

VISTA SOCIEDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN, S.A.

Fondo de Inversión Inmobiliario VISTA

Informe de mantenimiento de clasificación de riesgo

Sesión Ordinaria n.º 6052024

Fecha de ratificación: 30 de abril de 2024.

Información financiera: no auditada a setiembre y diciembre de 2023.

Contactos: Alexander Pérez Gutiérrez
Marcela Mora Rodríguez

Analista financiero aperez@scriesgo.com
Analista sénior mmora@scriesgo.com

1. CLASIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe corresponde al análisis del Fondo de Inversión Inmobiliario VISTA administrado por VISTA Sociedad de Fondos de Inversión S.A., con información financiera no auditada a setiembre y diciembre de 2022.

Con base en esta información, se otorga la siguiente clasificación de riesgo:

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

*La clasificación actual no varió con respecto a la anterior.

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

Programa de Emisión de Deuda				
Monto del programa	Anterior		Actual*	
	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva
USD50 millones	AA 3 (SLV)	Estable	AA 3 (SLV)	Estable

*La clasificación actual no varió con respecto a la anterior.

Explicación de la clasificación otorgada:

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

Perspectiva Estable: se percibe una baja probabilidad de que la clasificación varíe en el mediano plazo.

Con relación al riesgo de mercado:

Categoría 3: alta sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado. Los fondos de inversión en la categoría 3, se consideran con una alta sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado. Es de esperar que el fondo presente una variabilidad significativa a través de cambios en los escenarios de mercado, además de una alta exposición a los riesgos del mercado al que pertenecen de acuerdo con la naturaleza del fondo.

AA (SLV): emisiones con muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados. No se vería afectada en forma significativa ante eventuales cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía. Nivel muy bueno.

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

2. FUNDAMENTOS

- VISTA SAFI pertenece a un grupo financiero experimentado en administración de fondos.
- VISTA SAFI cuenta con políticas y procedimientos detallados para la gestión de sus fondos y los riesgos asociados.
- Equipo con experiencia en sector bursátil.
- La SAFI ofrece productos tanto de carácter financiero como inmobiliario.
- Diversificación adecuada de ingresos por renta, inmueble e inquilino.
- El 67% de los ingresos mensuales del Fondo proviene del sector de oficinas.

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

¹ El detalle de toda la escala de clasificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página www.scriesgo.com

- El Fondo posee una moderada exposición a inquilinos del sector público, que se basan en la “forma de pago usual del Gobierno”.
- La tasa de ocupación del Fondo disminuye y se sitúa por debajo del promedio de la industria.
- El Fondo se posiciona quinto por cantidad de activos en mercado costarricense con 12% de participación.
- Eficiente administración dada la cantidad de inmuebles e inquilinos.
- Gestión activa en renovación de inmuebles para competitividad.
- Efecto neto positivo en valoraciones de inmuebles.
- El Fondo muestra una tendencia creciente en el nivel de apalancamiento, no obstante se encuentra por debajo del límite normativo y de la industria.
- Reducir los niveles de morosidad acumulada, de manera que mejore el rendimiento líquido.
- Mantener un estricto seguimiento de los flujos de caja, a fin de garantizar el cumplimiento pleno de las obligaciones contraídas.

3. CONTEXTO ECONÓMICO DE COSTA RICA

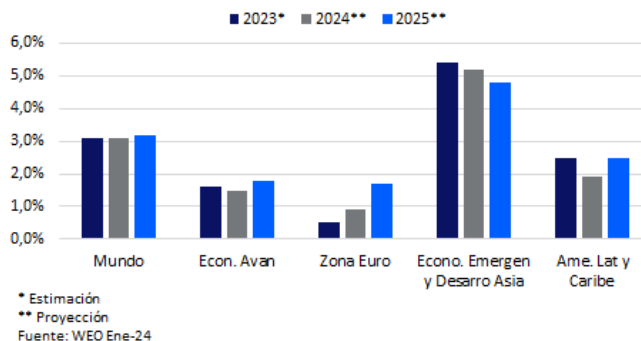
3.1. Marco internacional

Durante el 2023, la economía mundial enfrentó repercusiones económicas post pandemia, además de una serie de acontecimientos que la impactaron, como lo fueron las turbulencias en el sector financiero de Estados Unidos y Suiza, especialmente, presentadas a inicios del año, entre otros factores relacionados con la inflación y conflictos armados.

