

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

### Fondo Inmobiliario VISTA

#### Informe de Mantenimiento de Calificación de Riesgo

Sesión Extraordinaria: Nº 2102019

Fecha de ratificación: 06 de setiembre del 2019

Información Financiera: no auditada a marzo y junio 2019.

Contactos: Yoanna Garita Araya  
Marcela Mora Rodríguez

Analista Financiero  
Analista Senior

[ygarita@scriesgo.com](mailto:ygarita@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 no auditada a marzo y junio 2019.

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

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

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

### Explicación de la calificación otorgada:

La calificación de riesgo **scr AA (PAN)** 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

*"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)

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 (PAN)" a "scr C (PAN)" 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 (PAN)** 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

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. CONTEXTO ECONÓMICO

#### 3.1. Análisis de Plaza Local

Al cierre del primer trimestre de 2019, el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) fue del 3.1%. La expansión de la economía fue impulsada principalmente por los servicios de intermediación financiera (4,7%) y transporte y comunicaciones (4,3%).

La creciente inversión en infraestructura, una economía diversificada, niveles de deuda moderados y un sólido sistema financiero son factores que le permiten al país crecer de manera sostenida.

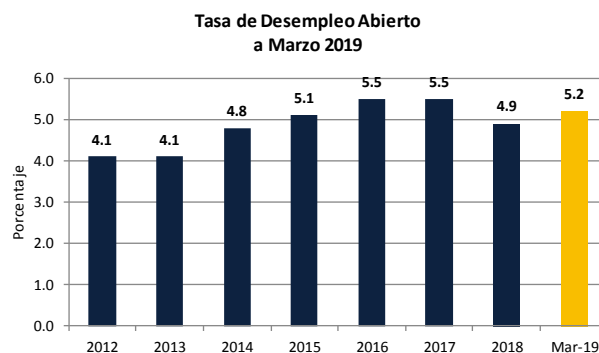
#### 3.2. Índice mensual de actividad económica (IMAE)

Según cifras del Informe Económico y Social del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), el índice que mide la actividad mensual de la economía (IMAE) en su serie original, promedió un crecimiento del orden del 3.4% a marzo 2019, resultando levemente menor al comportamiento observado en igual periodo del 2018.

Entre las principales categorías económicas que mostraron un comportamiento favorable se encuentran: transporte, almacenamiento y comunicaciones, favorecido por el movimiento de contenedores a través del Canal de Panamá; y el suministro de electricidad y agua que se benefició de una mayor producción de energía renovable.

#### 3.3. Desempleo

De acuerdo con la Encuesta de Propósitos Múltiples, el desempleo abierto con datos a marzo del 2019 fue del 5.2%, incrementándose en un punto porcentual con respecto al observado un año atrás. Por su parte, la población económicamente activa aumentó un 1.2% de forma interanual.



Fuente: elaboración propia con base en datos del Instituto Nacional de Estadística y Censo (INEC).

#### 3.4. Déficit Público

Según datos preliminares del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), el déficit del Sector Público No Financiero fue de US\$966 millones siendo superior en US\$470 millones con respecto al período anterior. El aumento del déficit es explicado por la tasa de crecimiento de los gastos totales (8.6%) y la contracción de los ingresos (6.6%).

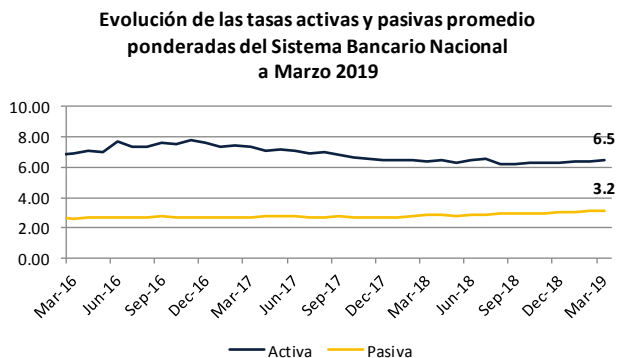
El balance del gobierno central presentó un comportamiento similar, con los ingresos decreciendo un 7.1% de forma interanual y totalizaron US\$1,618 millones a marzo 2019. Los gastos se expandieron un 9.0% con respecto al primer trimestre de 2018 y fueron impulsados por los gastos corrientes que registraron un total de US\$1,935 millones (+11.8%) y componen el 67.1% de los desembolsos.

### 3.5. Deuda

La deuda pública total alcanzó los US\$25,893.1 millones, a marzo 2019; con un incremento del 0.8% en relación al monto registrado al mismo trimestre hace un año. Las obligaciones totales se componen en un 79.0% por la deuda pública externa y el 21.0% restante por la deuda pública interna.

### 3.6. Tasa de interés

La tasa pasiva promedio ponderada de los depósitos a plazo fijo a un año fue de 3.2%, aumentando con respecto a marzo 2018 en 0.4 puntos porcentuales (2.8%). Por su parte, la tasa activa promedio ponderada registró un 6.5%, mostrando una variación poco significativa con respecto a la observada un año atrás (6.4%).



Fuente: Superintendencia de Bancos de Panamá.

