

FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA

Guatemala

Comité de Clasificación Ordinario: 29 de abril de 2021

Clasificación	Categoría		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Riesgo de Crédito y Mercado	A+fii.gt	A+fii.gt	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.
Riesgo Administrativo y Operacional	Adm 1.gt	Adm 1.gt	Es la más alta categoría de clasificación. El fondo cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión.
Perspectiva	Estable	Estable	

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

MM US\$ al 31.12.20		
Inmuebles: 266.2	Activos: 270.9	Activo Neto: 238.1
Rendimiento: 2.9%	Ingresos: 35.2	U. Neta: 8.1

Historia: Fondo A+fii.gt / Adm 1.gt, asignada el 08.02.21

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados del Fondo al 31 de diciembre de 2017, 2018, 2019 y 2020; así como información adicional proporcionada por la SAFI.

Fundamento: El Comité de Clasificación de Zumma Ratings S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo dictaminó mantener las siguientes calificaciones al Fondo de Inversión Inmobiliario Vista (en adelante el Fondo), administrado por Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. (en adelante Vista SAFI o la SAFI): A+fii.gt a la dimensión de riesgo de crédito y mercado y Adm 1.gt a la dimensión de riesgo administrativo y operacional, con base en la evaluación efectuada al 31 de diciembre de 2020.

Las clasificaciones asignadas incorporan las diferencias de riesgo país entre Costa Rica (país en el que opera el Fondo) y Guatemala; haciendo notar que el primero exhibe un rating global de B (por S&P); mientras que el segundo de BB. Adicionalmente, el entorno económico adverso por la pandemia del COVID-19 ha sido considerado de igual manera por el Comité de Clasificación por su incidencia en una menor dinámica económica en Costa Rica y por las afectaciones en el sector inmobiliario. La perspectiva de las calificaciones es Estable.

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

De acuerdo con la información de la Superintendencia General de Valores, en términos de cuota de mercado, el

Fondo de Inversión Inmobiliario Vista ocupa la tercera posición (sobre 14 Fondos expresados en dólares), con una participación de 12.8% por Activos Netos al 31 de diciembre de 2020.

Fundamentos para la calificación de riesgo de crédito y mercado.

Alta diversificación en su portafolio inmobiliario: El Fondo cuenta con 53 inmuebles en su portafolio, de los cuales 39 están ubicados en San José. Un factor positivo en el análisis es la baja concentración que refleja el Fondo por inmuebles; así, su principal inmueble representa el 10.0% del total de inmuebles por su valor en libros, menor a los niveles de concentración en otros Fondos; mientras que los 5 principales inmuebles representan el 36.4% del portafolio. Al categorizar sus propiedades por actividad económica, el 53% corresponde a oficinas, un 40% a bodegas y 7% a comercios. En la coyuntura actual de crisis sanitaria, las oficinas y los comercios han sido los espacios que se han visto más vulnerables; destacando que sus arrendatarios han buscado adecuarse al trabajo remoto, reduciendo espacios de alquiler; o en los casos más adversos, abandonar por completo el local. Para el caso del Fondo, las afectaciones por situaciones como las descritas han sido leves.

La estructura diversificada del Fondo por inmueble y por perfil de cliente se pondera favorablemente en el análisis, debido a que brinda resiliencia ante crisis específicas de sectores.

Participación creciente de inquilinos del sector público:

La dispersión de inquilinos, medida por su participación en los ingresos totales del Fondo, es adecuada. No obstan-

te, se señala la creciente participación de inquilinos del sector público en el portafolio en los últimos períodos evaluados. Así, al cierre de 2020, el principal arrendatario representa un 21% de los ingresos del Fondo (con distintos contratos de arrendamiento), mientras que sus principales 10 participan con un 55%. Por sector económico, los inquilinos del Fondo operan en los segmentos de: alimentos y bebidas (12%), financieras (11%), tecnología (11%), salud (10%), entre otros. Por su parte, los inquilinos del sector público, representaron el 43% del total de ingresos (36% en 2019); mientras que el 57% corresponde a inquilinos del sector privado. Si bien algunos alquileres importantes de Gobierno reflejan atrasos, estos son inherentes al sector público debido a sus procesos internos; destacando que estas cuentas son recuperadas en un 100% de acuerdo con el análisis de su historial de pago. El establecimiento de cláusulas contractuales que otorguen protección (penalidades por pago tardío, así como por desocupación temprana) al Fondo, es relevante para la gestión de riesgos de concentración, morosidad y desocupación.