No obstante, según el Fondo Monetario Internacional (FMI), la recuperación económica mundial se muestra resiliente tras la pandemia por COVID-19, el conflicto entre Rusia y Ucrania y la crisis del costo de la vida. La inflación disminuye de una forma más rápida que la prevista, luego de alcanzar su punto más alto en 2022, con una afectación sobre el empleo y actividad económica menor a la esperada. Por su parte, se prevé que las elevadas tasas de interés, aunado al retiro del respaldo fiscal en un contexto de deuda elevada, frenen el crecimiento para el 2024.

En línea con lo anterior, en su último informe de proyecciones económicas (WEO), expuesto en enero de 2024, el FMI espera que el crecimiento económico mundial sea de 3,1% en 2024 (0,2 puntos porcentuales (p.p.) mayor a la prevista en la revisión de octubre de 2023) y de 3,2% en 2025 (3,1% en 2023).

Proyección de Crecimiento FMI



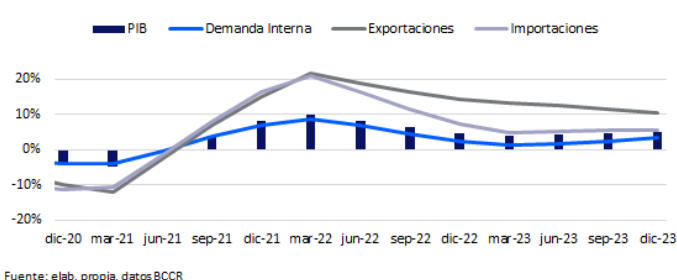
Por su parte, el FMI señala que, a medida que la inflación disminuye y se acerca a las metas en las distintas regiones, una de las prioridades a corto plazo de las autoridades es gestionar dicho descenso, calibrando la política monetaria en respuesta de la inflación subyacente, hacia una orientación menos restrictiva, sin reducir las tasas de interés anticipadamente ni extender mucho tales reducciones.

3.2. Marco Nacional

3.2.1. Actividad económica, ocupación y desempleo

Durante el 2023, la actividad económica de Costa Rica presentó un crecimiento, pero a un menor ritmo de lo exhibido en el 2022. De acuerdo con datos del Banco Central de Costa Rica (BCCR), el Producto Interno Bruto (PIB) a diciembre de 2023, presentó un crecimiento interanual de 5,1%. El resultado anterior se explica por el aumento de las exportaciones (+10% interanual) y cuyo aporte a la variación del PIB correspondió a 4%. Por el lado de la demanda interna, esta creció en 3% interanual y el aporte a la variación del PIB fue de 3%.

Comportamiento de la Producción Nacional



A la fecha de análisis, y por actividad económica, el incremento interanual de alojamiento y comidas se vincula con el aumento en el turismo, tanto de nacionales como extranjeros, aunque aún no se ha retornado a los niveles

registrados previo a la pandemia por COVID-19. En el caso de la actividad comercial, el incremento se vio influido por el desempeño en las actividades agropecuarias, manufactura y alojamiento y comidas, entre otras. Respecto a la agricultura, el incremento se vincula con el buen desempeño en la producción de bienes orientados a la exportación, como banano, piña, raíces, tubérculos y hortalizas.

Por su parte, luego de la fuerte contracción que experimentó la construcción en 2022, a raíz de altos costos de producción debido a las alzas de los precios de materias primas, durante 2023 se observa un crecimiento. A nivel de la construcción con destino privado, a diciembre de 2023, esta se incrementa en 2% con respecto a diciembre de 2022, mientras que la obra con destino al sector público aumentó en 6% anual.

La ocupación, para el segundo trimestre de 2023, indica que hubo una fuerza de trabajo de 2,2 millones de personas (disminuye en 9% interanualmente) y una tasa neta de participación laboral de 53,8%. Según el BCCR, la reducción en la participación laboral se vincula con factores estructurales, como el cambio demográfico y restricciones en la participación de la mujer (debido a la atención de tareas como el cuidado de niños y adultos mayores).