### 3.7. Inflación

De acuerdo con datos de la Superintendencia de Bancos de Panamá, la tasa de inflación acumulada durante el primer trimestre de 2019 fue de -0.3% lo que significa una variación interanual del -0.2%. Por grupo de bienes y servicios del IPC, la disminución se debe a contracciones en los precios del grupo Transporte (-3.85%) debido a menores precios de combustibles; y Comunicaciones (-0.83%).

## 4. 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 30 de junio 2019 cuenta con 12 funcionarios directos, el personal restante es contratado por Inmobiliario ACOBO, S.A.

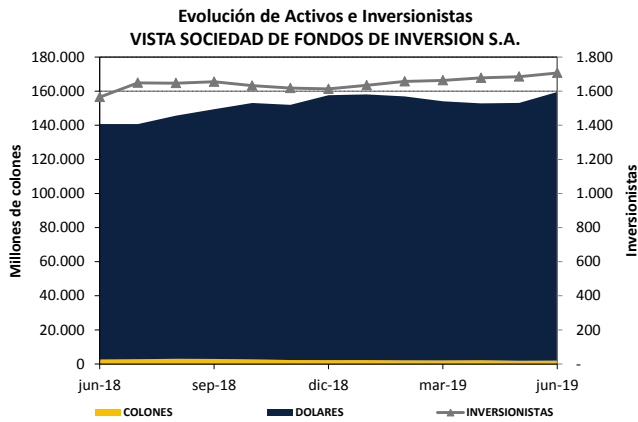
Al corte de análisis tiene inscritos, aprobados y activos 5 fondos de inversión; dos fondos de mercado de dinero (colones y dólares), dos de crecimiento (colones y dólares), y uno inmobiliario (dólares). Cabe destacar, que el Fondo Inmobiliario cuenta con autorización para realizar oferta pública de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

A junio 2019, el total de activos administrados por la SAFI asciende a €159.518,55 millones, aumentando un 13% de forma interanual y un 1% 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.

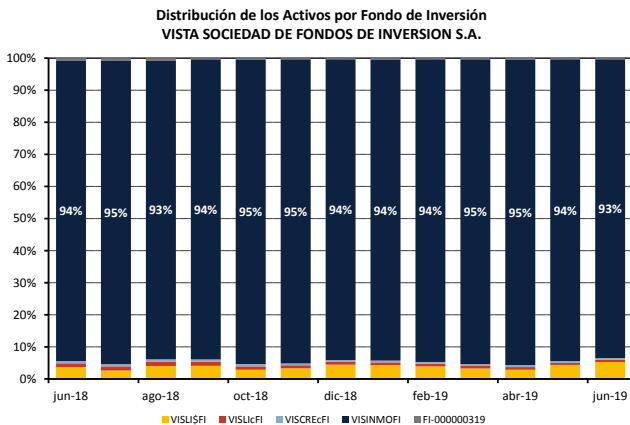
La composición de los activos administrados según la moneda, indica que un 99% se encuentra en dólares y el restante 1% en colones.

Con respecto al número de inversionistas, a junio 2019 la SAFI contabiliza un total de 1.707 participantes, creciendo en 9% 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 séptimo lugar según volumen de activos administrados con una participación de 5,07%.

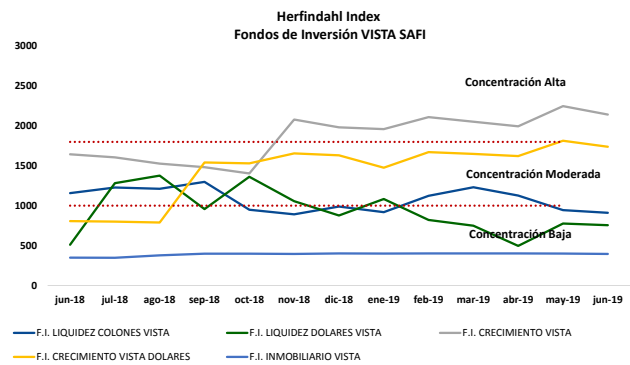


Como se mencionó anteriormente, el fondo con mayor participación dentro del total de activos administrados es el Fondo Inmobiliario con 94% del total. El porcentaje restante se distribuye en 4 fondos, tal como se muestra en el siguiente gráfico.



Con respecto al análisis de la concentración de activos por inversionista, medida a través del Herfindahl Index (H), la tendencia en los fondos administrados por la SAFI se mantiene relativamente constante en el período bajo análisis, registrándose la mayoría 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; como se puede apreciar en el gráfico, ambos presentaron tendencias crecientes en el último año, ubicándose en la zona de concentración alta.



Finalmente, con respecto al total de inversionistas en la mayoría de los fondos, los 20 principales inversionistas representan en promedio el 82% del total de la cartera administrada, inclusive en algunos casos superando el 90%, lo cual es un porcentaje muy significativo.

### 4.1. 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 Zúñiga Villalobos
Tesorero	Orlando Soto Solera
Director 1	Enrique Rojas Solís
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

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

## 4.2. Situación Financiera

A junio 2019, los activos de VISTA SAFI ascienden a €1.667,62 millones, disminuyendo 7% de forma interanual y 13% semestral. Este comportamiento se ve reflejado principalmente por las reducciones tanto anuales como semestrales de las partidas de disponibilidades e inversiones en instrumentos financieros. 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.