Medidas implementadas por las afectaciones del COVID-19: Algunas de las medidas que el equipo gestor del Fondo implementó en el contexto de pandemia fueron: la suspensión del mantenimiento y remodelación de inmuebles, realizando únicamente aquello estrictamente necesario; la suspensión de la valoración de inmuebles con el fin de no exponer a los peritos ni a los inquilinos; y la gestión directa con cada uno de los inquilinos del Fondo para brindar una atención personalizada ante las necesidades de cada uno. En ese contexto, la SAFI otorgó o descuentos en la renta a los arrendatarios que demostraron tener una afectación directa en sus ingresos; facilitando el repago a partir de enero de 2021, distribuido en cuotas mensuales. En los primeros meses del presente año, una buena parte de los arrendatarios afectados han iniciado con el repago acordado; haciendo notar que el Fondo facilitó extensiones en la fecha de pago a una porción de sus inquilinos que aún reflejan afectaciones.

Niveles de ocupación con tendencia de recuperación: Si bien el año 2020 fue desafiante en términos de ocupación, el Fondo reflejó una recuperación en espacios arrendados al cierre del año. Así, dicho indicador se ubicó en 79% (76% en diciembre 2019), similar al nivel de ocupación de otros fondos inmobiliarios en Costa Rica. El mayor volumen de espacios arrendados estuvo determinado por la materialización de algunos contratos previo al brote del COVID-19 y las medidas de confinamiento. Cabe precisar que algunos de estos nuevos arrendamientos cuentan con un período inicial de gracia, por lo que dichos ingresos se verán reflejados en el Fondo durante 2021.

Menores rendimientos del Fondo, producto de la coyuntura: El rendimiento líquido del Fondo (excluye el efecto por ganancia o pérdida no realizada por la valoración de los bienes inmuebles) se ubica en 3.9% al cierre de 2020 (5.4% diciembre 2019), mostrando una tendencia decreciente. Adicionalmente, dicho nivel se ubica inferior al promedio de la industria (4.4%). Incrementos al tipo de cambio, la reducción en las tasas de descuento, así como la situación de pandemia, incidieron en la dinámica descrita. Entre enero y diciembre de 2020, la volatilidad en los rendimientos del fondo ha sido baja (0.8%), aunque mayor respecto de 2019 (0.3%), otorgando un rendimiento ajustado

por riesgo de 6.3. Adicionalmente, el Fondo ha registrado reparto de utilidades en todos los meses de 2020.

Zumma Ratings anticipa que los rendimientos reflejarán un ligero incremento en el primer semestre de 2021, como resultado de la mayor ocupación del Fondo y el repago proveniente de inquilinos afectados por COVID-19.

Bajo nivel de endeudamiento: El Fondo cuenta con líneas de crédito aprobadas con instituciones bancarias por US\$29 millones, cuyo saldo utilizado, a diciembre 2020, es por US\$26.3 millones, haciendo notar que dichas líneas tienen garantías hipotecarias sobre las propiedades del Fondo. En ese aspecto, la SAFI se encuentra negociando una mejora en las condiciones financieras de sus créditos y ampliar su límite actual. Cabe destacar que, dentro de la política de inversión en inmuebles, se encuentra determinado un límite de endeudamiento del 60% sobre los activos totales del Fondo, el cual se ubicó en 12.1% en el período de análisis, nivel que compara de manera favorable con el promedio del total de fondos inmobiliarios en la industria (26.3%).

Incremento en alquileres por cobrar con atraso: En términos de morosidad, los alquileres por cobrar a inquilinos que reflejan atrasos (con antigüedad mayor a 1 día) incrementaron a US\$3.0 millones desde US\$2.8 millones en el lapso de doce meses. Esta dinámica corresponde a casos particulares de inquilinos que se atrasaron por afectaciones del COVID-19 (principalmente centros educativos), así como a algunos alquileres importantes de Gobierno. Adicionalmente, la SAFI reforzó el departamento de cobros, realizando contrataciones extras para mejorar esta gestión. En el actual contexto de incertidumbre, será clave una adecuada gestión en la recuperación de alquileres por cobrar, así como la identificación de aquellos arrendatarios que puedan caer en situación de mora por la vulnerabilidad en sus finanzas.

Fundamentos para la calificación de riesgo administrativo y operacional.

Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. (SAFI) es una sociedad anónima constituida y organizada en enero de 1996 en la República de Costa Rica, actualmente con domicilio en San José. Su actividad principal es la administración, en nombre de terceros, de fondos, valores y otros activos, por medio de la figura de fondos de inversión autorizados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Al 31 de diciembre de 2020, la SAFI cerró con una utilidad neta de ₡115.8 millones (₡217.4 millones en 2019), en función de los menores ingresos en comisiones por administración de fondos y de otros resultados integrales.

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

maneja una estrategia conservadora al corto y mediano plazo, priorizando mantener rendimientos competitivos en todos sus fondos administrados y sustentar los niveles de ocupación del Fondo. En términos de herramientas tecnológicas utilizadas por la SAFI se valoran como apropiadas para el buen desempeño del negocio; no obstante, reflejan oportunidades de mejora en el área de reportería. La compañía cuenta con los aplicativos y sistemas de operación necesarios para el correcto funcionamiento y administración del fondo, así como con un sistema de seguimiento a

la estrategia general, que cuenta con un mapeo de procesos apegado al plan estratégico, objetivos, gestión de riesgo y cumplimiento.