En línea con lo anterior, la población ocupada fue de 2,1 millones de personas, lo que representó una reducción de 91 mil personas de forma interanual (-4%), y arrojó una tasa de ocupación de 49,9%. Lo anterior, repercutió en una tasa de desempleo que se ubica en 7,3%, una de las más bajas en los últimos 10 años, la cual se ve influenciado por la reducción en la participación laboral, especialmente.

3.2.2. Comercio exterior

Al cierre de 2023, el déficit en cuenta corriente como proporción del PIB, se ubicó en 1,5% (3,6% el año anterior). La reducción de este se dio, principalmente, producto de un mayor superávit en la cuenta de servicios (13,6% en diciembre de 2023 *versus* 11,2% en diciembre de 2022, respecto al PIB); aunado a un menor déficit en la cuenta de bienes, el cual pasa de 7,5% en 2022 a 5,2% en 2023 (como proporción del PIB). Dicho comportamiento en la cuenta de bienes y servicios se vincula con el aumento en los términos internacionales de intercambios, especialmente por la reducción de precios externos de materias primas, aunado al buen desempeño del turismo receptivo y resto de servicios, especialmente aquellos de apoyo empresarial y de informática e información.

A nivel comercial, las exportaciones continuaron creciendo; principalmente en el régimen especial. En diciembre de 2023, las exportaciones aumentaron en un 15% interanual, impulsado por las empresas del régimen especial (+22% interanual), y las del régimen definitivo también aportaron (+5% interanual).

En el caso del régimen especial, la variación se explica por el impulso en las ventas de implementos médicos; mientras que en el régimen específico se vincula con las colocaciones de banano, piña, raíces, tubérculos, preparaciones para salsas y productos lácteos, lo que a su vez se vio atenuado por la disminución en las exportaciones de llantas, azúcar, café y aceite de palma.

Por su parte, las importaciones crecieron un 5% de manera interanual, lo cual, obedece especialmente a las compras del régimen especial, cuya variación interanual es de 7%. Si bien las importaciones registraron aumentos durante el 2023, estas muestran una desaceleración en dichas variaciones.

3.2.3. Finanzas públicas

Los resultados fiscales, a diciembre de 2023, reflejan un superávit primario de 1,6% del PIB, el cual es inferior al registrado en diciembre de 2022 (2,1% del PIB); mientras que el déficit financiero se establece en 3,3% del PIB, cifra que aumenta de forma anual en 0,8 p.p. Las cifras anteriores respondieron a un menor desempeño en los ingresos (decrecimiento interanual de 2%) y un incremento en el gasto total (+3% anual), así como en el gasto sin intereses (+1% anual).

A nivel de ingresos, la disminución anual se explica por la contracción de 2% en los ingresos corrientes totales, influenciado por la reducción de 26% en los ingresos no tributarios, a raíz de una reducción en las transferencias (-85% interanual) y en la partida de otros ingresos no tributarios (-41% anual). En contraparte, los ingresos tributarios crecieron en 2% con respecto a diciembre de 2022. En el caso de los gastos se destaca el aumento de 11% en el gasto por servicio de intereses y, en menor medida, en la partida de transferencias corrientes (+1% anual).

En cuanto a la deuda del Gobierno Central, el saldo se establece en CRC28,76 billones, a diciembre de 2023, y registra un incremento de CRC0,54 billones de forma anual (+2%), impulsado, especialmente, por la deuda externa (+5% anual). Respecto al PIB, el saldo de la deuda pasa de representar el 63,0% en diciembre de 2022 al 61,1% en diciembre de 2023, como resultado del mayor aumento en

el PIB nominal (+5% anual) respecto al exhibido en el saldo de la deuda.

Los buenos resultados fiscales han venido acordes con el cumplimiento de las metas que tiene el país con el FMI; y a su vez, han permitido una disminución en la prima de riesgo, una mejor perspectiva de la deuda costarricense en el ámbito internacional, y una mejora en la calificación de riesgo soberana por parte de las principales calificadoras de riesgo internacionales, durante el último año.