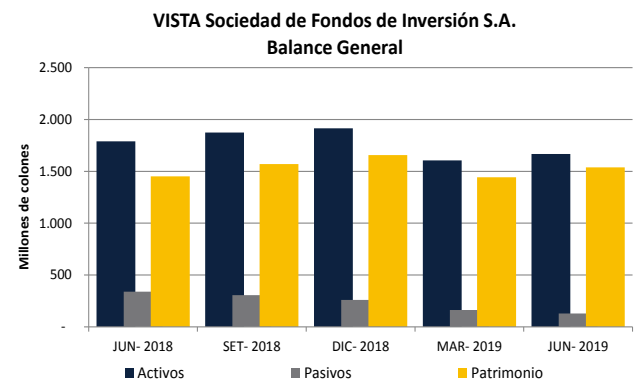
Los activos de la SAFI están compuestos en un 66% por las inversiones en instrumentos financieros, seguido de un 23% por las cuentas y comisiones por cobrar y un 6% por las disponibilidades, siendo las anteriores las cuentas de mayor representación.

En el caso de los pasivos, estos ascienden a €129,43 millones, reduciéndose un 62% de forma anual y 50% semestral. Dichas variaciones obedecen a una disminución en las cuentas por pagar por obligaciones con el público, específicamente por operaciones en recompras pasivas.

Los pasivos se conforman en un 61% por las cuentas por pagar con obligaciones con el público y el restante 39% por cuentas por pagar y provisiones.

Por último, el patrimonio de la SAFI contabiliza un total de €1.538,18 millones, aumentando un 6% de forma anual y disminuyendo un 7% de forma semestral. El incremento anual responde en mayor medida al crecimiento en los resultados acumulados de ejercicios anteriores, mientras que la reducción semestral obedece a la contracción en los resultados del periodo.

El patrimonio está compuesto en un 72% por el capital social, seguido por un 14% de los resultados acumulados de ejercicios anteriores; siendo estas las partidas más representativas a junio 2019.

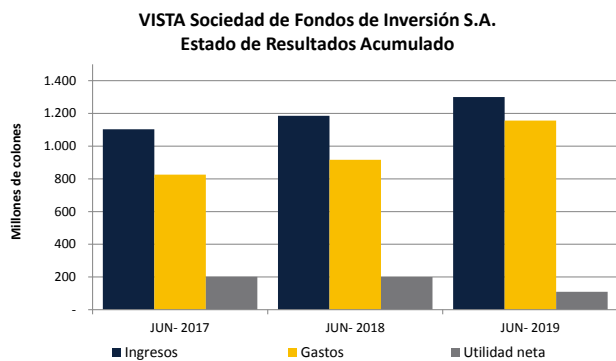


Al corte de análisis, la SAFI acumuló utilidades por un monto de €109,75 millones, reduciéndose un 45% con respecto a la cifra registrada un año atrás. Lo anterior en vista de un mayor aumento de los gastos totales en relación con los ingresos totales.

De manera más detallada, los ingresos totales acumularon un total de €1.300,38 millones, aumentando un 10% 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 97% por ingresos operativos y el restante 3% por ingresos financieros.

Por su parte, los gastos totales acumulan un total de €1.156,62 millones al periodo bajo análisis, creciendo en 26% con respecto a junio 2018. Dicha variación estuvo impulsada principalmente por el incremento en los gastos operativos.

Los gastos totales se encuentran compuestos en un 63% por lo gastos de operación, seguido por los gastos administrativos con un 30% y el restante 7% por los gastos financieros.



Dada la disminución presentada en los pasivos, la relación pasivos totales a patrimonio se reduce considerablemente con respecto al año anterior. Por su parte, los indicadores de rentabilidad registran contracciones tanto a nivel anual como semestral, debido a la disminución de los resultados del periodo.

VISTA SAFI					
Indicadores	jun-18	sep-18	dic-18	mar-19	jun-19
Pasivos Totales / Patrimonio	23,32%	19,46%	15,66%	11,29%	8,41%
Gastos / Ingresos	77,30%	74,47%	76,42%	87,03%	88,91%
Margen neto	16,90%	18,80%	17,36%	9,78%	8,44%
Rendimiento s/ Inversión	23,20%	25,97%	24,84%	14,64%	12,25%
Rentabilidad s/ Patrimonio	27,22%	30,01%	28,24%	16,63%	13,74%

## 5. HECHOS RELEVANTES

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

El 21 de febrero del 2019, 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 \$2,39, siendo el nuevo valor \$5.267,31. El resultado es el siguiente:

Nombre de la propiedad	Variación por inmueble	% Participación del Total de la Cartera
Edificio Facio y Cañas	\$ (111.258,48)	1,44%
Edificio Da Vinci	\$ 85.528,79	0,98%
Bodegas del Sol	\$ 25.279,44	4,93%
Mall Plaza Occidente	\$ 70.058,97	1,44%
Laboratorio Paez Escazú	\$ (492,87)	0,03%
Laboratorio Paez San Pedro	\$ (1.102,67)	0,06%
Edificio THOR	\$ 345.805,72	1,90%
Condominio Sunset Hights Playa Domingo	\$ 3.282,51	0,19%
Edificio Real Sabana	\$ (311.769,01)	1,29%
<b>Total</b>	<b>\$ 105.332,40</b>	<b>12,27%</b>

