



FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 30 de abril de 2024

Clasificación	Categoría		Definición de Categoría
	Actual	Anterior	
Riesgo de Crédito	AA-fc.sv	AA-fc.sv	Fondos que reflejan una muy alta capacidad para mantener el valor del capital, sin incurrir en pérdidas por exposición a riesgo de crédito. Los activos del fondo presentan un riesgo muy bajo frente a variaciones en las condiciones económicas o de mercado.
Riesgo Administrativo y Operacional	Adm 1.sv	Adm 1.sv	Es la más alta categoría de clasificación. El fondo cuenta con una muy alta calidad en las herramientas, políticas y procedimientos para la administración del fondo de inversión.
Perspectiva	Estable	Estable	

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

----- MM US\$ al 31.12.23 -----		
Inmuebles: 292.3	Activos: 300.7	Activo Neto: 237.3
Rendimiento: 3.4%	Ingresos: 30.3	U. Neta: 7.4

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

La información utilizada para el presente análisis comprendió los estados financieros auditados del Fondo al 31 de diciembre de 2020, 2021, 2022 y 2023; 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): AA-fc.sv a la dimensión de riesgo de crédito y Adm 1.sv a la dimensión de riesgo administrativo y operacional, con base en la evaluación efectuada al 31 de diciembre de 2023. La perspectiva para las calificaciones es Estable.

Fondo maduro - expansión en la cartera inmobiliaria: El Fondo de Inversión Inmobiliario Vista opera en Costa Rica desde 2000. El Fondo invierte principalmente 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.

Acorde con la compra de tres propiedades, los activos del Fondo totalizaron US\$300.7 millones al cierre de 2023; reflejando un crecimiento anual del 5.3%. Dichas compras fueron: i) propiedad (parqueos, aulas y oficinas) anexa a un centro educativo; ii) bodega y iii) un centro educativo; totalizando 9,983m² de área arrendable adicionales para el Fondo.

De acuerdo con la información de la Superintendencia General de Valores de Costa Rica, el Fondo ocupa la quinta posición en la industria (de un total de 14 fondos de inversión inmobiliarios); registrando con una participación del 11.1% por activos a diciembre de 2023.

Fundamentos para la calificación de riesgo de crédito.

Portafolio inmobiliario diversificado: Un factor de fortaleza en el análisis es la baja concentración por propiedad que refleja el Fondo. En ese sentido, su principal inmueble (Edificio Torre del Este) representó el 7.8% del valor total de la cartera a diciembre de 2023 (8.1% en 2022); mientras que los cinco principales inmuebles el 32.3%, reflejando una tendencia gradual de disminución.

Con las compras de inmuebles en 2023, la cartera del Fondo registró un rebalanceo, haciendo notar que el 51% del valor total de inmuebles a diciembre de 2023 corresponde a oficinas (49% en 2022), el 43% bodegas y el 6% a comercios. A juicio de Zumma Ratings, la estructura por tipo de inmueble contribuye a que los ingresos no sean altamente sensibles ante escenarios adversos en sectores económicos específicos (restaurantes, industrias, entre otros).

Leve aumento en la concentración de inquilinos: El principal arrendatario representó el 17.5% de los ingresos de 2023 (16.7% en 2022) y la participación de los principales 10 arrendatarios pasó a 55.0% desde 51.6% en el lapso de un año. En opinión de Zumma Ratings, el Fondo tiene oportunidades de mejora en estas métricas.

Por otra parte, la distribución de inquilinos por sector económico refleja que administración pública - planes de seguridad social y enseñanzas - actividades de salud fueron los principales sectores en la cartera al cierre de 2023, con participaciones del 27.9% y 27.8% respectivamente.

Adecuado nivel de ocupación con tendencia de estabilidad: El nivel de ocupación general de la cartera inmobiliaria fue del 83.1% en 2023, similar con lo observado en 2022 (84.0%). Por tipo de inmueble, la ocupación refleja una evolución heterogénea, en virtud que el indicador de oficinas fue del 68.1% (73.3% en 2022); mientras que

comercios y bodegas registraron una ocupación alta del 99.6% y 94.8%, respectivamente. El entorno actual para la colocación de espacios en oficinas es retador (tendencia trabajo en casa y gran oferta en el mercado); mientras que los inmuebles *retail* y bodegas/industria reflejan un gran dinamismo por el crecimiento económico e Inversión Extranjera Directa en Costa Rica.

