de los contratos actuales con sus inquilinos es de 3.1 años. No obstante, el Fondo presenta una concentración relevante en el vencimiento de sus contratos actuales para el año 2022, los cuales representan el 34.5% de los ingresos del Fondo a la fecha de evaluación; por lo que Zumma monitoreará la gestión del Fondo ante esta exposición.

Niveles de ocupación actual modestos: La ocupación en el mercado inmobiliario costarricense se mide por categoría de edificación (principalmente oficinas, comercio e industria), en cuanto que la ocupación general del mercado se ubica alrededor del 90% en la actualidad. Históricamente, el Fondo ha manejado niveles de ocupación por encima del 80%. A marzo 2019, los niveles de ocupación se consideran modestos, ubicándose en un 84%, nivel que se proyecta ronde el 87%-90% al finalizar el año en curso, debido a la prevista ocupación inminente de dos de sus inmuebles. Dicho nivel de ocupación compara de manera desfavorable con respecto a la ocupación promedio de los fondos de inversión inmobiliarios que operan en ese mercado, siendo del 89% al primer trimestre del año.

Rentabilidad atractiva y con baja volatilidad: En cuanto al rendimiento líquido del Fondo, a la fecha de evaluación, este se ubica en un 6.23%. Dicho nivel se ubica ligeramente por encima del promedio de la industria (6.12%)

pero levemente por debajo del promedio de los fondos de inversión inmobiliarios independientes (6.55%). La volatilidad de la rentabilidad del fondo ha sido baja, y al comparar los niveles de rentabilidad por unidad de riesgo con respecto a la industria, el Fondo compara de manera favorable, otorgando un mayor rendimiento ante el riesgo asociado.

Al 31 de marzo de 2019, el Fondo cuenta con 45,251 certificados de títulos de participación (correspondiendo al 75.4% de los títulos autorizados), con un valor neto por participación de US\$5,267 (US\$5,303 en marzo de 2018). El valor o precio de la participación se obtiene al dividir el valor del activo neto del Fondo, calculado al final de cada día natural, entre el número de participaciones en circulación. La política del Fondo es la repartición del 100% del beneficio neto percibido por el fondo, de manera mensual, los primeros diez días hábiles de cada mes. Zumma anticipa que los niveles de rentabilidad caerán en el corto plazo, debido al impacto que tendrá a nivel de país la reciente reforma fiscal. El impacto de dicha reforma podría ser parcialmente compensado por mejoras en la eficiencia y optimizando la ocupación. La calificadora se mantendrá vigilante sobre los efectos en los resultados del Fondo.

Nivel de endeudamiento bajo y con políticas sanas: La estructura de financiamiento del Fondo se encuentra compuesta, principalmente, por el saldo proveniente de los certificados de títulos de participación y, en menor medida, préstamos bancarios de corto plazo. Sobre estos últimos, el Fondo cuenta con líneas de crédito aprobadas con instituciones bancarias por US\$30 millones, cuyo saldo utilizado a la fecha es por US\$1.8 millones, de los cuales las garantías consisten en hipotecas sobre las propiedades del Fondo. Destacar que, dentro de la política de inversión en inmuebles, se encuentra determinado un límite de endeudamiento del 60% sobre los activos totales del Fondo, actualmente ubicado en 2.5%, nivel que compara de manera favorable con el nivel de endeudamiento promedio del total de fondos en la industria (18.4%) y aquellos no pertenecientes a un conglomerado financiero (17.4%).

Indicador de mora con tendencia al alza: Al cierre del primer trimestre del 2019, la mora (medida con los saldos de morosidad y en proceso judicial, sobre los ingresos por arrendamiento del período o anualizados) presenta un desarrollo favorable de compararse con 2018, ubicándose en 6.0% (6.5% en marzo 2018); No obstante, este indicador presenta una tendencia alcista al analizarse durante los últimos 4 años. La política de estimación por alquileres de cobro dudoso corresponde a una mensualidad de alquiler a partir del segundo mes de atraso por parte del inquilino del sector privado, aquellos que tengan más de dos meses de atraso serán trasladados a los asesores legales para que ejecuten lo que en su derecho corresponda. Para los inquilinos del sector público se procede conforme a lo que determina el Comité de Inversiones para cada caso particular.

Fundamentos para la calificación de riesgo administrativo y operacional.

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

sión autorizados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Al 31 de diciembre de 2018, tiene inscritos, aprobados y activos cinco fondos de inversión: dos de liquidez, dos de crecimiento y uno inmobiliario. Adicionalmente, se tiene inscrito el Fondo de Inversión de Desarrollo de Proyectos Vista, cuyo prospecto fue aprobado el 12 de diciembre de 2018, pero aún no se encuentra en operaciones.

Fuerte gobernanza para la administración y la gestión de riesgos: La alta administración del Grupo y la SAFI exhiben una amplia experiencia financiera en el mercado local e internacional. En el área de riesgos y cumplimiento cuentan con un Auditor Interno, un Oficial de Cumplimiento, un Gestor de Riesgos y un Gestor de Cumplimiento Normativo, cuyos requisitos para sus funciones son determinados por Junta Directiva considerando las regulaciones que para dicha función se encuentren vigentes. En opinión de Zumma, la alta experiencia con que cuenta el Grupo en cuanto a administración de fondos de inversión, dada la larga trayectoria en este campo, así como el crecimiento en activos administrados históricamente, se valora

como una fortaleza en el análisis. Vista SAFI maneja una estrategia conservadora al corto y mediano plazo, priorizando mantener rendimientos competitivos en todos sus fondos administrados, vigilantes en cuanto a oportunidades de inversión atractivas que impulsen su rentabilidad. El seguimiento a la planeación de Vista SAFI se realiza en las diferentes reuniones con la Junta Directiva que son una vez cada tres meses como mínimo. La agencia calificadora es de la opinión que la SAFI refleja coherencia entre las políticas que realiza con su estrategia. En términos de herramientas tecnológicas utilizadas por la SAFI se valoran como apropiadas para el buen desempeño del negocio. Cuentan con los aplicativos y sistemas de operación necesarios para el correcto funcionamiento y administración del fondo, así como con un sistema de seguimiento a la estrategia general, que cuenta con un mapeo de procesos apegado al plan estratégico, objetivos, gestión de riesgo y cumplimiento. A juicio de Zumma, el Fondo cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del mismo.