Cabe precisar que la Administración de la SAFI se encuentra revisando algunos procesos para automatizar cierta información importante del Fondo en las herramientas de tecnología. Zumma Ratings mantendrá un seguimiento sobre dicho proceso a fin que la información sea presentada de forma completa.

Fortalezas

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

Debilidades

1. Incremento en el saldo de alquileres por cobrar con atrasos.

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.
3. Impactos económico-financieros de la pandemia del COVID-19.

ENTORNO ECONÓMICO

La crisis sanitaria provocada por el COVID-19 ha sido un evento sin precedentes en los últimos años; generando un efecto disruptivo en la economía a nivel global. A inicios del año, el Banco Mundial estimaba un crecimiento del 2.5% para la economía internacional en 2020; sin embargo, en junio, la proyección fue ajustada a -5.2%, incorporando los efectos adversos de la crisis sanitaria. En ese contexto, de acuerdo con el Banco Central de Costa Rica (BCCR) la economía se contrajo un 4.5% al cierre de 2020, con una expectativa de recuperación del 2.6% en 2021. Dicha dinámica estuvo asociada con las medidas de restricción y confinamiento que adoptaron las autoridades de salud para tratar de contener la tasa de contagio.

En Costa Rica, el temprano levantamiento de las restricciones sanitarias en mayo, derivó en un incremento sustancial en la tasa de contagios por COVID-19. Ante esto, en el mes de junio 2020, el proceso de reapertura se detuvo, agudizando algunas medidas de confinamiento y restricción. En síntesis, los sectores económicos más impactados han sido: las relacionadas con el turismo, el transporte de pasajeros y la mayor parte del comercio, exhibiendo caídas importantes en sus ventas.

Entre los factores positivos que podrían incidir en la recuperación económica se encuentran la política monetaria contra cíclica del BCCR, los bajos niveles de inflación y la tendencia a la baja en las tasas de referencia internacionales. En contraposición, elementos adversos se señalan: atrasos en el proceso de vacunación de la población, un menor flujo de remesas (en función del desempeño económico en Estados Unidos), el mayor déficit fiscal, el menor volumen de exportaciones y la situación de pérdidas de empleo y su impacto en el consumo.

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

Por su parte, el comportamiento a la baja en el precio de las principales materias primas importadas, y la contracción de la demanda agregada, asociado con los impactos de la pandemia, incidieron en la variación anual del Índice de Precios al Consumidor (IPC). Así, el índice de precios al consumidor de Costa Rica, al cierre de 2020, presentó una variación anual del 0.89% (1.52% en 2019).

De acuerdo con el reciente informe macroeconómico de BCCR, la menor recaudación tributaria por el impacto de la pandemia en la actividad económica, la moratoria tributaria y el otorgamiento de subsidios (Bono Proteger) para dar alivio a los sectores vulnerables afectados por el COVID-19, aunado al mayor pago de intereses, deterioraron considerablemente el resultado fiscal, en especial a partir del segundo trimestre de 2020. A diciembre 2020, la recaudación tributaria refleja una contracción anual de 9.1%. Por su parte el déficit fiscal registró un aumento de

0.5%, en virtud de los esfuerzos del Gobierno por contener el gasto primario. En otro aspecto, la deuda pública se ubicó en el orden de 69.7% del PIB en 2020 (58.5% en 2019), y se estima podría alcanzar un 80% en 2021.

El tipo de cambio, al 31 de diciembre de 2020, se ubicó en ₡613.5 por USD; reflejando una depreciación nominal del 6.9% frente al dólar, respecto del cierre de 2019. Las reservas internacionales del Banco Central totalizaron US\$7,225 millones en septiembre 2020 (US\$7,463 millones en 2019). Finalmente, Costa Rica ostenta una calificación de deuda soberana de B2 (perspectiva negativa) y B (perspectiva negativa) por Moody's y S&P, respectivamente. Se señala el acuerdo alcanzado entre el Gobierno de Costa Rica y el FMI para un programa de Servicio Ampliado de tres años, con el objetivo de garantizar la sostenibilidad fiscal, fomentar la estabilidad monetaria y financiera, y favorecer a los sectores más vulnerables.

ANÁLISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO Y SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN

Durante 2020, el sector inmobiliario fue una de las industrias que más se vio afectada por la situación económica derivada del brote de COVID-19, por los esquemas de distanciamiento social para prevenir más contagios. Al cierre de 2020, el sector construcción reflejó una disminución anual de 11% en el número de obras, con un incremento asimismo de los espacios sin alquilar. Por su parte y de acuerdo con InmoInfo, el sector industrial de arrendamientos experimentó un leve aumento del 1% en espacios disponibles y una disminución del 3.27% en los precios de alquiler. Comercio, incrementó sus áreas disponibles en 19.9%, con una reducción en sus precios de alquiler del 2.8%. Finalmente, Oficinas, incrementó en espacios disponibles 35.1% y aumentó sus precios por metro cuadrado 0.2%.