Periodo promedio de cobranza disminuye: la porción de los alquileres en proceso judicial con respecto a la cartera por cobrar fue del 11.9% a diciembre de 2023 (13.4% en 2022 y 15.1% en 2021). A la misma fecha, el periodo promedio de cobro mejoró a 60 días desde 68 días en el lapso de un año. Cabe precisar que la cartera de cobranza está influenciada por la porción que representan las entidades del sector público costarricense, mismas que reflejan mayor cantidad de días en su recuperación por sus procesos internos de pagos, aspecto normal en la administración pública.

Entorno de tasas ha sensibilizado los rendimientos en el segundo semestre de 2023: El resultado del ejercicio 2023 del Fondo totalizó US\$7.4 millones, registrando una expansión anual del 8.5%. El desempeño financiero estuvo determinado por los ingresos provenientes de arrendamientos y la mayor ganancia por valoración de inmuebles; sin embargo, se señala la importante expansión en el gasto financiero (aumento en la deuda y en el costo de fondeo). El rendimiento líquido de la industria de los fondos de inversión inmobiliarios ha presentado una tendencia decreciente, en sintonía con la evolución de las tasas de interés. En ese contexto, el rendimiento líquido del Fondo pasó a 3.37% desde 3.62% en el lapso de un año; siendo favorable con el valor promedio de la industria (2.99%).

Aumento relevante en el endeudamiento; sin embargo, es menor con respecto a la práctica del mercado: Los activos del Fondo se encuentran financiados, principalmente por su patrimonio (certificados de títulos de participación) y, en menor medida, por préstamos bancarios de largo plazo.

Congruente con el aumento en el CAPEX (compra y mejoras de inmuebles) en los últimos años, el Fondo ha regis-

trado una mayor utilización de los préstamos bancarios. Así, el coeficiente de endeudamiento se ubicó en 20.8% a diciembre de 2023 (promedio de la industria: 28.1%).

Fundamentos para la calificación de riesgo administrativo y operacional.

Sociedad administradora relevante en su industria: Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. (Vista SAFI) es una compañía que opera en la República de Costa Rica, con más de 27 años de experiencia en la administración de recursos de terceros a través de la figura de Fondos de Inversión. La compañía está autorizada por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL).

Vista SAFI pertenece al Grupo Financiero Acobo, de origen costarricense y con trayectoria en el sector financiero (fondos de inversión, fiduciarios y puesto de bolsa) e inmobiliario.

Al 31 de diciembre de 2023, Vista SAFI registra un volumen de ₡184,297.8 millones en activos bajo administración - AUM. La SAFI cuenta con una participación de mercado del 5.4%, en términos de AUM en el mercado de fondos de inversión de Costa Rica; ubicándose en la séptima posición (de trece).

Trayectoria histórica respalda la gestión de fondos de inversión: La alta administración del Grupo y la SAFI exhiben experiencia financiera en el mercado local e internacional. En opinión de Zumma Ratings, el conocimiento 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.

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

Fortalezas

1. Alta diversificación por inmueble.
2. Retornos superiores al mercado.
3. Bajo nivel de endeudamiento.

Debilidades

1. Aumento en concentración de inquilinos.
2. Evolución del gasto financiero.

Oportunidades

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

Amenazas

1. Menor demanda de espacios para oficinas.
2. Depreciación en el valor razonable de las propiedades.

ENTORNO ECONÓMICO

Acorde con el Banco Central de Costa Rica (BCCR), la economía creció un 5.1% en 2023, superior a lo observado en 2022 (4.6%). Este desempeño económico estuvo asociado con la dinámica de sus principales socios comerciales que impulsaron las exportaciones; así como en la mayor aceleración en el consumo privado y en la inversión. Por otra parte, el BCCR proyecta para 2024, un crecimiento económico moderado del 4.0%; mientras que el Fondo Monetario Internacional (FMI) prevé un 3.2%. A pesar del entorno económico internacional volátil, Costa Rica ha orientado su estrategia hacia la disciplina fiscal, la inversión extranjera y la transformación digital.

En términos de comercio internacional, las exportaciones de bienes crecieron un 15.5% en 2023; totalizando US\$18,154 millones, explicado por el aumento en la demanda por productos manufacturados del régimen especial (suministros médicos y dentales). En contraposición, se señala la contracción en las ventas de aceites y grasas, maderas y corchos, y productos de papel. Por mercado de destino, Estados Unidos y Países Bajos registraron los mayores crecimientos anuales: 20.3% y 21.2% respectivamente.

Por su parte, las importaciones crecieron modestamente en 5.0%, determinadas por la compra de artículos electrodomésticos, vehículos e instrumentos médicos. Mientras que la factura petrolera (gasolina y diesel) registró un valor de US\$2,179.8 millones, equivalente a una contracción anual del 4.6%.