Fortalezas

1. Alta diversificación por inmueble.
2. Adecuada dispersión por arrendatario.
3. Buenos niveles de rentabilidad con baja volatilidad.
4. Bajo nivel de endeudamiento.

Debilidades

1. Niveles de mora con tendencia alcista.
2. Nivel de ocupación actual modesto.

Oportunidades

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

Amenazas

1. Coyuntura fiscal en Costa Rica
2. Sector inmobiliario competitivo

ENTORNO ECONÓMICO

Según las estimaciones de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL), la economía de Costa Rica registrará una tasa de expansión en su Producto Interno Bruto (PIB) de 2.8% a finales de 2019, ubicándose inferior al crecimiento esperado del 3.1% que experimentará la región (incluyendo Panamá y República Dominicana), por debajo de sus pares Honduras (3.5%) y Guatemala (3.0%), aunque por encima de El Salvador (2.3%) y Nicaragua (-5.0%). El crecimiento descrito estaría impulsado principalmente por la demanda interna, el consumo y la inversión pública, mientras que las actividades económicas que más crecerán serán los servicios de educación y salud, la actividad manufacturera y las actividades profesionales y de apoyo a empresas. Asimismo, las economías de América Latina crecerán en promedio 1.3% en 2019. En su informe, la CEPAL señala que las economías que más crecerán serán República Dominicana (5.5%), Panamá (5.4%) y Bolivia (4.3%).

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

El índice de precios al consumidor de Costa Rica, al mes de mayo 2019, presentó una variación interanual del 2.3%, de comparar con similar período en 2018. Por grupos económicos, los que exhiben una variación positiva en el IPC están ligados al transporte, educación y alimentos, mientras que los que presentan variaciones negativas son entretenimiento y cultura, restaurantes y alojamientos y prendas de vestir.

En cuanto a la administración de las finanzas públicas, a mayo de 2019, el déficit fiscal del país se ubicó en 2.6% en relación al Producto Interno Bruto, relación que exhibe un incremento del 0.4% en relación al mismo período un año atrás. Destaca la reducción del 0.1% en el déficit primario del Gobierno, que representa la diferencia entre los ingresos y los gastos, sin tomar en cuenta los intereses. De acuerdo con los datos del Ministerio de Hacienda, 2018 cerró con una deuda soberana del 70.6% del PIB, con estimaciones para 2019 que rondan el 73.8%. Costa Rica, a la fecha de evaluación, ostenta una calificación de riesgo soberana de B1 por Moody's y B+ por S&P y Fitch Ratings.

Como hecho relevante, La Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas (Ley 9635) hizo un cambio importante en la estructura tributaria costarricense. El más significativo, del cambio en mención, es la transformación del impuesto general sobre las ventas en un impuesto al valor agregado (IVA), con la cual se amplía la cobertura de ese

impuesto a los servicios con una tasa de 13%. El Banco Central de Costa Rica estima que el efecto sobre el IPC de la introducción del IVA sería relativamente bajo, y no se prevé que provoque efectos inflacionarios que requieran ser mitigados. Lo descrito anteriormente podría suponer un alivio a las finanzas públicas, cuyos beneficios e impactos se percibirán en el mediano plazo en dicha economía.

ANÁLISIS DEL MERCADO INMOBILIARIO

Durante el año 2018, el mercado inmobiliario (medido en metros cuadrados de construcción) exhibió un crecimiento del 2.3% en relación a 2017. Para 2019, de acuerdo con el Colegio Federado de Ingenieros y Arquitectos (CFIA), se espera mayor actividad en cuanto a obras públicas y privadas, superando el crecimiento de 2018, principalmente los sectores habitacional y comercial. En términos del PIB, el sector construcción representa aproximadamente el 5% del producto interno y se espera tenga un crecimiento modesto del 1.4% durante 2019, según el Banco Central de Costa Rica.

En cuanto a los tipos de edificación, al cierre de 2018, Vivienda es el que representa la mayor parte de las edificaciones, con un 47.0%, seguido de Comercio con un 27.2% e Industria con un 12.2%. Los precios por metro cuadrado varían dependiendo del tipo de edificación, zona y cualidades, para el cual la industria exhibe una tendencia al alza en los últimos años, a la expectativa de los impactos que pueda tener la reforma fiscal sobre estos. En este aspecto, a diciembre 2018, las Oficinas tuvieron un precio por metro cuadrado promedio de \$18.10, Comercio de \$21.28 e Industria de \$7.37.

Un indicador que mide el comportamiento del sector, es el incremento que muestran los créditos por parte de la banca, dirigidos al mercado de construcción, en tanto que, al 31 de mayo de 2019, este tipo de créditos presentan un incremento del 5.2% en relación al mismo período en 2018 (tomando en cuenta la banca privada y cooperativa).