El 06 de marzo 2019, 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:

Condominio Plaza Murano Se agrega al Cod. 496	
Fecha de compra	05 de marzo del 2019
Área arrendable (m2)	17,00
Valor de compra del inmueble	\$ 21.221,07
Ocupación	100%
Procentaje del activo total	0,01%

El 28 de mayo del 2019, 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 \$1,72, siendo el nuevo valor \$5.269,03. El resultado es el siguiente:

Nombre de la propiedad	Variación por inmueble	% Participación del Total de la Cartera
Bodega de Tirrases	\$ (3.885,28)	0,84%
Bodegas La Luz Caribeña	\$ 61.614,83	1,91%
Centro Ejecutivo La Virgen	\$ 73.571,44	3,06%
Edificio Gibraltar	\$ 16.402,53	0,66%
Edificio Torre del Este	\$ (185.699,72)	9,02%
Bodega Pavas	\$ (41.397,69)	0,56%
Edificio Megasuper Tejar del Guarco	\$ (4.218,35)	0,19%
Bodega La Pitahaya Cartago	\$ 60.746,62	0,61%
Edificio Murray	\$ (74.699,80)	0,67%
Edificio Fischel Curridabat	\$ (72.814,19)	0,65%
Bodegas en el Coyal de Alajuela	\$ 1.137.999,60	5,14%
Edificio Pekin	\$ (814.252,70)	8,05%
Edificio María Auxiliadora	\$ (17.743,44)	0,32%
Edificio La Joya	\$ (14.682,08)	0,65%
<b>Total</b>	<b>\$ 120.941,77</b>	<b>32,33%</b>

El 28 de junio 2019, 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:

<b>Bodegas Flexipark</b> Se agrega al Cod. 450	
Fecha de compra	28 de junio del 2019
Área arrendable (m2)	8.842,60
Valor de compra del inmueble	\$ 9.795.992,64
Ocupación	100%
Porcentaje del activo total	3,82%

## 6. FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA

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

**Programa de emisión de deuda: scr AA- (PAN)**

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.

<b>F.I. Inmobiliario VISTA</b>	
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.

A junio 2019, el Fondo tiene en circulación 45.251 participaciones (43.277 participaciones a junio 2018) con valor nominal de US\$5.000 cada una, representando el 75,42% de los títulos autorizados.

### 6.1. 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.

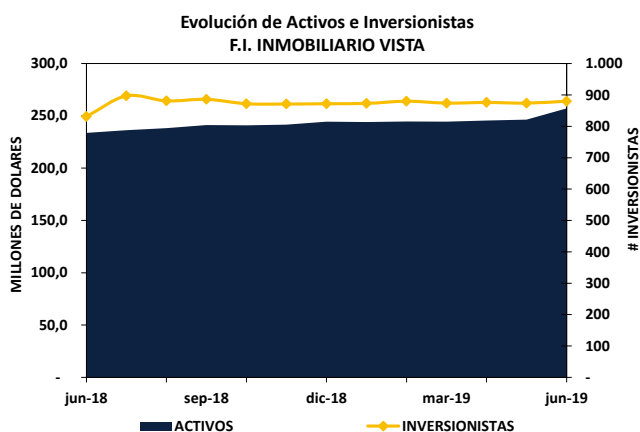
Las características del Programa de Emisión de Deuda se detallan a continuación:

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
Mercados en que se inscribe la oferta	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.
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.

## 6.2. Activos e inversionistas

Alcierre del primer semestre del 2019, los activos administrados del F.I. Inmobiliario VISTA alcanzan la suma de \$257,15 millones, presentando un aumento anual de 10% y semestral de 5%, lo que responde a la compra de algunos inmuebles.

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 10,81% del mercado.



En cuanto al número de inversionistas del Fondo, al cierre del período bajo análisis se registran 849 participantes, aumentando en 49 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 61% 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 394,67 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.

## 6.3. Situación Financiera

A junio 2019 los activos del fondo alcanzan la suma de \$257,15 millones, lo anterior se traduce en un aumento de 10% de forma anual en respuesta principalmente al aumento en la inversión en inmuebles. Dicha partida registra un crecimiento de 11% anual en respuesta a la incorporación de tres inmuebles a la cartera del Fondo durante el último año, la ampliación de dos inmuebles y 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 significativo del 391% anual a junio 2019, registrando un total de \$18,72 millones. Dicha variación es explicada por un aumento en la partida de préstamos por pagar, el cual obedece a la compra del inmueble que se agrega a Bodegas Flexipark.

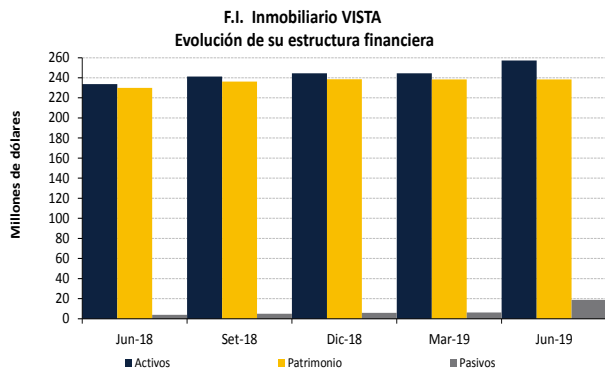
Con respecto a su composición, al corte de análisis la principal cuenta en representatividad son los préstamos por pagar con un 75% del total, seguido de la partida de cuentas por pagar con un 8%, partida que corresponde en su mayoría al rendimiento por pagar a los inversionistas. Los depósitos en garantía representan el 7% de los pasivos y los impuestos sobre la renta diferidos un 5% del total, siendo los anteriores las partidas con más participación.