Por su parte, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una variación de -1.77% a diciembre de 2023, en línea con presentado en los últimos meses; mientras que, a febrero de 2024, la tendencia de deflación continuó (-0.05%). Cabe mencionar que el BCCR realizó diversos aumentos en la Tasa de Política Monetaria (TPM) durante 2022, alcanzando una tasa máxima de 9.0%. Posteriormente, en los primeros siete meses del 2023, el BCCR inició su postura de relajación en la medida que la inflación comenzó a ceder. Según datos del BCCR, el tipo de cambio promedio mensual refleja una apreciación del CRC frente al USD; pasando a ₡530.1 desde ₡597.1 en el lapso de un año.

Las finanzas públicas de Costa Rica han reflejado un desempeño favorable, a partir de la reforma de 2018. En ese sentido, el Gobierno registró un superávit primario de 1.6% del PIB en 2023; valorándose los esfuerzos de las autoridades de aumentar paulatinamente el ratio. Además, la relación deuda a PIB se ubicó en 61.1% en 2023 (63.0% en 2022), en virtud de la gestión financiera.

En junio de 2023, el FMI concluyó la cuarta revisión en el marco del Servicio Ampliado del FMI (SAF) para Costa Rica, lo cual hizo posible un desembolso aproximado por US\$275 millones. Finalmente, reconociendo los resultados fiscales obtenidos, la agencia de clasificación S&P decidió mejorar la calificación de deuda soberana de Costa Rica de B a B+ en febrero de 2023 (perspectiva Estable).

ANÁLISIS DEL SECTOR INMOBILIARIO Y SOCIEDADES ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE INVERSIÓN

Durante 2022 y 2023, la mayor actividad económica y la fuerte atracción de Inversión Extranjera Directa (influenciada en parte por el *nearshoring*) han determinado una alta demanda de espacios para el sector *retail* y para bodegas/parques industriales. Por otra parte, la alta disponibilidad de espacios y la modalidad de trabajo híbrido continúa presionando a los precios de las oficinas.

En sintonía con lo anterior, la ocupación promedio de los fondos inmobiliarios se ubicó en 80.3% al cierre de 2023 (84.2% en 2022). Las perspectivas para 2024, es que los espacios para el sector comercio e industria continúen muy dinámicos; mientras que oficinas se prevé un mayor grado de estabilización.

En Costa Rica, existen 7 Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) que administran 14 fondos de inversión inmobiliarios (solo uno expresado en colones costarricenses), los cuales son propietarios de importantes edificaciones de todo tipo, exceptuando vivienda. El sector de fondos inmobiliarios registró un importe de activos consolidados de US\$2,672.4 millones a diciembre de 2023 (US\$2,707.1 millones en diciembre de 2022).

En otro aspecto, el rendimiento líquido (últimos doce meses) de la industria declinó a 2.99% desde 3.75% en el lapso de un año; explicado por el menor desempeño en algunos fondos inmobiliarios y el alza en el costo de financiamiento. Cabe mencionar que el mercado de fondos de inversión inmobiliarios en Costa Rica es de los más desarrollados en la región centroamericana.

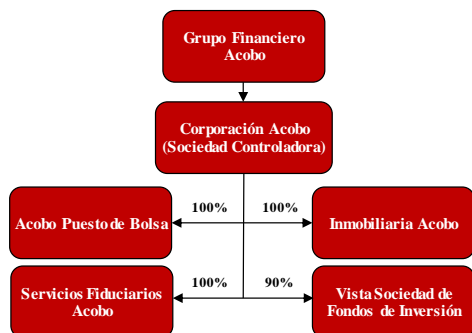
En términos de apalancamiento, la industria de fondos de inversión inmobiliarios registró un 28.1% a diciembre de 2023; reflejando una estructura financiera favorable. Sin embargo, se señala el mayor costo de fondeo para aquellos fondos con alto endeudamiento.

ANTECEDENTES GENERALES DE LA SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN

Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. es una sociedad anónima constituida y organizada en enero de 1996 en la República de Costa Rica, con domicilio en San José. Su actividad principal es la administración de recursos, valores y otros activos de terceros, por medio de la figura de fondos de inversión, mismos que son autorizados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) de Costa Rica. Al 31 de diciembre de 2023, Vista SAFI tiene inscritos y activos seis fondos de inversión: dos de liquidez con carteras mixtas, dos de crecimiento, uno inmobiliario y otro en inversiones en acciones y ETF.