En Costa Rica, las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) son las propietarias de importantes edificaciones de todo tipo, a excepción de Vivienda. 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 SAFI y fondos de inversión. Actualmente, Costa Rica cuenta con 14 SAFI, entre las cuales cuentan con fondos de inversión inmobiliarios o para proyectos de este tipo, por lo que este nicho financiero es bastante desarrollado de comparar con países pares en la región.

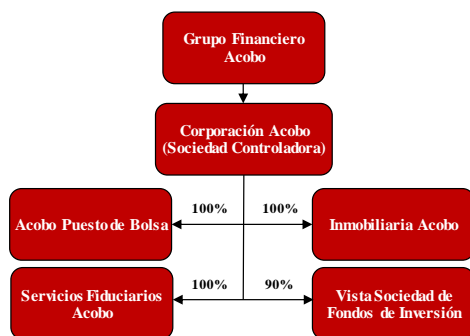
Uno de los principales desafíos que enfrentan las SAFI, con sus fondos de inversión inmobiliarios, y el mercado costarricense en general, es mitigar los potenciales impactos que tenga la reciente reforma fiscal en los precios por metro cuadrado por tipo de edificación, así como este efecto sobre la rentabilidad ofrecida a los inversionistas y la competitividad de los mismos.

ANTECEDENTES GENERALES DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN

Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. (Vista SAFI) es una sociedad anónima constituida y organizada en enero de 1996 en la República de Costa Rica, actualmente con domicilio en San José. Su actividad principal es la administración, en nombre de terceros, de fondos, valores y otros activos, por medio de la figura de fondos de inversión autorizados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Al 31 de diciembre de 2018, tiene inscritos, aprobados y activos cinco fondos de inversión: dos de liquidez, dos de crecimiento y uno inmobiliario. Adicionalmente, se tiene inscrito el Fondo de Inversión de Desarrollo de Proyectos Vista, cuyo prospecto fue aprobado el 12 de diciembre de 2018, pero aún no se encuentra en operaciones.

Corporación Acobo S.A. e Inversiones Osod, de Costa Rica, son los propietarios de Vista SAFI, con un 90% y 10%, respectivamente. Al 31 de marzo de 2019, la SAFI cuenta con 12 funcionarios directos, el resto del personal es contratado por Inmobiliaria Acobo, S.A., también subsidiaria. De acuerdo con SUGEF, los grupos de interés económico vinculados con Vista SAFI son los siguientes: Corporación Acobo S.A., Servicios Fiduciarios Acobo S.A., Inmobiliaria Acobo S.A. y Acobo Puesto de Bolsa S.A.

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



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

En términos de activos administrados por Vista SAFI en sus fondos de inversión, al cierre del primer trimestre de 2019 registra un volumen de c.153,447.5 millones de colones, exhibiendo un crecimiento del 12.7% en relación a

marzo 2018. Del volumen mencionado anteriormente, el 95.0% corresponde a los activos del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista y el resto corresponde a los fondos de liquidez y crecimiento. Vista SAFI cuenta con una participación de mercado del 6.1% en términos de activos administrados en los fondos de inversión, a la fecha de análisis, ubicándose en la sexta posición en el mercado, de catorce SAFI. Al 31 de diciembre de 2018, se emitió una opinión sin salvedad sobre los estados financieros auditados de la SAFI.

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA DIVERSIFICADO

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

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

Plazo de colocación: 15 de octubre del 2028

Vencimiento del fondo: No tiene vencimiento

Número de participaciones autorizadas: 60,000

Periodicidad de reparto de ganancias: Mensualmente

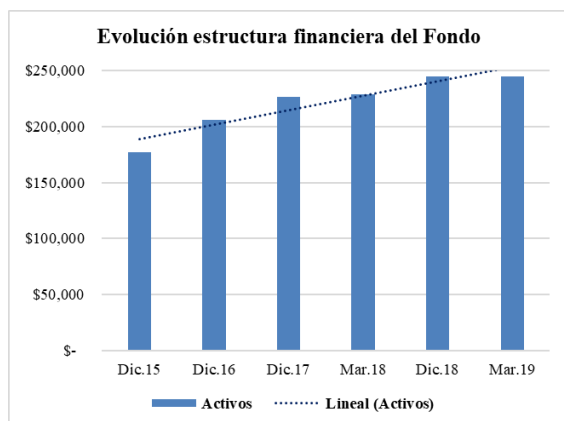
ANÁLISIS DE RIESGO DEL FONDO

Riesgo de Crédito y Mercado

Al 31 de marzo de 2019, el Fondo registra un volumen de activos por US\$244.5 millones, mostrando un incremento interanual del 6.8% (US\$229.0 millones en 2018). La estructura financiera del Fondo está compuesta, principalmente, por inversiones en inmuebles, cuentas por cobrar, préstamos por pagar a corto plazo, depósitos en garantía y los certificados de títulos de participación. A marzo, la cuenta que exhibe mayores incrementos es la de inversiones en inmuebles, por el orden de US\$18.1 millones (8.1% de comparar con mismo período en 2018).

Durante los últimos períodos observados, el fondo presenta una tendencia al alza en cuanto a volumen de activos (ver gráfico: *Evolución estructura financiera del Fondo*). De acuerdo con la información de SUGEVAL, de los catorce fondos de inversión inmobiliarios en Costa Rica, en

dólares, el Fondo de Inversión Inmobiliario Vista ocupa la tercera posición con una participación de mercado del 13.3%, por activos netos (al 31 de marzo de 2019). Cabe mencionar que, de los catorce fondos de inversión inmobiliarios (en Dólares), nueve pertenecen a conglomerados financieros multinacionales y cinco son independientes (entre estos Vista). Con base a lo anterior, Vista es el fondo inmobiliario con mayor participación de mercado (40.9%), en activos netos, de los fondos independientes.