3.2.4. Macroprecios

Después de alcanzar niveles máximos a mediados del año 2022, durante el 2023 el tipo de cambio presentó una fuerte corrección, para alcanzar una variación interanual de -12% en diciembre de 2023 (-7% interanual en diciembre de 2022), y se ubica por debajo de los niveles vistos en los últimos 9 años (tipo de cambio de MONEX de CRC526,46 por dólar estadounidense, al cierre de diciembre de 2023).

Entre las causas de la disminución en el indicador, durante el último año, destacan:

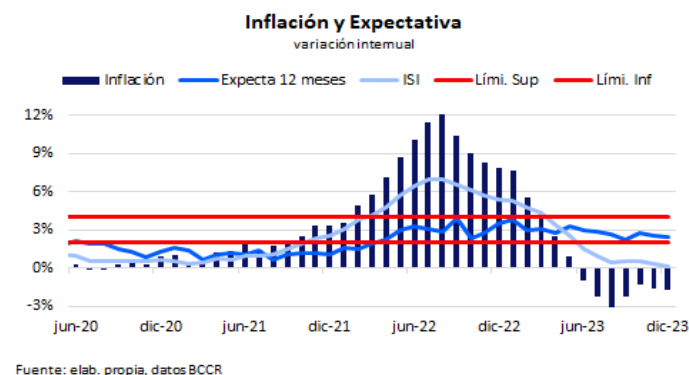
- Ingreso de divisas por recuperación del turismo receptivo.
- Instalación de empresas extranjeras: el crecimiento de la inversión extranjera proporciona una mayor disponibilidad de dólares.
- La evolución de las exportaciones, principalmente de regímenes especiales.
- Una reducción en el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo cual reduce la necesidad de ahorro externo para su financiamiento.
- Una menor demanda de divisas por parte de las operadoras de pensiones.
- En parte del 2023, se mantuvo un premio positivo por ahorrar en colones, lo que en medida desincentivó la dolarización del ahorro, especialmente en el primer semestre.
- Mejora en la percepción de riesgo país.

Producto de los cambios abruptos en el indicador, la volatilidad del tipo de cambio en el segundo semestre de 2022 aumentó a niveles no observados desde el primer semestre de 2014, cuando hubo un alto nivel de incertidumbre sobre el rumbo político a raíz de la segunda ronda electoral. Por su parte, en el segundo semestre de 2023 la volatilidad del tipo de cambio disminuyó; sin embargo, continuó posicionándose por encima del promedio observado en los últimos años.

A nivel de las ventanillas de los intermediarios cambiarios, estas han obtenido un superávit desde noviembre de 2020. Respecto a diciembre de 2022, el superávit en las ventanillas se incrementó en USD3.657 millones a diciembre de 2023 (12 meses acumulados).

En cuanto a las RIN, al cierre de diciembre de 2023, el saldo es de USD13.219 millones, y aumentaron USD4.669 millones respecto al año anterior (+55% anual). El incremento observado es producto de una mayor compra del BCCR en el MONEX para, por un lado, restituir parte de las divisas vendidas al Sector Público no Bancario (SPNB) en años anteriores, satisfacer las necesidades contemporáneas y constituir una reserva para requerimientos futuros de dicho sector y, por otro lado, atender y cubrir operaciones propias.

Luego de un período de aumentos en los niveles de inflación, desde el cuarto trimestre de 2022 se observa una desaceleración en dichos incrementos y, a partir de junio de 2023, se registran niveles de deflación. Específicamente, a diciembre de 2023, la deflación general, medida a través del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de 1,8% (inflación de 7,9% en diciembre de 2022); mientras que la inflación subyacente (ISI) fue de 0,1% (5,4% el año anterior). Ambos indicadores se ubicaron por debajo de la meta del 3% (± 1 p.p.) establecida por el BCCR.



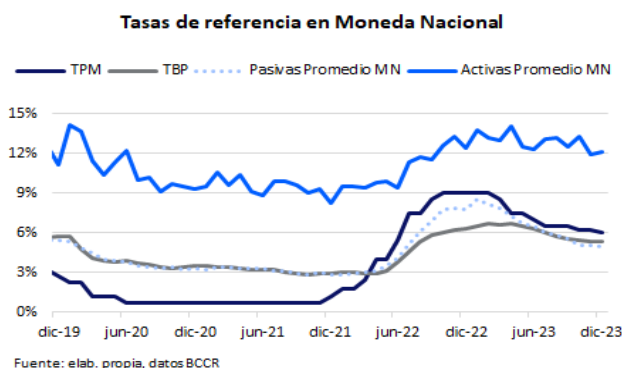
La desaceleración en la inflación observada se explica por la disipación de choques de oferta externos (lo cual influyó en la baja del precio de los hidrocarburos, de los granos básicos y de los servicios de transporte marítimo en el mercado internacional), el efecto acumulado de la política monetaria restrictiva (a pesar de las reducciones en la TPM), la apreciación del colón en el último año y a un efecto base en el IPC, principalmente.