Corporación Acobo S.A. (Corporación Acobo) e Inversiones Osod de Costa Rica, S.A. son los propietarios de Vista SAFI, con un 90% y 10%, respectivamente. De acuerdo con la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), las compañías vinculadas con Vista SAFI son:

Corporación Acobo, Servicios Fiduciarios Acobo S.A., Inmobiliaria Acobo S.A. y Acobo Puesto de Bolsa S.A.



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

Corporación Acobo es la sociedad controladora de las diferentes entidades del grupo y 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 2023, Vista SAFI registra un volumen de ₡151,294.6 millones en patrimonios bajo administración. Cabe mencionar que el 90% de los activos bajo administración - AUM corresponde al Fondo de Inversión Inmobiliario Vista. La SAFI cuenta con una participación de mercado del 5.4%, en términos de AUM en Costa Rica; ubicándose en la séptima posición.

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). Sobre los estados financieros auditados de Vista SAFI y el Fondo al 31 de diciembre de 2023, el auditor externo emitió una opinión sin salvedad.

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA (DICIEMBRE 2023)

El Fondo, administrado por Vista SAFI, fue aprobado por la SUGEVAL el 5 de octubre de 2000; invirtiendo en edificios que se destinan 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. El Fondo puede también invertir, complementariamente, en títulos de deuda u otros instrumentos financieros en forma transitoria.

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, deben 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 propiedades 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: \$5,245

Rendimiento líquido del Fondo: 3.37%

Vencimiento del fondo: No tiene vencimiento

Número de participaciones autorizadas: 60,000

Número de participaciones colocadas: 45,251

Periodicidad de reparto de ganancias: Mensual

ANÁLISIS DE RIESGO

Riesgo de Crédito

A criterio de Zumma Ratings, el Fondo muestra una alta capacidad para cumplir con sus obligaciones y generar beneficios en línea con sus objetivos de inversión y condiciones de mercado. Las fortalezas del Fondo como vehículo para generar beneficios a sus inversionistas son: la diversificación de su portafolio inmobiliario, la posición contrala en endeudamiento, la evolución en los días de rotación de alquileres por cobrar, los contratos de alquiler a largo plazo. En contraposición, el aumento en el gasto financiero que ha impactado en la rentabilidad del Fondo; así como el nivel de vacancia en oficinas.

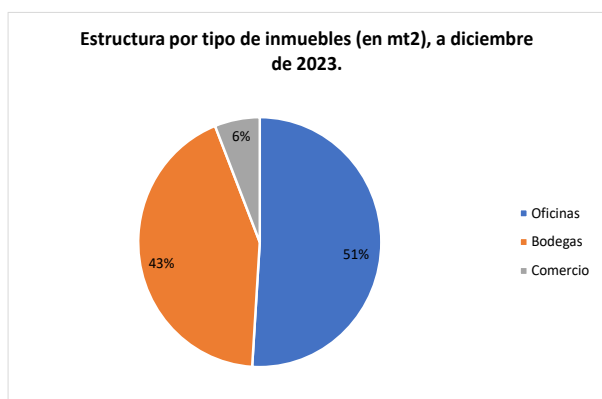
El fondo administrado por Vista SAFI ocupó la quinta posición en la industria (de un total de 14 fondos de inversión inmobiliarios); registrando con una participación con base en activos del 11.1% al 31 de diciembre de 2023.

Calidad del portafolio de inmuebles

Los activos del Fondo totalizaron un importe de activos de US\$300.7 millones a diciembre de 2023; registrando una expansión anual del 5.3%. Esta variación estuvo explicada principalmente por la compra de tres propiedades: i) propiedad (parqueos, aulas y oficinas) anexa a un centro educativo; ii) bodega y iii) un centro educativo; totalizando 9,983m² de área arrendable adicionales para el Fondo.

El equipo administrador considera que las últimas compras incorporan valor agregado a la cartera inmobiliaria del Fondo, debido a que el tipo de propiedades tienen alta demanda por aquellos sectores que están registrando mayor dinamismo económico. Asimismo, Vista SAFI realiza diversos análisis para prospectar nuevos activos a favor del Fondo y no se descartan nuevas compras a futuro; sin em-

bargo, el actual contexto de encarecimiento del fondeo demanda un mayor retorno a las inversiones inmobiliarias.



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

Con las compras de inmuebles en 2023, la cartera del Fondo registró un rebalanceo, haciendo notar que el 51% del valor total de inmuebles a diciembre de 2023 corresponde a oficinas (49% en 2022), el 43% bodegas y el 6% a comercios. A juicio de Zumma Ratings, la estructura por tipo de inmueble contribuye a que los ingresos no sean altamente sensibles ante escenarios adversos en sectores económicos específicos (restaurantes, industrias, entre otros).