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

Al 31 de diciembre de 2018, se emitió una opinión sin salvedad sobre los estados financieros auditados del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista.

Principales políticas y objetivos

El Fondo está dirigido a inversionistas que desean participar de una cartera inmobiliaria y que no requieran liquidez. Por ser un fondo cerrado, este no recompra las participaciones de los inversionistas, ya que si estos desean ser reembolsados deberán acudir al mercado secundario para vender su participación, mercado que aún no goza de suficiente liquidez. 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.

En opinión de Zumma, las características del Fondo y las políticas que delimitan su operatividad se encuentran adecuadamente documentadas en su reglamento interno y prospecto, apegándose a la normativa regulatoria que le corresponde. A continuación, se enlistan las principales políticas y procedimientos que regirán 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. Así mismo, el prospecto del fondo de inversión detalla todos los tipos de riesgos a los que está expuesto el inversionista, así como los riesgos propios de los activos inmobiliarios, inherentes al sector, aclarando la forma de abordar cada uno de estos.

Portafolio de inmuebles

Al 31 de marzo de 2019, la inversión en inmuebles exhibe un crecimiento del 8.1% con respecto a marzo de 2018 (US\$18.1 millones), correspondiendo a la adquisición de 4 inmuebles, mejoras capitalizadas y plusvalías acumuladas. En ese aspecto, el tipo de inmuebles en que invierte el fondo se centra en oficinas, estacionamientos y usos comerciales o industriales, con un porcentaje mínimo de inversión en activos inmobiliarios del 80% (de sus activos).

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

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

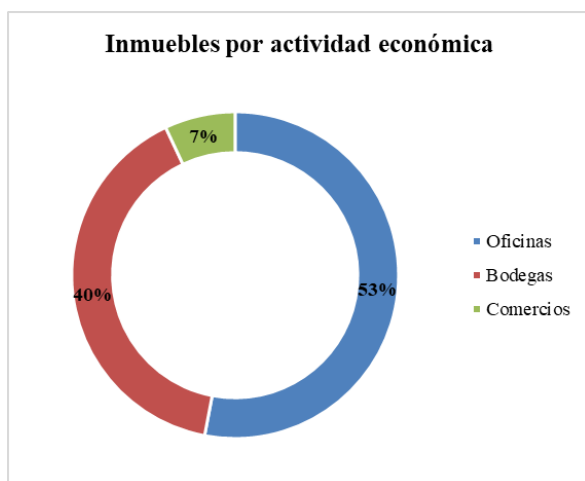
Diversificación

A la fecha de evaluación, el Fondo cuenta con 52 inmuebles en su portafolio de inversiones, de los cuales 38 están ubicados en San José, el resto están dispersos en los diferentes distritos del país. En cuanto a la actividad económica por inmueble, medida por metros arrendables, el gráfico: *Inmuebles por actividad económica*, presenta su diversificación. Adicionalmente, la concentración de los principales inmuebles en el portafolio inmobiliario es baja (por su valor en libros) y compara de manera favorable con respecto al resto de fondos inmobiliarios en Costa Rica (31.7%), entre estos los independientes (31.9%). Así, el principal inmueble participa en el portafolio con un 9.0%,

mientras que los principales 5 inmuebles representan el 36.4% del total del portafolio. En la medida que existan concentraciones bajas, menor será la exposición a riesgos geográficos, naturales, legales, etc.

La diversificación de sus inquilinos, medida por su participación en los ingresos totales del Fondo, es adecuada. Así, al cierre del primer trimestre de 2019, el principal arrendatario representa un 11% de los ingresos del Fondo, mientras que sus 10 principales arrendatarios participan con un 50.4%. Los arrendatarios del fondo se desarrollan en distintas actividades económicas, principalmente comercio (15%), la banca (13%), servicios médicos (12%), supermercados (10%), entre otros (50%). Importante señalar que el 36% de sus inquilinos corresponden al sector público, mientras que el 64% restante pertenecen al sector privado.

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



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

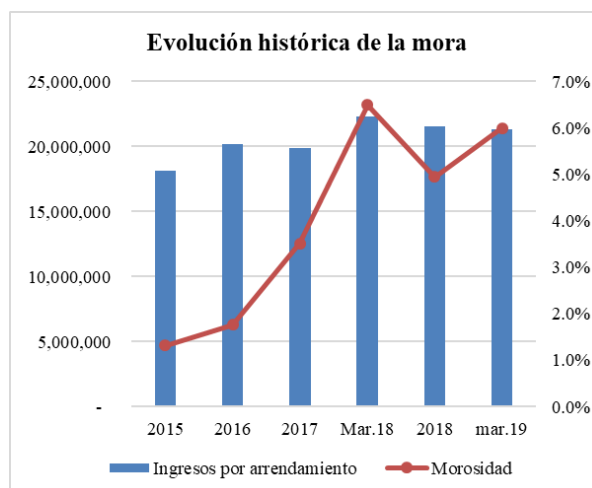
Ocupación y mora

La ocupación en el mercado inmobiliario costarricense se mide por categoría de edificación (principalmente oficinas, comercio e industria), en cuanto que la ocupación general del mercado se ubica alrededor del 90% en la actualidad. Históricamente, el Fondo ha manejado niveles de ocupación por encima del 80%. A marzo 2019, los niveles de ocupación se consideran modestos, ubicándose en un 84%, nivel que se proyecta ronde el 87%-90% al finalizar el año en curso, debido a la prevista ocupación inminente de dos de sus inmuebles. Dicho nivel de ocupación compara de manera desfavorable con respecto a la ocupación promedio de los fondos de inversión inmobiliarios que operan en ese mercado, siendo del 89% al primer trimestre del año.