El nivel de apalancamiento del fondo registra a junio 2019 un 7%, registrándose bajo a pasar del aumento significativo de los pasivos; según el programa de emisión de valores de deuda establecido en el prospecto, el fondo no puede tener un endeudamiento mayor al 30% de activo total.

Cabe destacar que el Fondo cuenta con líneas de crédito por un total de \$29,0 millones. Al 30 de junio el préstamo por pagar es de \$14,05 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 \$238,43 millones al finalizar el período de análisis, el cual registra una variación positiva de 4% 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.

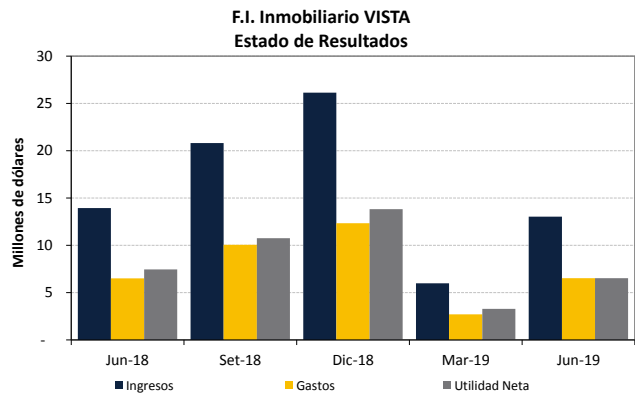


Con respecto al estado de resultados, al cierre de junio 2019, el Fondo acumula una utilidad neta de \$6,52 millones, presentando una disminución de 12% anual, lo cual responde a una reducción en los ingresos del 6% anual, dado que los gastos totales se mantuvieron relativamente estables con respecto al mismo periodo del año anterior.

Específicamente, los ingresos acumulados a junio 2019 registran \$13,03 millones, presentando una contracción anual de 6%. Dicha variación responde en mayor medida a la disminución en las ganancias por valoración de inmuebles y en los ingresos por arrendamiento. Al analizar los ingresos por su composición, la partida más representativa son los ingresos por arrendamiento, los cuales representan el 83% del total. Seguido se encuentran las ganancias por valoración de inmuebles con 15%. El

porcentaje restante se distribuye en ingresos financieros y otros ingresos.

En el caso de los gastos, estos suman un total de \$5,88 millones al final del período bajo análisis, manteniéndose constantes anualmente. Con respecto a su composición, un 35% corresponde a las comisiones por administración, seguido de un 32% por otros gastos operativos (impuestos, mantenimiento, servicios, etc.) y un 30% por la partida de pérdida por valoración de inmuebles.



## 6.4. 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 Coyol 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 junio 2019 el área arrendable del Fondo alcanza un total de 186.275 m<sup>2</sup>. Los últimos inmuebles incorporados al Fondo son la Universidad San Judas Tadeo, unas bodegas del Condominio Plaza Murano y más bodegas Flexipark. El detalle de la compra de dichos inmuebles se muestra a continuación:

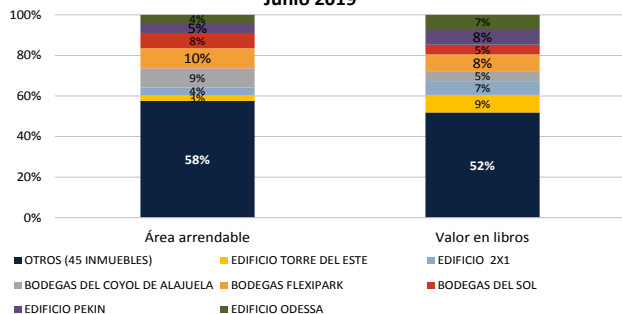
Inmueble	Fecha de compra	Área arrendable	Valor de compra del inmueble	Ocupación
Universidad San Judas Tadeo	19-dic-18	3.136,6 m <sup>2</sup>	\$ 3.418.305,73	100%
Condominio Plaza Murano (Se agrega al Cod. 496)	05-mar-19	17,00 m <sup>2</sup>	\$ 21.221,07	100%
Bodegas Flexipark (Se agrega al Cod. 450)	28-jun-19	8.842,6 m <sup>2</sup>	\$ 9.795.992,64	100%

Del total del área arrendable del fondo, a junio 2019 un 50% del total está ocupado por oficinas, seguido de 42% por bodegas y el restante 7% por inquilinos dedicados al comercio.

El inmueble que registra la mayor área arrendable corresponde a las Bodegas Flexipark, ya que representa un 10% del área total arrendable del Fondo, luego de la adquisición de nuevas bodegas en dicho inmueble. Seguido se encuentran Bodegas del Coyol de Alajuela con 9% y Bodegas del Sol con 8% de participación, siendo los anteriores los de mayor representación. Por otro lado, aquellos inmuebles con mayor participación según su valor en libros corresponden al Edificio Torre del Este con 9% del total, seguido del Edificio Pekin y Bodegas Flexipark con 8% cada uno y el Edificio Odessa y Edificio 2x1 con 7% cada uno.