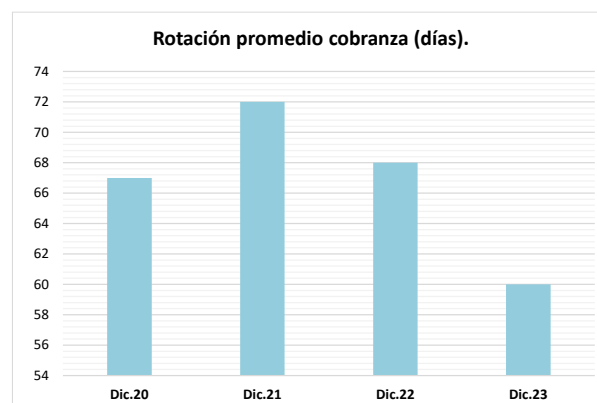
Un factor de fortaleza en el análisis es la baja concentración por propiedad que refleja el Fondo. En ese sentido, su principal inmueble (Edificio Torre del Este) representó el 7.8% del valor total de la cartera a diciembre de 2023 (8.1% en 2022); mientras que los cinco principales inmuebles el 32.3%, reflejando una tendencia gradual de disminución. La cartera de propiedades está compuesta por 51 bienes, de las cuales 36 inmuebles están ubicados en San José, acorde con la mayor actividad económica. Otras zonas geográficas de relevancia son Cartago y Alajuela.

Para mitigar el riesgo de daños que afecten en el patrimonio del Fondo, los inmuebles están asegurados con pólizas del Instituto de Nacional Seguros (INS) denominadas “Todo Riesgo de Daño Físico” y “Pérdida de Renta” como protección ante acontecimientos adversos. En otro aspecto, el importe para compra y mejoras de propiedades totalizó US\$13.3 millones durante 2023; determinando una relación CAPEX/Inversión en propiedades del 4.5% (6.1% en 2022). A partir de 2022, se observa una importante expansión en CAPEX por la realización de nuevas compras.

En términos de concentración de inquilinos, el Fondo exhibe un leve incremento. De esta manera, el principal arrendatario representó el 17.5% de los ingresos de 2023 (16.7% en 2022) y la participación de los principales 10 arrendatarios pasó a 55.0% desde 51.6% en el lapso de un año.

La distribución de inquilinos por sector económico refleja que administración pública - planes de seguridad social y enseñanzas - actividades de salud fueron los principales sectores en la cartera al cierre de 2023, con participaciones del 27.9% y 27.8% respectivamente. Se señala tendencia

de disminución en la participación de inquilinos vinculados a actividades profesionales/científicas/técnicas.



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

En otro aspecto, la porción de los alquileres en proceso judicial con respecto a la cartera por cobrar fue del 11.9% a diciembre de 2023 (13.4% en 2022 y 15.1% en 2021). A la misma fecha, el periodo promedio de cobro mejoró a 60 días desde 68 días en el lapso de un año. Cabe precisar que la cartera de cobranza está influenciada por la porción que representan las entidades del sector público costarricense, mismas que reflejan mayor cantidad de días en su recuperación por sus procesos internos de pagos, aspecto normal en la administración pública.

El nivel de ocupación general de la cartera inmobiliaria fue del 83.1% en 2023, similar con lo observado en 2022 (84.0%). Por tipo de inmueble, la ocupación refleja una evolución heterogénea, en virtud que el indicador de oficinas fue del 68.1% (73.3% en 2022); mientras que comercios y bodegas registraron una ocupación alta del 99.6% y 94.8%, respectivamente. El entorno actual para la colocación de espacios en oficinas es retador, Vista SAFI prevé que aumentaría gradualmente la tasa de ocupación por algunas negociaciones y licitaciones en proceso.

Tabla 1. Tasa de Ocupación.

Ocupación	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Dic.23
Bodegas	85.8%	92.3%	88.9%	94.8%
Comercios	88.7%	92.7%	95.2%	99.6%
Oficinas	71.3%	64.7%	73.3%	68.1%
Total	78.9%	82.0%	84.0%	83.1%

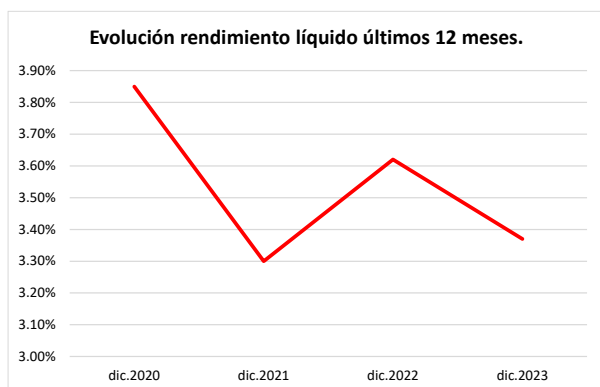
Fuente: Vista Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. Elaboración: Zumma Ratings, S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo.