Por su parte, el índice de precios al productor de manufactura (IPP MAN) ha presentado una desaceleración desde el segundo semestre de 2022 y, a diciembre de 2023, dicho índice muestra una variación interanual de -5,7% (variación interanual promedio de -2,2% durante el 2023). Cabe destacar que la desaceleración en el IPP MAN se manifestó con mayor intensidad en el componente no alimenticio (-7,5% interanual a diciembre de 2023) que en el alimenticio (-4,3% interanual).

Respecto a las tasas de interés en colones, durante el 2022 el BCCR incrementó la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 775 p.b. (825 p.b. desde mínimos de 2021) con el fin de mitigar los efectos inflacionarios de la economía. Por su parte, durante el 2023 el BCCR redujo la TPM (-300 p.b. respecto a diciembre de 2022), para ubicarse en 6,00% en diciembre de 2023. Además, en enero y marzo de 2024, el BCCR realizó nuevos ajustes para establecer la tasa en 5,25% (-75 pb respecto a diciembre 2023).

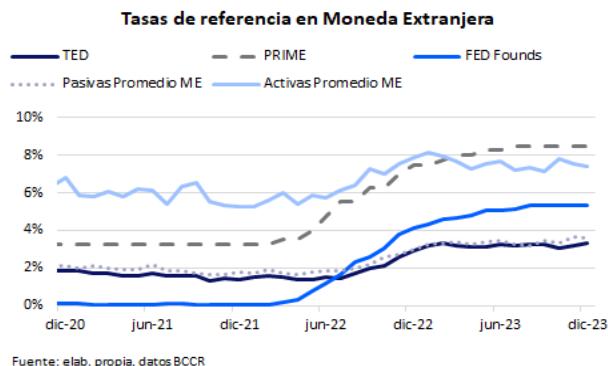
Además del aumento en la TPM, el BCCR también ha adoptado otras medidas de política monetaria, entre ellas: incrementó el encaje mínimo legal de 12% a 15% en colones a las instituciones financieras del país, con el fin de evitar que los excesos de liquidez de los intermediarios financieros ocasionaran una presión inflacionaria adicional.

A raíz de dichos ajustes, se observa que las tasas de interés de referencia en colones mostraron un incremento en el 2022 y una reducción durante el 2023. Por ejemplo, en diciembre de 2023 la Tasa Pasiva promedio disminuyó en 280 p.b. de forma anual (aumento de 492 p.b. interanual en diciembre de 2022).

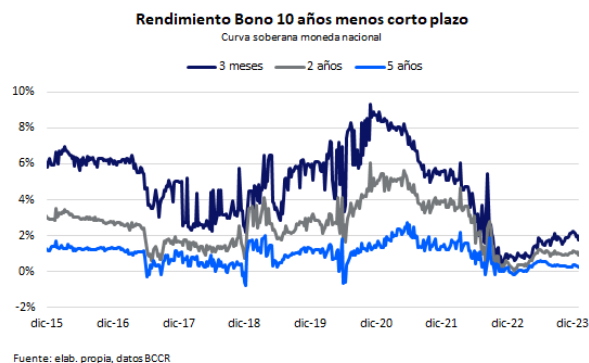


En el caso de las tasas de referencia en dólares, la política monetaria de la FED se ha vuelto más restrictiva dado los efectos inflacionarios que ha sufrido Estados Unidos. De forma acumulada, durante el 2023 la tasa de referencia del banco central norteamericano aumentó 123 p.b. (+402 p.b. en el 2022) y la tasa Prime en 100 p.b. (+425 p.b. durante el

2022). A nivel local, se han reflejado leves efectos de estos ajustes realizados en el último año, ya que, a diciembre de 2023, la Tasa Pasiva promedio aumentó en 57 p.b. de forma anual y, por su parte, la Tasa Activa promedio disminuyó en 48 p.b. interanual.