Como respuesta a la necesidad de nuevos instrumentos de inversión, en 2006 se aprobó la Ley Reguladora de Mercado de Valores y el reglamento general sobre Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y los fondos de inversión (financieros e inmobiliarios). En Costa Rica, de las 14 Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI), 8 de ellas administran 14 fondos de inversión inmobiliarios (expresados en dólares americanos), los cuales son propietarios de importantes edificaciones de todo tipo, a excepción de vivienda. El activo neto del mercado administrado por los fondos de inversión inmobiliarios totaliza US\$1,867.4 millones al cierre de 2020, con un rendimiento total de mercado promedio de 4.4% y un nivel de ocupación promedio de 89.5%. En términos de participación de mercado, existe una dispersión en los 14 fondos de inversión y ninguno concentra más del 20% del activo neto.

Cabe destacar que, este mercado (fondos de inversión inmobiliarios) es más desarrollado que en otros países de 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 impactos de la reciente reforma fiscal en los precios por metro cuadrado

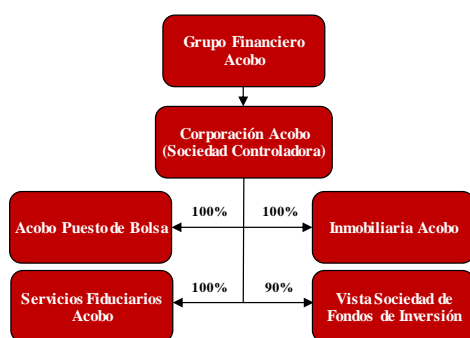
por tipo de edificación, así como en la rentabilidad ofrecida a los inversionistas y la competitividad de los mismos.

Para 2021, los riesgos derivados de las afectaciones del COVID-19 en el sector inmobiliario aún están latentes. Entre estos se menciona la desocupación de oficinas por el incremento del trabajo remoto; la presión a la baja en los precios de arrendamiento por un mercado competido; así como la morosidad por el proceso de recuperación de algunos sectores económicos.

ANTECEDENTES GENERALES DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN

Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. (en adelante 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, los cuales son autorizados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Al 31 de diciembre de 2020, tiene inscritos y aprobados siete fondos de inversión, de los cuales cinco están activos: dos de liquidez con carteras mixtas, dos de liquidez con cartera pública (no activos), dos de crecimiento y uno inmobiliario. Al respecto, la SAFI proyecta el inicio de operaciones de los dos fondos de liquidez públicos en el segundo trimestre de 2021, con el objetivo de diversificar sus activos y ofrecer más opciones de inversión a sus clientes.

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



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

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

Al 31 de diciembre de 2020, Vista SAFI registra un volumen de ₡159,943.1 millones en activos bajo administración (₡146,866.2 millones a la misma fecha en 2019). Del volumen mencionado anteriormente, el 91.3% corresponde a los activos del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista y el resto corresponde a los fondos financieros. Vista SAFI cuenta con una participación de mercado del 4.8% en términos de activos administrados en los fondos de inversión, ubicándose en la sexta posición en el mercado, de catorce SAFI.

Los estados financieros de la SAFI y del Fondo han sido preparados de acuerdo con las disposiciones de carácter contable, emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF) y por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL). Al 31 de diciembre de 2020, se emitió una opinión sin salvedad sobre los estados financieros auditados de la SAFI y del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista.

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA (DICIEMBRE 2020)

El Fondo de Inversión Inmobiliario Vista (El Fondo), fue aprobado por la Superintendencia General de Valores el 5 de octubre del año 2000, es administrado por Vista SAFI e invierte en edificios que se destinen en forma exclusiva o conjunta a oficinas, estacionamientos, usos comerciales o industriales y que se ubiquen en el territorio costarricense. Su principal interés es en edificaciones que tengan alternabilidad de uso. Podrá también invertir, complementariamente, en títulos de deuda u otros instrumentos financieros en forma transitoria. Cabe precisar que, al cierre de 2020, el Fondo no cuenta con inversiones financieras.

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

Características de los títulos de participación:

Naturaleza: Cerrado

Por su diversificación: Diversificado

Moneda de uso: Dólares

Monto de la emisión: \$300,000,000.00

Valor nominal de la participación: \$5,000.00
Valor de mercado de la participación: \$5,263.00
Rendimiento líquido del Fondo: 3.9%
Plazo de colocación: 15 de octubre del 2028
Vencimiento del fondo: No tiene vencimiento
Número de participaciones autorizadas: 60,000
Número de participaciones colocadas: 45,251
Periodicidad de reparto de ganancias: Mensualmente