En términos de plazos en contratos, los ingresos del Fondo presentaron una estructura donde 48.5% se ubica en un plazo superior a los 5 años a diciembre de 2023 (60.3% en 2022); mientras que un 13.9% a menos de un año, acorde con las condiciones pactadas en los diversos contratos. Cabe mencionar que Vista SAFI busca los mayores plazos posibles en las negociaciones a fin de generar estabilidad en los ingresos del Fondo.

Valor cuota y rentabilidad

El resultado del ejercicio 2023 del Fondo totalizó US\$7.4 millones, registrando una expansión anual del 8.5%. El

desempeño financiero estuvo determinado por los ingresos provenientes de arrendamientos y la mayor ganancia por valoración de inmuebles; sin embargo, se señala la importante expansión en el gasto financiero (aumento en la deuda y en el costo de fondeo). Por otra parte, al cierre de 2023, el Fondo repartió utilidades a los inversionistas equivalentes al 89.2% del resultado del periodo 2023; haciendo notar que la periodicidad de distribución de rendimientos es mensual.



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

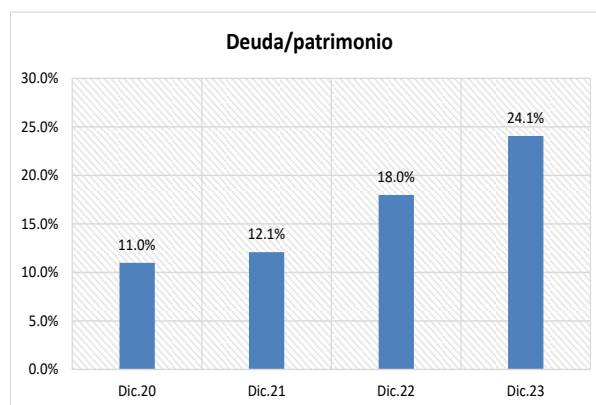
El rendimiento líquido (excluye el efecto por ganancia o pérdida no realizada por la valoración) de la industria de los fondos de inversión inmobiliarios ha presentado una tendencia decreciente, en sintonía con la evolución de las tasas de interés. En ese contexto, el rendimiento líquido del Fondo pasó a 3.37% desde 3.62% en el lapso de un año; siendo favorable con el valor promedio de la industria (2.99%). Por su parte, el valor por título de participación fue de US\$5,245 a diciembre de 2023 (US\$5,227 en diciembre de 2022), vinculado con las mayores ganancias no realizadas en la cartera de propiedades.

Si bien los ingresos de arrendamiento presentarán aumentos graduales, el rendimiento del fondo inmobiliario continuará presionado por el gasto financiero, dada la tendencia en su apalancamiento y el entorno de tasas en el mercado.

Endeudamiento y coberturas

Los activos del Fondo se encuentran financiados, principalmente por su patrimonio (certificados de títulos de participación) y, en menor medida, por préstamos bancarios de largo plazo.

Congruente con el aumento en el CAPEX (compra y mejoras de inmuebles) en los últimos años, el Fondo ha registrado una mayor utilización de los préstamos bancarios. De esta manera, la relación deuda/patrimonio fue del 24.1% al cierre de 2023, el valor más alto del quinquenio; destacando que los préstamos por pagar del fondo de inversión tienen garantías hipotecarias.



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

En la política de inversión en inmuebles, se establece que el coeficiente de endeudamiento (pasivos/activos) debe de ser inferior al 60%, mismo que se ubicó en 20.8% a diciembre de 2023 (promedio de la industria: 28.1%).

En otro aspecto, los ingresos por arrendamientos registraron una cobertura de 5.0 veces (x) sobre el gasto financiero, siendo el más bajo del quinquenio, aunque dicha cobertura se valora como favorable. Adicionalmente, los préstamos por pagar del Fondo son de largo plazo para reflejar congruencia con el perfil de realización de su principal activo.

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. En términos de desempeño financiero, Vista SAFI exhibió una pérdida neta de ¢12.9 millones al 31 de diciembre de 2023 (utilidad de ¢51.3 millones en 2022), explicado por la apreciación del CRC frente al USD. Cabe precisar que más del 90% de los ingresos de Vista SAFI son en USD y al convertirlos en moneda doméstica, hay un menor valor de los ingresos expresados en CRC.