Por último, el tensionamiento monetario ha dado pie a la incertidumbre que existe sobre el comportamiento de la economía nacional. Así lo refleja la potencial inversión de la curva entre los plazos de largo y corto plazo. Los rendimientos de corto plazo se han mantenido iguales o mayores a los rendimientos de largo plazo, evidenciando una mayor demanda al emisor de que se compense la incertidumbre actual con mejores rendimientos en el corto plazo.



3.2.5. Agregados monetarios

En línea con una política monetaria más restrictiva, esta no solo se ha llevado a cabo vía tasas de interés, sino que también, reduciendo la expansión de la cantidad de dinero. No obstante, durante el 2023, el agregado monetario M1 muestra una tendencia de crecimiento en sus tasas de variación interanual luego de un período de contracciones desde el 2021. En específico, a diciembre de 2023, el agregado monetario M1 crece en 12,7% respecto a diciembre de 2022.

Por su parte, a nivel de la liquidez del sistema financiero, se observa una marcada contracción en las tasas de crecimiento en dólares durante el primer semestre de 2023, mientras que en colones mantuvo un crecimiento con cifras promedio del 7% interanual. Para el segundo semestre, se refleja cierta estabilidad en las tasas de crecimiento, para un promedio del 9% en moneda nacional y del 3% en moneda extranjera.

Al cierre de diciembre de 2023, el crédito total al sector privado no financiero (CSPNF) muestra un leve incremento de 0,8% interanual, menor al exhibido en diciembre de 2022 (+3,2% anual). Dicha variación, se ve influenciada especialmente por el crecimiento del crédito en moneda nacional, el cual crece en 3,7% interanual (9,2% en diciembre de 2022); mientras que el crédito en moneda extranjera aumenta en 10,6% interanual (en montos colonizados la variación es de -3,2% interanual, por la apreciación del colón respecto al dólar y el efecto de conversión).

3.2.6. Clasificación de riesgo soberano

Las calificadoras internacionales llevaron a cabo revisiones de la calificación soberana de Costa Rica, donde, en octubre de 2023 Standard & Poor's (S&P) aumentó la calificación de B+ a BB- y mantuvo la perspectiva en estable; en virtud del buen desempeño financiero y crecimiento económico exhibido, entre otros factores.

Por su parte, en noviembre de 2023, Moody's Investor Service (MIS) mejoró la calificación de Costa Rica de B2 con perspectiva estable a B1 con perspectiva positiva. Lo anterior, sustentado en la evolución favorable del perfil crediticio del país, dado el progreso en la consolidación fiscal estructural y por las medidas tomadas para aumentar la liquidez, aliviar la carga de la deuda y reducir la deuda pública como porcentaje del PIB de forma sostenida.

Además, el ajuste más reciente se dio en el febrero de 2024, con una mejora en la calificación de riesgo soberana por parte de Fitch Ratings, de BB- a BB con perspectiva estable. Lo anterior, dado el fortalecimiento en el perfil crediticio del país, como resultado del cumplimiento de las metas con el FMI, una consolidación estructural de la gestión fiscal, el acceso a recursos en el mercado internacional, reducción de la deuda respecto al PIB y un sólido crecimiento económico, entre otros.

Costa Rica: Calificación de Deuda Soberana		
Calificadora	Largo Plazo	Perspectiva
Moody's Investor Service	B1	Positiva
Standard and Poor's	BB-	Estable
Fitch Ratings	BB	Estable

3.3. Proyecciones económicas marco nacional 2023-2024

De acuerdo con las proyecciones del BCCR, se espera que la producción nacional medida a través del Producto Interno Bruto (PIB) crezca para el bienio 2024-2025 un 4,0% y 3,9%, respectivamente, impulsado por la demanda interna, en mayor medida.