Cabe mencionar que la antigüedad promedio del total de inquilinos está entre los 4 y 5 años, contando con cláusulas

contractuales adecuadas de protección ante desalojos anticipados o cánones especiales. Así mismo, el plazo ponderado de vencimiento de los contratos actuales con sus inquilinos es de 3.1 años. No obstante, el Fondo presenta una concentración relevante en el vencimiento de sus contratos actuales para el año 2022, los cuales representan el 34.5% de los ingresos del Fondo a la fecha de evaluación; por lo que Zumma monitoreará la gestión del Fondo ante esta exposición.

La política de estimación por alquileres de cobro dudoso corresponde a una mensualidad de alquiler a partir del segundo mes de atraso por parte del inquilino del sector privado, aquellos que tengan más de dos meses de atraso serán trasladados a los asesores legales para que ejecuten lo que en su derecho corresponda. Para los inquilinos del sector público se procede conforme a lo que determina el Comité de Inversiones para cada caso particular. Al cierre del primer trimestre del 2019, la mora (medida con los saldos de morosidad y en proceso judicial, sobre los ingresos por arrendamiento del período o anualizados) presenta un desarrollo favorable de compararse con 2018, ubicándose en 6.0% (6.5% en marzo 2018); No obstante, este indicador presenta una tendencia alcista al analizarse durante los últimos 4 años (ver gráfico: *Evolución histórica de la mora*).



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

Valoración de los inmuebles

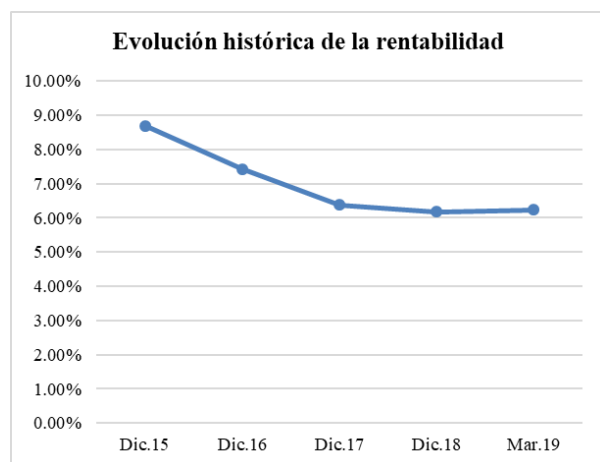
Los Fondos de Inversión Inmobiliarios, de acuerdo con la regulación local, deben realizar valuaciones de sus inmuebles una vez al año, como mínimo, pudiendo realizar valuaciones adicionales según se requiera. El Fondo cuenta con dos tipos de valuaciones: una por parte de un perito incorporado al Colegio de Ingenieros y Arquitectos y otra por parte de un profesional en finanzas, del valor presente de los flujos futuros que genere el inmueble descontados a la tasa de rendimiento esperada. El valor final del inmueble será el menor valor de los consignados en estas valuaciones. A marzo de 2019, la plusvalía acumulada de los inmuebles del Fondo, medida a través de las valuaciones individuales anuales, asciende a US\$14.7 millones (US\$13.7 millones en marzo de 2018).

En cuanto a las mejoras capitalizadas, el Fondo acumula un saldo de US\$36.2 millones (US\$31.4 millones a marzo 2018), lo que corresponde a remodelaciones y mantenimiento. En este aspecto, el Fondo cuenta con políticas y lineamientos sobre reparaciones, remodelaciones, mejoras y ampliaciones de inmuebles, en las cuales se estipulan los responsables en la toma de decisiones, los medios y los protocolos, el procedimiento de las inspecciones y la forma de capitalizarlas. La valorización de los inmuebles se refleja estable en los últimos 3 años y la inversión en mantenimiento, mejoramiento y ampliación es adecuada.

Valor cuota y rentabilidad

Al 31 de marzo de 2019, el Fondo cuenta con 45,251 certificados de títulos de participación (correspondiendo al 75.4% de los títulos autorizados), con un valor neto por participación de US\$5,267 (US\$5,303 en marzo de 2018). El valor o precio de la participación se obtiene al dividir el valor del activo neto del Fondo, calculado al final de cada día natural, entre el número de participaciones en circulación. La política del Fondo es la repartición del 100% del beneficio neto percibido por el fondo, de manera mensual, los primeros diez días hábiles de cada mes. Este se determina sumando los ingresos por arrendamiento, así como cualquier otro ingreso y restándole el total de gastos y costos incurridos, incluyendo los impuestos.

En cuanto al rendimiento líquido del Fondo, a la fecha de evaluación, este se ubica en un 6.23% (ver gráfico: *Evolución histórica de la rentabilidad*). Dicho nivel se ubica ligeramente por encima del promedio de la industria (6.12%) pero levemente por debajo del promedio de los fondos de inversión inmobiliarios independientes (6.55%). La volatilidad de la rentabilidad del fondo ha sido baja, y al comparar los niveles de rentabilidad por unidad de riesgo con respecto a la industria, el Fondo compara de manera favorable, otorgando un mayor rendimiento ante el riesgo asociado.