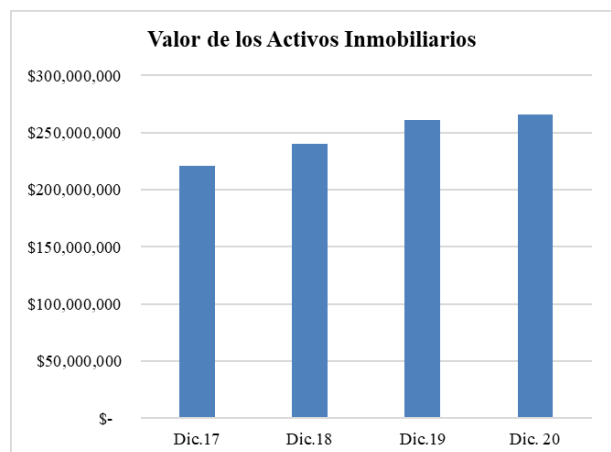
ANÁLISIS DE RIESGO

Riesgo de Crédito y Mercado

A criterio de Zumma Ratings, el Fondo muestra una alta capacidad para mantener el valor de capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del Fondo y su portafolio inmobiliario presentan una sensibilidad frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado. Lo descrito anteriormente se fundamenta en: la diversificación de su portafolio inmobiliario; la dispersión por ingresos de sus arrendatarios y su bajo nivel de endeudamiento. En contraposición, la tendencia de disminución en los rendimientos; así como el incremento en el saldo de alquileres por cobrar con atrasos; limitan el perfil de riesgo del Fondo. Adicionalmente, se señala la tendencia de recuperación que reflejan los niveles de ocupación del Fondo.

En términos de cuota de mercado, el Fondo de Inversión Inmobiliario Vista ocupa la tercera posición (sobre 14 Fondos expresados en dólares), con una participación de 12.8% por Activos Netos al 31 de diciembre de 2020.

Calidad del portafolio de inmuebles



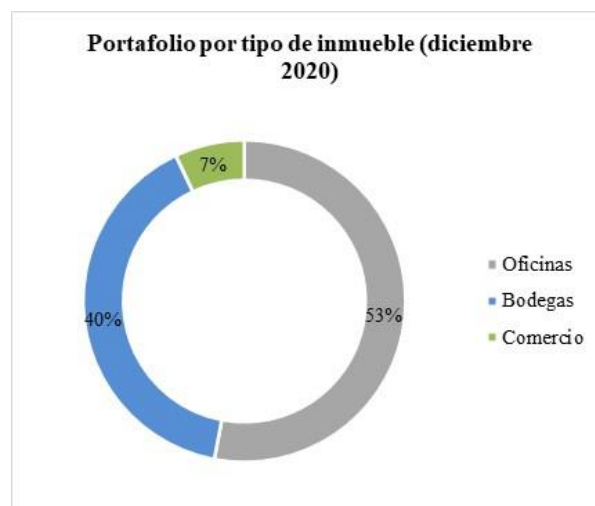
Fuente: Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. Elaboración: Zumma Ratings, S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

Al cierre de 2020, el valor de los activos inmobiliarios del Fondo exhibe un crecimiento anual de 2.1%, totalizando US\$264.9 millones (ver gráfico: Valor de los Activos Inmobiliarios). En ese contexto, la adquisición de un inmueble, ampliaciones en espacios de arrendamiento, las mejoras capitalizadas por remodelación y su plusvalía, determinaron la dinámica descrita. Cabe precisar que los administradores del Fondo se encuentran en constante monitoreo del mercado inmobiliario para analizar potenciales adqui-

siciones, aunque esto no se encuentra en sus objetivos de corto plazo.

El Fondo cuenta con 53 inmuebles en su portafolio, de los cuales 39 están ubicados en San José. Un factor positivo en el análisis es la baja concentración que refleja el Fondo; así, su principal inmueble representa un 10.0% del total de inmuebles por su valor en libros, menor a los niveles de concentración en otros fondos inmobiliarios; mientras que los 5 principales inmuebles representan el 36.4% del portafolio. Al categorizar sus propiedades por actividad económica, el 53% corresponde a oficinas, un 40% a bodegas y 7% a comercios.

En la coyuntura actual de crisis sanitaria, las oficinas y los comercios han sido los espacios que se han visto más vulnerables; destacando que sus arrendatarios han buscado adecuarse al trabajo remoto desde sus hogares, reduciendo espacios de alquiler; o en los casos más adversos, abandonar por completo el local. Para el caso del Fondo, las afectaciones por situaciones como las descritas han sido leves. La estructura diversificada del Fondo por inmueble y por perfil de cliente se pondera favorablemente en el análisis, debido a que esta estructura permite resiliencia en crisis específicas de sectores.



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

Se señala la dinámica positiva que exhibe la valorización de los inmuebles del Fondo. A diciembre 2020, la plusvalía acumulada de los inmuebles del Fondo, medida a través de las valoraciones individuales anuales, asciende a US\$16.2 millones (US\$15.2 millones en 2019). En cuanto a las mejoras capitalizadas, el Fondo acumula un saldo de US\$44.7 millones, correspondiendo a remodelaciones y mantenimiento. En ese aspecto, el Fondo cuenta con políticas y lineamientos sobre reparaciones, remodelaciones, mejoras y ampliaciones de inmuebles, en las cuales se estipulan los responsables en la toma de decisiones, los medios y los protocolos, el procedimiento de las inspecciones y la forma de capitalizarlas.