Al analizar el crecimiento del 2024 por componente del gasto, el consumo privado crecería 3,1%, la inversión en 7,0% y las exportaciones 6,4%, mientras que las importaciones en 7,6%. Por actividad económica, el crecimiento en el 2024 estaría liderado por las siguientes: hoteles y restaurantes (+9,4%), servicios empresariales (+9,0%), transporte (+4,6%), construcción (+4,5%). Por su parte, actividades como manufactura (+3,7%), comercio (+2,6%) y agricultura (+2,0%) tendrían un menor crecimiento.

El déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ubicaría en torno al 1,8% del PIB en el 2024, lo cual se explicaría, principalmente, por un incremento esperado en el déficit de bienes y del ingreso primario.

Además de reiterar su meta de inflación, el BCCR ha indicado que continuará con una política monetaria que conduzca nuevamente la inflación al rango objetivo. La meta de inflación la mantiene en 3% \pm 1 p.p. Para el 2024, se prevé que la inflación general se ubique en alrededor del 0,9% y que para el 2025 sea 2,6%.

Congruente con la meta de inflación dada, así como el comportamiento previsto para las cuentas de producción, la liquidez total crecería alrededor de 7,0% anual en el bienio, lo que permitiría un crecimiento anual del crédito al sector privado de 6,5% en 2024 y de 6,2% en el 2025. Dicho aumento en el crédito estaría impulsado por colocaciones tanto en moneda nacional como extranjera; sin embargo, el crecimiento en el crédito en dólares presentaría una desaceleración, lo que contendría el proceso de dolarización relativa del crédito que se observó en el 2023.

Por su parte, según las estimaciones del Ministerio de Hacienda para el 2024-2025, el Gobierno Central alcanzaría déficits financieros equivalentes a 3,1% y 2,4% del PIB, y superávits primarios en el orden de 1,9% y 2,3% del PIB, respectivamente. Lo anterior, como parte del cumplimiento de las metas acordadas en el convenio con el FMI, entre otros aspectos.

3.4. F.I. Inmobiliarios en Costa Rica

A la fecha de corte, 7 SAFI administran los 14 fondos de inversión inmobiliarios activos, de los cuales, 1 de ellos es en colones y el resto en dólares. Los activos totales del mercado de fondos inmobiliarios, al cierre de diciembre de 2023, contabilizan un monto de USD2.672,5 millones, cantidad que exhibe una caída de 1,3% anual, pero un ligero incremento de 0,1% semestral; y representan aproximadamente el 43% de los activos totales de la industria de fondos de inversión. A su vez, el 98% se encuentra en dólares y el porcentaje restante en moneda local (colones). Se torna relevante indicar que los 5 fondos con mayor volumen de activo administrado concentran cerca del 70% de los activos totales.

Al segundo semestre de 2023, el nivel de apalancamiento correspondiente a la industria de fondos de inversión inmobiliarios registra un valor de 28%, porcentaje que se encuentra muy por debajo del límite máximo establecido por la Sugeval (60%) para cada fondo inmobiliario. Es importante mencionar que, a la fecha de corte, 3 fondos de inversión administrados por BCR SAFI, S.A. poseen una razón de endeudamiento que ronda el 40%.

FII Millones de USD	Activos Totales	%	Activos Netos	%	Endeudamiento
BCR FII	429,55	16%	274,89	14%	36%
FII GIBRALTAR	397,40	15%	308,36	16%	22%
BCR FII COM. y INDUS.	338,30	13%	193,82	10%	43%
FII MULTIFONDOS	321,61	12%	219,10	11%	32%
FII VISTA	300,74	11%	237,29	12%	21%
FII LOS CRESTONES	275,09	10%	189,88	10%	31%
FII PRIVAL	170,79	6%	126,55	7%	26%
BCR FII PROGRESO	101,24	4%	83,37	4%	18%
FII RENTA Y PLUSVALIA	71,82	3%	67,16	4%	6%
FII POPULAR ZETA	70,39	3%	67,30	4%	4%
FII INS	58,55	2%	45,03	2%	23%
BCR FII RENTAS MIXTAS (₡)	52,66	2%	28,64	1%	46%
FII POPULAR	45,95	2%	37,51	2%	18%
FII CUATRO	38,44	1%	32,39	2%	16%
INDUSTRIA FII	2 672,54	100%	1 911,27	100%	28%

Fuente: Elaboración propia con base en datos publicados por la Sugeval.