Dada la cantidad de inmuebles que tiene el Fondo, se puede observar en el siguiente gráfico que el 58% 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.

**FI INMOBILIARIO VISTA**  
Distribución según área arrendable y valor en libros  
Junio 2019



## 6.5. 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 primera mitad del 2019 se actualizaron las valoraciones de 28 inmuebles. De los inmuebles valorados, 17 registraron variaciones positivas y 11 de ellos presentaron minusvalías, por lo que el efecto neto de las valoraciones sobre el total de inmuebles resulta en una plusvalía de \$14,65 millones que se traduce en una revalorización de las participaciones hacia el alza.

Aquellos inmuebles que presentaron mayor variación en su valor fueron el Bodegas Flexipark, el Edificio Torre del Este, Bodegas el el Coyol de Alajuela, Edificio THOR, Edificio Real Sabana y Edificio Pekin; dos de ellos presentando una variación negativa (Pekin y Real Sabana) y los cuatro restantes con variaciones positivas.

La plusvalía registrada en las Bodegas Flexipark responde a la compra de más bodegas que se añadieron al inmueble, impactando significativamente tanto la valoración financiera como la pericial.

Por su parte, la plusvalía registrada en el Edificio Torre del Este responde a la construcción del Edificio Dúo, el cual ya se encuentra terminado y ocupado por el Ministerio de Hacienda, la administración espera poder registrarlo próximamente como un inmueble aparte.

Asimismo, la plusvalía en las Bodegas del Coyol de Alajuela obedece a un aumento en los ingresos dado un ajuste en los precios; de igual forma, la minusvalía presentada en el Edificio Pekin se debe a un ajuste de precios, afectando la valoración financiera debido en gran parte a la desocupación que registra el fondo.

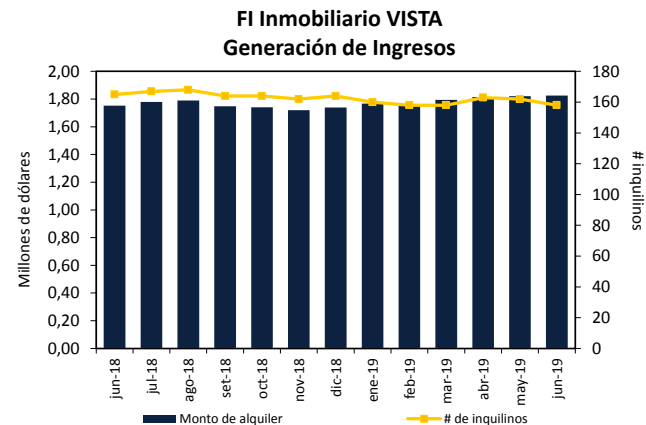
A continuación se detallan los inmuebles con cambios más representativos en su valor:

Nombre de la propiedad	Valoración Anterior	Avalúo Actual		Plusvalía / Minusvalía	Variación
		Pericial	Financiero		
Cifras en miles					
Bodegas en el Coyol de Alajuela	\$ 11.230,49	\$ 13.417,51	\$ 12.456,28	\$ 1.225,78	10,91%
Edificio Pekin	\$ 20.890,86	\$ 20.198,41	\$ 19.514,64	\$ -1.376,23	-6,59%
Edificio Real Sabana	\$ 3.337,78	\$ 3.508,92	\$ 3.107,34	\$ -230,44	-6,90%
Edificio THOR	\$ 4.232,79	\$ 6.426,16	\$ 4.583,99	\$ 351,20	8,30%
Edificio Torre del Este	\$ 17.457,69	\$ 27.990,60	\$ 21.854,31	\$ 4.396,62	25,18%
Bodegas Flexipark	\$ 11.495,80	\$ 23.088,55	\$ 21.052,01	\$ 9.556,21	83,13%

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.

## 6.6. Generación de Ingresos

La renta mensual que registró el Fondo a junio 2019 fue de \$1,83 millones, aumentando en 4% anual y en 5% semestral. Dicha variación estuvo explicada en mayor medida por la adquisición de los últimos inmuebles.

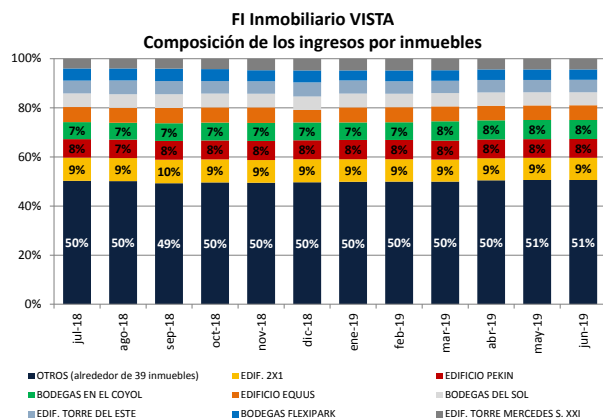


Cabe destacar que a la fecha de análisis, el Fondo contaba con cuatro inmuebles desocupados al 100%, lo que afecta la generación de ingresos para el Fondo. Por su parte, la incorporación de varios inmuebles durante el semestre le aportó alrededor de \$87 mil adicionales a los ingresos del Fondo.