La dispersión de inquilinos, medida por su participación en los ingresos totales del Fondo, es adecuada. No obstante, se señala la creciente participación de inquilinos del

sector público en el portafolio. Así, al cierre de 2020, el principal arrendatario representa un 21% de los ingresos del Fondo (con distintos contratos de arrendamiento), mientras que sus principales 10 participan con un 55%. Por sector económico, los inquilinos del Fondo operan en los segmentos de: alimentos y bebidas (12%), financieras (11%), tecnología (11%), salud (10%), entre otros. Por su parte, los inquilinos del sector público, representaron el 43% del total de ingresos (36% en 2019); mientras que el 57% corresponde a inquilinos del sector privado. Si bien algunos alquileres importantes de Gobierno reflejan atrasos, estos son inherentes al sector público debido a sus procesos internos; destacando que estas cuentas son recuperadas en un 100% de acuerdo con el análisis de su historial de pago. El establecimiento de cláusulas contractuales que otorguen protección al Fondo (penalizaciones por pago tardío, así como por desocupación temprana), es relevante para la gestión de riesgos de concentración, morosidad y desocupación.

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

Acorde con lo anterior, el repago de arrendatarios durante 2021 contribuirá a mayores ingresos para el Fondo, incidiendo positivamente en su rentabilidad. Si bien los gestores proyectan una mejora en los rendimientos, la prioridad del Fondo será apoyar a los inquilinos que aún demuestren tener afectaciones.

En términos de morosidad, los alquileres por cobrar a inquilinos que reflejan atrasos (con antigüedad mayor a 1 día) incrementaron a US\$3.0 millones desde US\$2.8 millones en el lapso de doce meses. Esta dinámica corresponde a casos particulares de inquilinos que se atrasaron por afectaciones del COVID-19, facturas de centros educativos, así como a algunos atrasos en alquileres importantes de Gobierno. Adicionalmente, la SAFI reforzó el departamento de cobros, realizando contrataciones extras para mejorar esta gestión. En el actual contexto de incertidumbre, será clave una adecuada gestión en la recuperación de alquileres por cobrar, así como la identificación de aquellos arrendatarios que puedan caer en situación de mora por la vulnerabilidad en sus finanzas.

Adicionalmente, la antigüedad promedio del total de inquilinos está entre los 4 y 5 años. En ese sentido, el Fondo no exhibe una concentración relevante en el vencimiento de contratos con sus inquilinos en el corto plazo. A diciembre 2020 y de acuerdo con la información provista por la SAFI, un 60.2% de los ingresos provenientes de inquilinos reflejan vencimientos en el largo plazo (2023 en adelante), mientras que un 24% vencen en 2022. Un aspecto relevante a señalar es que dicha estructura podría variar ligeramente debido a temas de reportería internos de la SAFI. Una vez recibida, la información actualizada se analizará si presenta una desviación relevante para la apreciación de este factor.

Si bien 2020 fue desafiante en términos de ocupación, el Fondo reflejó una recuperación en espacios arrendados al cierre de diciembre. Así, dicho indicador se ubicó en 79% (76% en diciembre 2019), similar al nivel de ocupación de otros fondos inmobiliarios en Costa Rica. El mayor volumen de espacios arrendados estuvo determinado por la materialización de algunos contratos previo al brote del COVID-19 y las medidas de confinamiento. Cabe precisar que algunos de estos nuevos arrendamientos cuentan con un período inicial de gracia, por lo que dichos ingresos se verán reflejados en el Fondo durante 2021.

Valor cuota y rentabilidad

El Fondo cuenta con 45,251 certificados de títulos de participación (correspondiendo al 75.4% de los títulos autorizados) en circulación al 31 de diciembre de 2020, con un valor neto por participación de US\$5,262 (US\$5,275 en 2019). En cuanto al rendimiento líquido del Fondo (excluye el efecto por ganancia o pérdida no realizada por la valoración de los bienes inmuebles), este se ubica en 3.9% al cierre de 2020 (5.4% diciembre 2019), mostrando una tendencia decreciente (ver Tabla: Rendimientos y valor cuota). Adicionalmente, dicho nivel se ubica inferior al promedio de la industria (4.4%). Incrementos al tipo de cambio, la reducción en las tasas de descuento, así como la situación de pandemia, han incidido en la dinámica descrita. Entre enero y diciembre de 2020, la volatilidad en los rendimientos del fondo ha sido baja (0.8%), aunque mayor respecto de 2019 (0.3%), otorgando un rendimiento ajustado por riesgo de 6.3. Adicionalmente, el Fondo ha registrado reparto de utilidades en todos los meses de 2020.