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

Adicionalmente, el Fondo ha registrando siempre reparto de utilidades mensuales a los partícipes. Zumma anticipa que los niveles de rentabilidad (de Vista y el resto de Fondos de inversión inmobiliarios de la industria) caerán en el corto plazo, debido al impacto que tendrá a nivel de país la reciente reforma fiscal. El impacto de dicha reforma po-

dría ser parcialmente compensado por mejoras en la eficiencia y optimizando la ocupación. La calificadora se mantendrá vigilante sobre los efectos en los resultados del Fondo.

Endeudamiento y coberturas

La estructura de financiamiento del Fondo se encuentra compuesta, principalmente, por el saldo proveniente de los certificados de títulos de participación y, en menor medida, préstamos bancarios de corto plazo. Sobre estos últimos, el Fondo cuenta con líneas de crédito aprobadas con instituciones bancarias por US\$30 millones, cuyo saldo utilizado a la fecha es por US\$1.8 millones, de los cuales las garantías consisten en hipotecas sobre las propiedades del Fondo. Destacar que, dentro de la política de inversión en inmuebles, se encuentra determinado un límite de endeudamiento del 60% sobre los activos totales del Fondo, actualmente ubicado en 2.5%, nivel que compara de manera favorable con el nivel de endeudamiento promedio del total de fondos en la industria (18.4%) y aquellos no pertenecientes a un conglomerado financiero (17.4%).

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

En opinión de Zumma Ratings, el Fondo proyecta una alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo y su portafolio inmobiliario presentan una ligera sensibilidad frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.

Riesgo Administrativo y Operacional de Vista SAFI

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

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

- Fondo de Inversión de Desarrollo de Proyectos Vista: El prospecto fue aprobado por la SUGEVAL el 12 de diciembre de 2018, pero aún no se encuentra en operaciones.

Como se ha mencionado anteriormente, Vista SAFI cuenta con una participación de mercado del 6.1% en términos de activos administrados en los fondos de inversión, a la fecha de análisis, ubicándose en la sexta posición en el mercado, de catorce SAFI. Al cierre del primer trimestre de 2019, la evolución de la estructura financiera de la SAFI ha estado determinada por la reducción en las inversiones disponibles para la venta, el incremento en el saldo de las cuentas y comisiones por cobrar, una leve disminución en las obligaciones con el público y el aumento en el capital social. Así, los activos totales exhiben una disminución del 6.7% (equivalente a c115.9 millones de colones costarricenses), de comparar con marzo 2018.

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

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

| Junta Directiva (Vista Sociedad de Fondos de Inversión S.A.) | |
|--|---------------------------|
| Director Presidente | Orlando Soto Enríquez |
| Director Secretario | Roberto Zúñiga Villalobos |
| Director Tesorero | Orlando Soto Solera |
| Director 1 | Enrique Rojas Solís |
| Fiscal | Gerardo Porras Sanabria |

La alta administración del Grupo y la SAFI exhiben una amplia experiencia financiera en el mercado local e internacional. En el área de riesgos y cumplimiento cuentan con un Auditor Interno, un Oficial de Cumplimiento, un Gestor de Riesgos y un Gestor de Cumplimiento Normativo, cuyos requisitos para sus funciones son determinados por Junta Directiva considerando las regulaciones que para dicha función se encuentren vigentes. En opinión de Zumma, la alta experiencia con que cuenta el Grupo en cuanto a administración de fondos de inversión, dada la larga trayectoria en este campo, así como el crecimiento en

activos administrados históricamente, se valora como una fortaleza en el análisis. Como factor relevante, la SAFI no tiene vigentes contingencias legales ni sanciones derivadas de la operación de alguno de sus fondos que puedan afectar la operación del negocio.

Actualmente, en el mercado costarricense operan 14 SAFI, administrando conjuntamente 14 fondos de inversión, dimensión del mercado de capitales que se encuentra bastante desarrollada en este país, al compararlo con sus pares de la región. Situaciones coyunturales que afectan la plaza local en Costa Rica son los bajos niveles de liquidez con que cuenta el mercado, la reciente entrada en vigencia del nuevo régimen fiscal y la presión actual en los precios por metro cuadrado en el sector inmobiliario. Vista SAFI, en vista de la coyuntura actual, maneja una estrategia conservadora al corto y mediano plazo, priorizando mantener rendimientos competitivos en todos sus fondos administrados, vigilantes en cuanto a oportunidades de inversión atractivas que impulsen su rentabilidad. El seguimiento a la planeación de Vista SAFI se realiza en las diferentes reuniones con la Junta Directiva que son una vez cada tres meses como mínimo. La agencia calificadora es de la opinión que la SAFI refleja coherencia entre las políticas que realiza con su estrategia.

En términos de segregación de áreas y funciones, las unidades de inversión y de riesgos son independientes entre sí y la toma de decisiones es separada entre ambas. En este sentido, el Gestor del Fondo analiza si las potenciales compras de inmuebles respetan las políticas de inversión en el reglamento y si el rendimiento contribuye en la rentabilidad objetivo del fondo. Por su parte, el área de riesgos se encarga de analizar la calidad global del portafolio; asimismo, el área de riesgos determina si el plazo de los contratos, morosidad y ocupación, tendrán un impacto negativo en la estructura del portafolio. Adicionalmente, la decisión de compra/venta de cuotas de participación y su ejecución se lleva a cabo por unidades independientes, en este caso Acobo Puesto de Bolsa S.A., realiza la negociación de instrumentos.