En ese sentido, el desempeño financiero de la compañía refleja una distorsión por el tipo de cambio, el ROAA se ubicó en -0.7% y el margen neto pasó a -0.7% desde 2.3% en el lapso de un año.

Vista SAFI refleja seis fondos de inversión en operación, 2 de liquidez, 2 de crecimiento, uno inmobiliario y uno con perfil internacional (acciones y ETFs); haciendo notar que el fondo inmobiliario aportó el 90.0% de los ingresos de comisiones de Vista SAFI al 31 de diciembre de 2023.

Por su parte, las características del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista y las políticas que delimitan su operatividad se encuentran documentadas en su reglamento interno y prospecto, apeguándose 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 relacionada con el Fondo 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. Participa 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 (Vista Sociedad de Fondos de Inversión S.A.)	
Presidente	Orlando Soto Enríquez
Vicepresidente Ejecutivo	Orlando Soto Solera
Secretario	Gerardo Porras Sanabria
Tesorero	Enrique Rojas Solís
Fiscal	Pedro Beirute Prada

La Alta Administración del Grupo Financiero Acobo y Vista SAFI exhiben una amplia experiencia financiera en el mercado local e internacional. La gestión del área de riesgos y cumplimiento es adecuada; contando con un Auditor Interno, un Oficial de Cumplimiento, un Gestor de Riesgos y un Gestor de Cumplimiento Normativo, cuyos requisitos para sus funciones son determinados por Junta Directiva considerando las regulaciones que para dicha función se encuentren vigentes. En opinión de Zumma, la experiencia que cuenta el Grupo en cuanto a administración de fondos de inversión, dada la larga trayectoria en este campo y en el sector inmobiliario se valoran como una fortaleza en el análisis.

Al 31 de diciembre de 2023, Zumma Ratings no tiene conocimiento que Vista SAFI tenga contingencias legales ni sanciones derivadas de la operación de alguno de sus fondos que puedan afectar la operación del negocio.

El mercado de fondos de inversión se encuentra bastante desarrollado en Costa Rica; siendo una industria madura donde opera Vista SAFI y muchos de sus competidores pertenecen a grupos financieros locales e internacionales.

El enfoque actual de Vista SAFI consiste en: ampliar la tasa de ocupación de su fondo inmobiliario; acotar los gastos operativos para favorecer los rendimientos, sin que eso conlleve una desmejora en el servicio al cliente y valorar la estructuración de un nuevo producto, en línea con la demanda del mercado. Adicionalmente, la inversión en intangibles ha sido relevante en los últimos años, para automatizar algunos procesos. Se señala que 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, y en función del entorno y avance de objetivos, se reformulan o se deciden nuevas acciones a ejecutar. Zumma Ratings es de la opinión que Vista SAFI refleja coherencia entre las prácticas que realiza y su estrategia.

En términos de segregación de áreas y funciones, las unidades de Inversión y de Riesgos son independientes entre sí; estableciéndose con claridad las funciones que cada área debe de realizar. En este sentido, la sociedad administradora 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, determina si el plazo de los contratos, morosidad y ocupación, tendrían un impacto en la estructura del portafolio. Adicionalmente, la ejecución de venta de cuotas de participación, por parte del Fondo se lleva a cabo por Acobo Puesto de Bolsa S.A., como contraparte de Vista SAFI.

Adicionalmente, la Junta Directiva establece comités técnicos, los cuales cuentan con un reglamento, que detalla la forma de funcionamiento, integración, el alcance de sus operaciones 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 Corporativo de Auditoría
- Comité Corporativo de Riesgos
- Comité Corporativo de Cumplimiento
- Comité Corporativo de Tecnología de Información
- Comité Corporativo de Inversión
- Comité de Fondo de Inversión Inmobiliario
- Comité 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 de Inversión Inmobilia-

rio 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 ese contexto, el Área de Riesgos consolida diferente información para presentar la exposición del Fondo a cada tipo de riesgos y proponer mitigantes.