Zumma Ratings anticipa que los rendimientos reflejarán un ligero incremento en el primer semestre de 2021, como resultado de la mayor ocupación del Fondo y el repago proveniente de inquilinos afectados por COVID-19.

Rendimientos y valor cuota

Período	mar-20	jun-20	sep-20	dic-20
Valor cuota	\$ 5,293	\$ 5,293	\$ 5,262	\$ 5,262
Rendimientos	5.5%	5.1%	4.4%	3.9%

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

Endeudamiento y coberturas

La estructura de financiamiento del Fondo se encuentra integrada, principalmente, por los certificados de títulos de participación y, en menor medida, préstamos bancarios.

Sobre estos últimos, el Fondo cuenta con líneas de crédito aprobadas con instituciones bancarias por US\$29 millones, cuyo saldo utilizado a diciembre 2020 es por US\$26.3 millones, haciendo notar que dichas líneas tienen garantías hipotecarias sobre las propiedades del Fondo. En ese aspecto, la SAFI se encuentra negociando una mejora en las condiciones financieras de sus créditos y ampliar su límite actual.

Al cierre de 2020, los ingresos por arrendamientos registran una favorable cobertura de los gastos por intereses de 19.3 veces. Cabe destacar que, dentro de la política de inversión en inmuebles, se encuentra determinado un límite de endeudamiento del 60% sobre los activos totales del Fondo, el cual se ubicó en 12.1% en el periodo de análisis, nivel que compara de manera favorable con el nivel de endeudamiento promedio del total de fondos inmobiliarios en la industria (26.3%).

Riesgo Administrativo y Operacional

A juicio de Zumma Ratings, el Fondo cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión inmobiliario. Al 31 de diciembre de 2020, la SAFI cerró con una utilidad neta de ₡115.8 millones (₡217.4 millones un año atrás), en función de los menores ingresos en comisiones por administración de fondos y de otros resultados integrales. Al respecto, la SAFI redujo el porcentaje de comisión que los Fondos deben pagar sobre activos administrados por la crisis sanitaria de 1.75% a 1.25% (1.37% promedio de industria SAFI).

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

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

- Fondo de Inversión Inmobiliario Vista, Diversificado.

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

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

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

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

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

La alta administración del Grupo y la SAFI exhiben una amplia experiencia financiera en el mercado local e internacional. La gestión del área de riesgos y cumplimiento es adecuada; contando con un Auditor Interno, un Oficial de Cumplimiento, un Gestor de Riesgos y un Gestor de Cum-

plimiento Normativo, cuyos requisitos para sus funciones son determinados por Junta Directiva considerando las regulaciones que para dicha función se encuentren vigentes. En opinión de Zumma, la alta experiencia que cuenta el Grupo en cuanto a administración de fondos de inversión, dada la larga trayectoria en este campo; así como el crecimiento en activos administrados históricamente, se valora como una fortaleza en el análisis. Como factor relevante, la SAFI no tiene vigente contingencias legales ni sanciones derivadas de la operación de alguno de sus fondos que puedan afectar la operación del negocio.

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

Actualmente, en el mercado costarricense operan 14 SAFI, administrando conjuntamente 14 fondos de inversión inmobiliarios, dimensión del mercado de capitales que se encuentra bastante desarrollada en este país, al compararlo con sus pares de la región. Vista SAFI, maneja una estrategia conservadora al corto y mediano plazo acorde con la coyuntura actual; priorizando mantener rendimientos competitivos en todos sus fondos administrados y sustentar los niveles de ocupación del Fondo. El seguimiento a la planeación de Vista SAFI se realiza en las diferentes reuniones con la Junta Directiva que son una vez cada tres meses como mínimo. Cabe precisar que, la Alta Administración impulsa diversos proyectos informáticos y de digitalización, adecuándose a las exigencias del mercado en la coyuntura COVID-19. 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 en la estructura del portafolio. Adicionalmente, la decisión de compra/venta de cuotas de participación se lleva a cabo por unidades por Acobo Puesto de Bolsa S.A., quién reali-

za la negociación y la ejecución de órdenes de compra/venta de instrumentos.

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

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

En términos de herramientas tecnológicas utilizadas por la SAFI se valoran como apropiadas para el buen desempeño del negocio; no obstante, reflejan oportunidades de mejora. 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. Cabe precisar que la Administración de la SAFI se encuentra revisando algunos procesos para automatizar cierta información importante del Fondo en las herramientas de tecnología. Zumma Ratings mantendrá un seguimiento sobre dicho proceso a fin que la información sea presentada de forma completa.