Adicionalmente, la Junta Directiva establece comités técnicos, los cuales cuentan con su reglamento, que regula su funcionamiento, integración, el alcance de sus funciones y los procedimientos de trabajo, esto incluye la manera en que informará y responderá a la Junta Directiva. El Grupo Financiero cuenta con los siguientes comités corporativos que dan soporte a las áreas clave de las entidades:

- Comité de Gestión de Riesgos Corporativo
- Comité de Auditoría Corporativa
- Comité de Inversión Corporativa
- Comité de Fondos de Inversión Inmobiliarios
- Comité de Cumplimiento
- Comité de Tecnología de Información Corporativa
- Comité de las Reglas de actuación y conducta

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

mientas e implementación de procesos y monitorea y controla los mismos. Los tipos de riesgos que evalúa dicho manual son: Riesgo de Crédito, Riesgo de Contraparte, Riesgo de Mercado y Riesgo de Liquidez. Particularmente, la evaluación de riesgos del Fondo Inmobiliario Vista SFI, incluye los riesgos por siniestros, desocupación, concentraciones (por inmueble, por inquilino), cambio en el valor de los activos inmobiliarios, sobrevaloración de los inmuebles, morosidad, fraude, contraparte y mercado. Los riesgos anteriormente descritos son inherentes al sector inmobiliario.

En términos de herramientas tecnológicas utilizadas por la SAFI se valoran como apropiadas para el buen desempeño del negocio. Cuentan con los aplicativos y sistemas de operación necesarios para el correcto funcionamiento y administración del fondo, así como con un sistema de seguimiento a la estrategia general, que cuenta con un mapeo de procesos apegado al plan estratégico, objetivos, gestión de riesgo y cumplimiento. A juicio de Zumma, el Fondo cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del mismo.

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

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

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

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

| | Dic.15 | % | Dic.16 | % | Dic.17 | % | Mar.18 | % | Dic.18 | % | Mar.19 | % |
|--|--------------------|-------------|--------------------|-------------|--------------------|-------------|--------------------|-------------|--------------------|-------------|--------------------|-------------|
| ACTIVO | | | | | | | | | | | | |
| Efectivo | 1,301,863 | 1% | 1,658,987 | 1% | 3,784,490 | 2% | 2,702,243 | 1% | 218,572 | 0% | 311,176 | 0% |
| Inversiones en instrumentos financieros | - | 0% | - | 0% | 200,322 | 0% | 0 | 0% | 1,097,500 | 0% | - | 0% |
| Cuentas por cobrar | 714,351 | 0% | 848,442 | 0% | 1,472,266 | 1% | 2,049,986 | 1% | 2,114,584 | 1% | 1,961,991 | 1% |
| Gastos pagados por adelantado | 117,695 | 0% | 105,499 | 0% | 116,762 | 0% | 4,508 | 0% | 121,540 | 0% | 5,640 | 0% |
| Inversiones en inmuebles | 174,543,497 | 99% | 203,269,913 | 99% | 220,783,090 | 97% | 223,741,768 | 98% | 240,434,955 | 98% | 241,794,656 | 99% |
| Otros activos | 325,645 | 0% | 238,924 | 0% | 431,688 | 0% | 486,315 | 0% | 457,238 | 0% | 393,560 | 0% |
| TOTAL ACTIVO | 177,003,051 | 100% | 206,121,765 | 100% | 226,788,618 | 100% | 228,984,820 | 100% | 244,444,389 | 100% | 244,467,023 | 100% |
| PASIVO | | | | | | | | | | | | |
| Préstamos por pagar a corto plazo | - | 0% | - | 0% | - | 0% | - | 0% | 1,202,747 | 0% | 1,794,245 | 1% |
| Cuentas por pagar | 1,090,933 | 1% | 1,354,276 | 1% | 2,414,353 | 1% | 1,970,550 | 1% | 1,870,879 | 1% | 1,272,732 | 1% |
| Impuesto diferido | 768,745 | 0% | 807,331 | 0% | 914,684 | 0% | 919,650 | 0% | 996,388 | 0% | 993,710 | 0% |
| Comisión por pagar por administración | - | 0% | 97,578 | 0% | 117,609 | 0% | 54,153 | 0% | 137,869 | 0% | 355,150 | 0% |
| Ingresos diferidos | 363,788 | 0% | 347,547 | 0% | 267,873 | 0% | 264,893 | 0% | 323,861 | 0% | 345,343 | 0% |
| Depósitos en garantía | 1,063,188 | 1% | 1,040,906 | 1% | 1,112,811 | 0% | 1,106,869 | 0% | 1,352,917 | 1% | 1,354,861 | 1% |
| TOTAL PASIVO | 3,286,654 | 2% | 3,647,638 | 2% | 4,827,330 | 2% | 4,316,115 | 2% | 5,884,661 | 2% | 6,116,041 | 3% |
| ACTIVO NETO | | | | | | | | | | | | |
| Certificados de títulos de participación | 162,320,000 | 92% | 190,060,000 | 92% | 209,135,000 | 92% | 211,845,000 | 93% | 226,255,000 | 93% | 226,255,000 | 93% |
| Desembolsos por colocación de participaciones | (300,888) | 0% | (856,299) | 0% | (1,279,725) | -1% | (1,339,941) | -1% | (1,658,281) | -1% | (1,658,281) | -1% |
| Capital pagado en exceso | 418,301 | 0% | 1,251,224 | 1% | 1,484,072 | 1% | 1,411,174 | 1% | 359,783 | 0% | 43,026 | 0% |
| Ganancia no realizada por valuación de bienes | 11,278,984 | 6% | 12,019,202 | 6% | 12,621,941 | 6% | 12,752,473 | 6% | 13,603,226 | 6% | 13,711,237 | 6% |
| TOTAL ACTIVO NETO | 173,716,397 | 98% | 202,474,127 | 98% | 221,961,288 | 98% | 224,668,705 | 98% | 238,559,728 | 98% | 238,350,982 | 97% |
| TOTAL PASIVO Y ACTIVO NETO | 177,003,051 | 100% | 206,121,765 | 100% | 226,788,618 | 100% | 228,984,820 | 100% | 244,444,389 | 100% | 244,467,023 | 100% |
| Número de certificacados de títulos de participacion | 32,464 | | 38,012 | | 41,827 | | 42,369 | | 45,251 | | 45,251 | |
| Valor del activo neto por título de participación | 5,351 | | 5,327 | | 5,307 | | 5,303 | | 5,272 | | 5,267 | |