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

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

	Dic.20		Dic.21		Dic.22		Dic.23	
		%		%		%		%
ACTIVO								
Efectivo	586,444	0%	1,615,420	1%	873,114	0%	1,838,805	1%
Inversiones	-	0%	21,810	0%	929,363	0%	2,148,049	1%
Cuentas por cobrar	3,751,314	1%	3,824,227	1%	3,790,357	1%	3,695,448	1%
Impuesto al valor agregado soportado	78,800	0%	109,313	0%	193,670	0%	70,497	0%
Gastos pagados por adelantado	40	0%	2,749	0%	3,338	0%	574	0%
Inversiones en inmuebles	266,183,882	98%	269,248,032	98%	279,194,900	98%	292,342,063	97%
Otros activos	270,241	0%	245,446	0%	577,792	0%	644,837	0%
TOTAL ACTIVO	270,870,721	100%	275,066,997	100%	285,562,534	100%	300,740,273	100%
PASIVO								
Préstamos por pagar a corto plazo	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
Intereses por pagar	268,221	0%	286,207	0%		0%	107,818	0%
Cuentas por pagar	1,570,447	1%	1,807,798	1%	885,180	0%	1,391,589	0%
Impuesto por pagar / diferido	2,728,038	1%	3,536,017	1%	3,576,924	1%	2,692,633	1%
Comisión por pagar por administración	286,161	0%	582,867	0%	284,169	0%	252,171	0%
Ingresos diferidos	259,871	0%	210,084	0%	234,354	0%	307,208	0%
Préstamos por pagar a largo plazo	26,313,981	10%	28,919,640	11%	42,457,559	15%	57,116,270	19%
Depósitos en garantía	1,303,634	0%	1,454,839	1%	1,601,213	1%	1,552,591	1%
TOTAL PASIVO	32,730,353	12%	36,797,452	13%	49,039,399	17%	63,420,280	21%
ACTIVO NETO								
Certificados de títulos de participación	226,255,000	84%	226,255,000	82%	226,255,000	79%	226,255,000	75%
Desembolsos por colocación de participaciones	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%	(1,658,281)	-1%
Capital pagado en exceso	43,026	0%	43,026	0%	43,026	0%	43,026	0%
Ganancia no realizada por valuación de bienes	13,500,623	5%	13,629,800	5%	11,883,390	4%	12,680,248	4%
Resultados acumulados	-	0%	-	0%	-	0%	-	0%
TOTAL ACTIVO NETO	238,140,368	88%	238,269,545	87%	236,523,135	83%	237,319,993	79%
TOTAL PASIVO Y ACTIVO NETO	270,870,721	100%	275,066,997	100%	285,562,534	100%	300,740,273	100%

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

	Dic.20		Dic.21		Dic.22		Dic.23	
		%		%		%		%
Ingresos	35,197,746	100%	35,662,735	100%	23,366,113	100%	30,837,770	100%
Ingresos	35,000,628	99%	35,504,441	100%	23,005,216	98%	30,332,850	98%
Ingresos por arrendamientos	20,181,631	57%	19,016,660	53%	20,080,810	86%	22,278,855	72%
Ganancia por venta y expropiación de inmuebles	-	0%	-	0%	228,059	1%	-	0%
Ganancia por valoración de inmuebles	14,263,001	41%	15,939,706	45%	2,005,571	9%	7,252,059	24%
Otros ingresos	555,996	2%	548,075	2%	690,776	3%	801,936	3%
Ingresos financieros	197,118	1%	158,294	0%	360,897	2%	504,920	2%
Ingresos por intereses	8,712	0%	3,442	0%	8,786	0%	116,492	0%
Ganancias por diferencia de cambio	188,406	1%	154,852	0%	352,111	2%	388,428	1%
Gastos	24,594,762	70%	25,711,064	72%	14,161,666	61%	20,609,512	67%
Gastos opeativos	22,513,459	64%	23,641,515	66%	11,645,765	50%	15,906,539	52%
Comisiones por administración	2,998,396	9%	2,983,888	8%	2,967,821	13%	2,959,390	10%
Gastos por estimación de incobrables	265,324	1%	26,500	0%	60,000	0%	10,000	0%
Pérdidas por ajustes del valor razonable	14,812,141	42%	15,676,765	44%	3,334,960	14%	7,302,511	24%
Pérdida por venta de inmuebles	-	0%	-	0%	136,510	1%	-	0%
Otros gastos operativos	4,437,598	13%	4,954,362	14%	5,146,474	22%	5,634,638	18%
Gastos financieros	2,081,303	6%	2,069,549	6%	2,515,901	11%	4,702,973	15%
Pérdidas por diferencia de cambio	241,410	1%	117,834	0%	200,252	1%	229,077	1%
Gastos por intereses	1,839,893	5%	1,951,715	5%	2,315,649	10%	4,473,896	15%
Utilidad financiera	(1,884,185)	-5%	(1,911,255)	-5%	(2,155,004)	-9%	(4,198,053)	-14%
Utilidad antes de impuestos	10,602,984	30%	9,951,671	28%	9,204,447	39%	10,228,258	33%
Impuesto sobre la renta	2,463,278	7%	2,267,576	6%	2,403,844	10%	2,847,104	9%
Resultado del período	8,139,706	23%	7,684,095	22%	6,800,603	29%	7,381,154	24%

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

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

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

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