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

	Dic.17		Dic.18		Dic.19		Dic.20	
		%		%		%		%
ACTIVO								
Efectivo	3,784,490	2%	218,572	0%	728,421	0%	586,444	0%
Inversiones en instrumentos financieros	200,322	0%	1,097,500	0%	-	0%	-	0%
Cuentas por cobrar	1,472,266	1%	2,114,584	1%	3,569,710	1%	3,751,314	1%
Impuesto al valor agregado soportado	-	0%	-	0%	62,437	0%	78,800	0%
Gastos pagados por adelantado	116,762	0%	121,540	0%	113,611	0%	40	0%
Inversiones en inmuebles	220,783,090	97%	240,434,955	98%	260,772,974	98%	266,183,882	98%
Otros activos	431,688	0%	457,238	0%	466,428	0%	270,241	0%
TOTAL ACTIVO	226,788,618	100%	244,444,389	100%	265,713,581	100%	270,870,721	100%
PASIVO								
Préstamos por pagar a corto plazo	-	0%	1,202,747	0%	12,055,760	5%	-	0%
Intereses de préstamos recibidos	-	0%	-	0%	142,930	0%	268,221	0%
Cuentas por pagar	2,414,353	1%	1,870,879	1%	1,661,012	1%	1,570,447	1%
Impuesto diferido	914,684	0%	996,388	0%	1,122,023	0%	2,728,038	1%
Comisión por pagar por administración	117,609	0%	137,869	0%	220,963	0%	286,161	0%
Ingresos diferidos	267,873	0%	323,861	0%	339,194	0%	259,871	0%
Préstamos por pagar a largo plazo	-	0%	-	0%	10,011,750	4%	26,313,981	10%
Depósitos en garantía	1,112,811	0%	1,352,917	1%	1,470,441	1%	1,303,634	0%
TOTAL PASIVO	4,827,330	2%	5,884,661	2%	27,024,073	10%	32,730,353	12%
ACTIVO NETO								
Certificados de títulos de participación	209,135,000	92%	226,255,000	93%	226,255,000	85%	226,255,000	84%
Desembolsos por colocación de participaciones	(1,279,725)	-1%	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%
Capital pagado en exceso	1,484,072	1%	359,783	0%	43,026	0%	43,026	0%
Ganancia no realizada por valuación de bienes	12,621,941	6%	13,603,226	6%	14,049,763	5%	13,500,623	5%
TOTAL ACTIVO NETO	221,961,288	98%	238,559,728	98%	238,689,508	90%	238,140,368	88%
TOTAL PASIVO Y ACTIVO NETO	226,788,618	100%	244,444,389	100%	265,713,581	100%	270,870,721	100%

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

	Dic.17		Dic.18		Dic.19		Dic.20	
		%		%		%		%
Ingresos	23,299,939	100%	26,148,911	100%	27,161,446	100%	35,197,746	100%
Ingresos	23,247,560	100%	26,131,788	100%	26,916,884	99%	35,000,628	99%
Ingresos por arrendamientos	19,913,576	85%	21,535,181	82%	22,645,858	83%	20,181,631	57%
Ganancia por venta y expropiación de inmuebles	1,590	0%	898	0%	-	0%	-	0%
Ganancia por valoración de inmuebles	2,793,833	12%	4,083,207	16%	3,705,889	14%	14,263,001	41%
Otros ingresos	538,561	2%	512,502	2%	565,137	2%	555,996	2%
Ingresos financieros	52,379	0%	17,123	0%	244,562	1%	197,118	1%
Ingresos por intereses	14,198	0%	17,123	0%	14,177	0%	8,712	0%
Ganancias por diferencia de cambio	38,181	0%	-	0%	230,385	1%	188,406	1%
Gastos	9,382,816	40%	11,257,332	43%	12,116,368	45%	24,594,762	70%
Gastos	9,379,594	40%	11,224,273	43%	11,169,434	41%	22,513,459	64%
Comisiones por administración	3,672,052	16%	4,030,912	15%	3,881,114	14%	2,998,396	9%
Gastos por estimación de incobrables	4,211	0%	42,460	0%	212,181	1%	265,324	1%
Pérdidas por valoración de inmuebles	2,191,094	9%	3,101,921	12%	3,133,717	12%	14,812,141	42%
Otros gastos operativos	3,512,237	15%	4,048,980	15%	3,942,422	15%	4,437,598	13%
Gastos financieros	3,222	0%	33,059	0%	946,934	3%	2,081,303	6%
Pérdidas por diferencia de cambio	-	0%	30,312	0%	179,949	1%	241,410	1%
Gastos por intereses	3,222	0%	2,747	0%	766,985	3%	1,839,893	5%
Utilidad financiera	49,157	0%	(15,936)	0%	(702,372)	-3%	(1,884,185)	-5%
Utilidad Bruta	13,917,123	60%	14,891,579	57%	15,045,078	55%	10,602,984	30%
Impuesto sobre la renta	995,759	4%	1,076,804	4%	2,102,110	8%	2,463,278	7%
Utilidad Neta	12,921,365	55%	13,814,775	53%	12,942,968	48%	8,139,706	23%

**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.

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 empresa autorizada por la Superintendencia de Bancos de Guatemala y registrada ante el Registro del Mercado de Valores y Mercancías de Guatemala. Por políticas internas, Zumma Ratings podría 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.