El 68% del total de ingresos a junio 2019 provienen de inmuebles destinados a Oficinas, seguido del 24% de Bodegas y el restante 8% de Comercio. En promedio, el precio por metro cuadrado para los inmuebles ronda \$5,62 en el caso de las Bodegas, \$10,06 para los inmuebles destinados al Comercio y \$13,30 para el caso de las Oficinas.

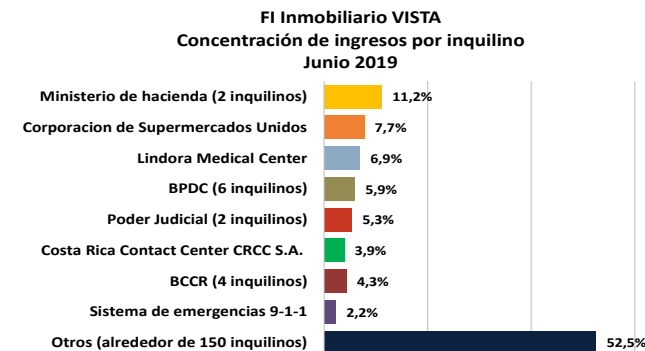
Por su parte, de las rentas registradas al cierre del período en análisis, el 64% corresponden a inquilinos del sector privado. El restante 36% corresponde a inquilinos del sector público, entre los que se encuentran el Ministerio de Hacienda, la Caja Costarricense del Seguro Social, el Banco Central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

Con respecto al análisis de la composición de la renta total por inmueble, a junio 2019 el ingreso por renta de mayor importancia relativa lo tiene el Edificio 2x1 con un 9,4% (1 inquilino), seguido del Edificio Pekín (3 inquilinos) y las Bodegas en el Coyo de Alajuela (1 inquilino) con 8% cada una, el Edificio EQUUS con 6% (7 inquilinos), y las Bodegas del Sol (21 inquilinos) y el Edificio Torre del Este (12 inquilinos) con 5% de representación cada uno, siendo los anteriores los más representativos. Como se detalla en el siguiente gráfico, el 51% de las rentas a junio 2019 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 11,2% de participación; en este caso corresponde a dos inquilinos en dos inmuebles diferentes. Seguido se encuentran la Corporación de Supermercados Unidos con un 7,7%, Lindora Medical Center con 6,98% y el Banco Popular de Desarrollo Comunal (BPDC) con 6,2%. En el caso del BPDC son varios inquilinos distribuidos en seis inmuebles del Fondo. Tal

como se observa en el siguiente gráfico, el 52,5% de los ingresos del Fondo a junio 2019 provienen de alrededor de 145 inquilinos.

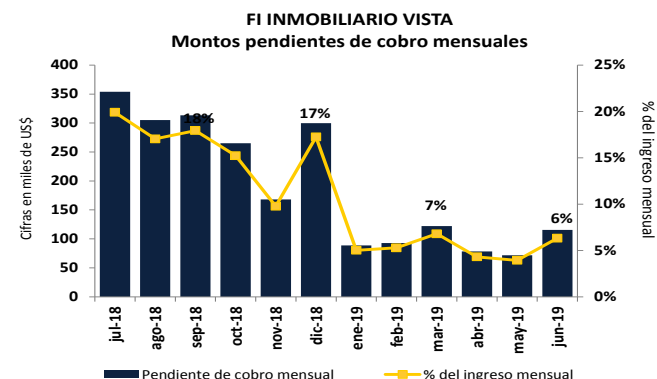


SCRiesgo considera que, dada la cantidad de inmuebles e inquilinos con que cuenta el Fondo, las rentas tienen una adecuada diversificación lo que reduce el riesgo por concentración.

## 6.7. Alquileres por cobrar

El monto de los alquileres por cobrar mensual al cierre de junio 2019 alcanza un total de \$115.535,42, mismo que representa cerca del 6% de las rentas totales del mes y que disminuye en un 61% con respecto al monto registrado al cierre del semestre anterior.

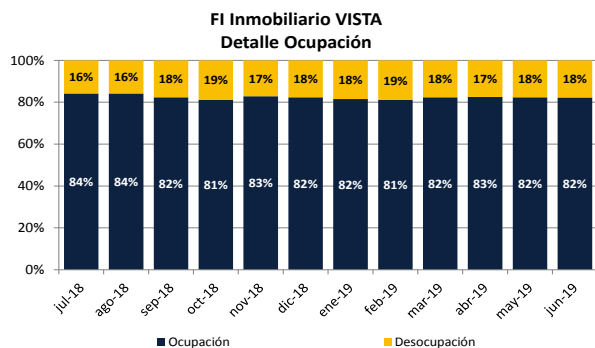
Los alquileres por cobrar al corte de análisis están compuestos principalmente por la morosidad en el pago de inquilinos en Bodegas del Sol (26% de participación), Bodegas Flexipark (25%) y el Edificio Gibraltar (12%), los anteriores como los más representativos. Por su parte, el 37% del monto mensual adeudado corresponde a 10 inmuebles en los cuales algunos de sus inquilinos se encontraban morosos a la fecha de análisis.