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

| | Dic.15 | % | Dic.16 | % | Dic.17 | % | Mar.18 | % | Dic.18 | % | Mar.19 | % |
|--|-------------------|-------------|-------------------|-------------|-------------------|-------------|------------------|-------------|-------------------|-------------|------------------|-------------|
| Ingresos | 23,393,663 | 100% | 24,394,449 | 100% | 23,299,939 | 100% | 5,855,724 | 100% | 26,148,911 | 100% | 5,980,873 | 100% |
| Ingresos | 23,338,491 | 100% | 24,312,441 | 100% | 23,247,560 | 100% | 5,850,760 | 100% | 26,131,788 | 100% | 5,973,299 | 100% |
| Ingresos por arrendamientos | 18,113,521 | 77% | 20,172,149 | 83% | 19,913,576 | 85% | 5,572,682 | 95% | 21,535,181 | 82% | 5,330,539 | 89% |
| Ganancia por venta y expropiación de inmuebles | - | 0% | - | 0% | 1,590 | 0% | 0 | 0% | 898 | 0% | 0 | 0% |
| Ganancia por valoración de inmuebles | 4,498,558 | 19% | 3,572,483 | 15% | 2,793,833 | 12% | 130,531 | 2% | 4,083,207 | 16% | 520,807 | 9% |
| Otros ingresos | 726,412 | 3% | 567,809 | 2% | 538,561 | 2% | 147,547 | 3% | 512,502 | 2% | 121,953 | 2% |
| Ingresos financieros | 55,172 | 0% | 82,008 | 0% | 52,379 | 0% | 4,964 | 0% | 17,123 | 0% | 7,574 | 0% |
| Ingresos por intereses | 6,641 | 0% | 17,920 | 0% | 14,198 | 0% | 4,232 | 0% | 17,123 | 0% | 4,312 | 0% |
| Ganancias por diferencia de cambio | 48,531 | 0% | 64,088 | 0% | 38,181 | 0% | 732 | 0% | - | 0% | 3,262 | 0% |
| Gastos | 7,830,895 | 33% | 9,571,849 | 39% | 9,382,816 | 40% | 2,021,050 | 35% | 11,257,332 | 43% | 2,442,266 | 41% |
| Gastos | 7,760,784 | 33% | 9,493,488 | 39% | 9,379,594 | 40% | 2,021,050 | 35% | 11,224,273 | 43% | 2,418,412 | 40% |
| Comisiones por administración | 2,853,863 | 12% | 3,280,055 | 13% | 3,672,052 | 16% | 962,307 | 16% | 4,030,912 | 15% | 1,031,169 | 17% |
| Gastos por estimación de incobrables | - | 0% | 13,287 | 0% | 4,211 | 0% | 26,136 | 0% | 42,460 | 0% | 32,080 | 1% |
| Pérdidas por valoración de inmuebles | 1,834,908 | 8% | 2,832,264 | 12% | 2,191,094 | 9% | 65,242 | 1% | 3,101,921 | 12% | 412,797 | 7% |
| Impuesto de valoración de inmuebles | - | 0% | - | 0% | - | 0% | 0 | 0% | - | 0% | - | 0% |
| Otros gastos operativos | 3,072,013 | 13% | 3,367,882 | 14% | 3,512,237 | 15% | 967,365 | 17% | 4,048,980 | 15% | 942,366 | 16% |
| Gastos financieros | 70,111 | 0% | 78,361 | 0% | 3,222 | 0% | - | 0% | 33,059 | 0% | 23,854 | 0% |
| Pérdidas por diferencia de cambio | - | 0% | - | 0% | - | 0% | - | 0% | 30,312 | 0% | - | 0% |
| Gastos por intereses | 70,111 | 0% | 78,361 | 0% | 3,222 | 0% | - | 0% | 2,747 | 0% | 23,854 | 0% |
| Utilidad financiera | (14,939) | 0% | 3,647 | 0% | 49,157 | 0% | 4,964 | 0% | (15,936) | 0% | (16,280) | 0% |
| Utilidad Bruta | 15,562,768 | 67% | 14,822,600 | 61% | 13,917,123 | 60% | 3,834,674 | 65% | 14,891,579 | 57% | 3,538,607 | 59% |
| Impuesto sobre la renta | 905,676 | 4% | 1,008,607 | 4% | 995,759 | 4% | 278,634 | 5% | 1,076,804 | 4% | 266,527 | 4% |
| Utilidad Neta | 14,657,092 | 63% | 13,813,993 | 57% | 12,921,365 | 55% | 3,556,040 | 61% | 13,814,775 | 53% | 3,272,080 | 55% |

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

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

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

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

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

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

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