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.

## 6.8. Ocupación

El Fondo ha mostrado en el último año un promedio de 82% de ocupación. El porcentaje de ocupación se ha mantenido relativamente estable; no obstante, durante el primer semestre 2019 se presentó una ligera desmejora en dicha variable.



A junio 2019, el dato específico de ocupación fue de 82,28%, ubicando al Fondo por debajo del porcentaje de ocupación de la industria que se registra en 88% al cierre del período en análisis.

La desocupación del Fondo responde a la desocupación parcial de algunos inmuebles, y total en el caso de los inmuebles Edificio Praga, Edificio Odessa, Bodegas Pavas y más recientemente Laboratorio Paez Escasú. 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.

Asimismo, en el mes de julio 2019 se alquilaron dos pisos del Edificio Odessa, y se encuentran en negociaciones para ocupar un área de las Bodegas de Pavas.

Por otro lado, es importante 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 11% y los de bodegas cerca de un 5% 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.

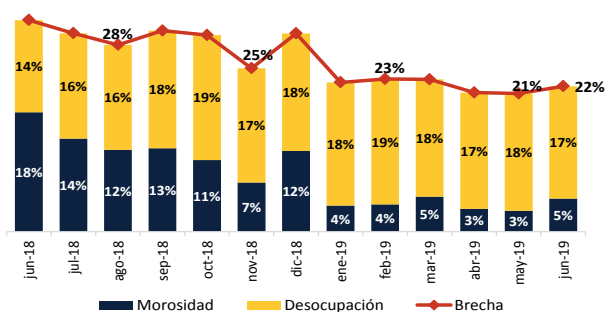
## 6.9. Sensibilización

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 22% a junio 2019, compuesta en un 17% por la desocupación y un 5% por la morosidad 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.

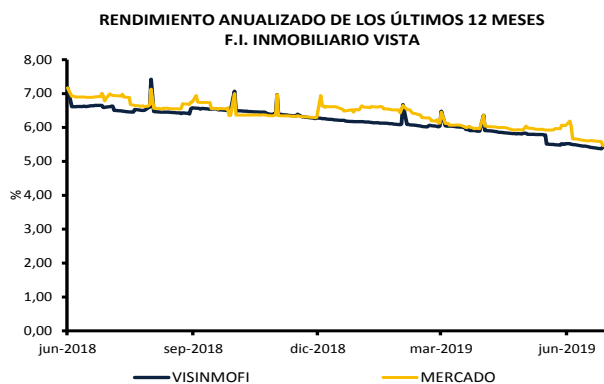
Riesgo de Ingreso Escenario Base: FI Inmobiliario VISTA  
Jun 18 - Jun 19



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.

## 6.10. Riesgo-Rendimiento

El Fondo presenta un rendimiento promedio de los últimos 12 meses de 5,87% durante el primer semestre 2019, reduciéndose con respecto al rendimiento medio registrado en el semestre anterior. Se puede observar como el rendimiento del Fondo presenta una ligera tendencia decreciente, asimismo, se ha ubicado en la mayor parte del período por debajo de lo que promedia el mercado (6,19% al corte de análisis). El rendimiento del Fondo se ve influenciado por las valoraciones que se realizan en la cartera inmobiliaria.



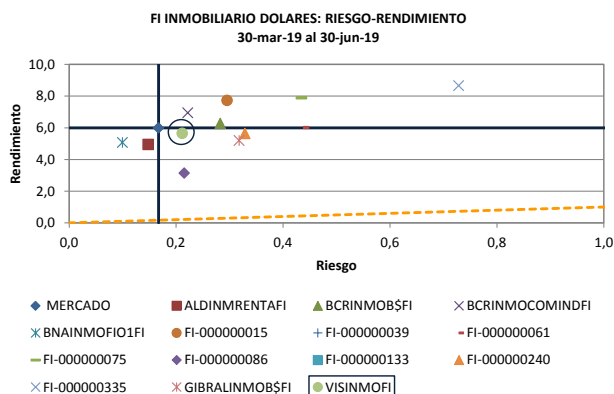
A junio 2019, el rendimiento líquido de los últimos 12 meses, percibido por los inversionistas de acuerdo a las rentas mensuales que recauda el fondo, fue de 5,91%; cifra que disminuye con respecto a la registrada al cierre de

diciembre 2018 (6,57%), colocándose asimismo por debajo del rendimiento líquido que presenta la industria (6,37%).

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

Indicador	F.I. INMOBILIARIO VISTA			
	Dic-17 a Jun-18	Jun-18 a Dic-18	Dic-18 a Jun-19	Mercado Dic-18 a Jun-19
PROMEDIO	6,39	6,43	5,87	6,19
DESVSTD	0,17	0,16	0,27	0,28
RAR	37,89	39,15	21,69	21,96
COEFVAR	0,03	0,03	0,05	0,05
MAXIMO	7,17	7,42	6,67	6,66
MINIMO	6,16	6,17	5,37	5,51
BETA	-0,20	0,26	0,78	n.a.

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



## 7. TÉRMINOS A CONSIDERAR

### 7.1. Beta

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

### 7.2. 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.

### 7.3. 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.

### 7.4. 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.*