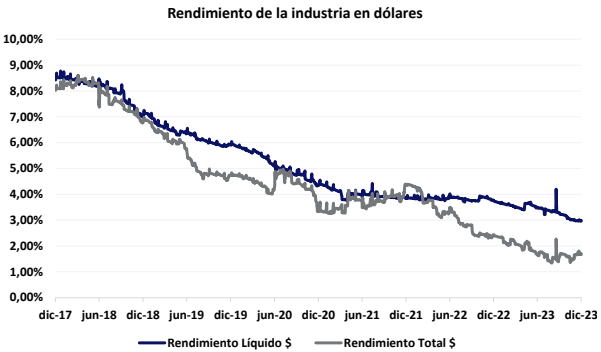
A diciembre de 2023, la cartera inmobiliaria de la industria se compone de 314 inmuebles y aproximadamente 1.877 inquilinos, los cuales registran un área arrendable de 2,37 millones de metros cuadrados, muy similar a lo exhibido un año atrás. Es importante que, el FII Vista y el FII Gibraltar se muestran como los fondos con mayor diversificación por cantidad de inmuebles, con 51 y 38, respectivamente; mientras que, por cantidad de inquilinos se tiene a BCR FII del Comercio y la Industria (FCI) N.D. con 478 inquilinos, seguido del FII Vista con 199 inquilinos y el FII BCR Dólares con 166 inquilinos.

FII	M² Arrend.	M² %	Valor Libros mill. USD	VL %	Inm.	Inquil.
BCR FII	836 572	35%	421,49	17%	19	166
BCR FII COM. y INDUS.	314 826	13%	330,17	13%	36	478
FII VISTA	225 589	10%	292,34	11%	51	199
FII MULTIFONDOS	175 108	7%	279,85	15%	17	108
FII GIBRALTAR	168 484	7%	384,30	11%	38	164
FII LOS CRESTONES	152 121	6%	263,86	10%	33	125
BCR FII RENTAS MIXTAS (₡)	91 831	4%	49,70	2%	8	54
FII PRIVAL	88 461	4%	166,22	6%	18	132
BCR FII PROGRESO	85 407	4%	98,58	3%	17	84
FII RENTA Y PLUSVALIA	79 648	3%	69,85	4%	34	120
FII CUATRO	56 062	2%	36,57	3%	6	42
FII POPULAR ZETA	40 765	2%	68,09	3%	16	80
FII POPULAR	31 361	1%	44,68	2%	11	96
FII INS	25 848	1%	57,28	2%	10	29
TOTALES	2 372 083	100%	2 562,99	100%	314	1 877

Fuente: Elaboración propia con base en datos publicados por la Sugeval.

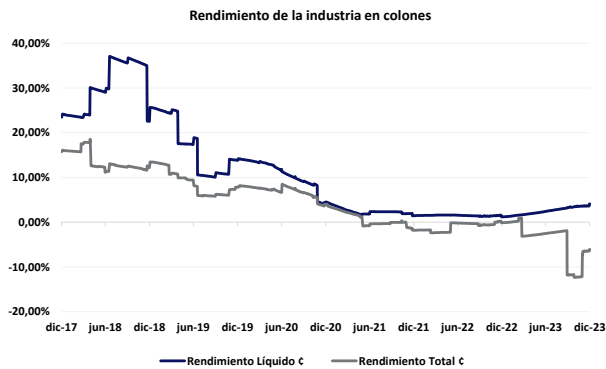
Según el informe sobre la industria de fondos de inversión que proporciona la Sugeval, a diciembre de 2023, el rendimiento líquido promedio anual de los últimos 12 meses para la industria de fondos inmobiliarios en dólares es de 3,41% (3,83% a diciembre de 2022); mientras que el rendimiento total de los últimos 12 meses promedio anual es de 1,84% (3,22% a diciembre de 2022).

En el siguiente gráfico se puede apreciar el comportamiento de ambos rendimientos para la industria de fondos de inversión inmobiliarios en dólares para los últimos 6 años.



Fuente: Elaboración propia con base en datos publicados por la Sugeval.

De igual manera, en el siguiente gráfico se observa el comportamiento de ambos rendimientos correspondientes al único fondo de inversión inmobiliario en colones (BCR FII Rentas Mixtas) durante los últimos 6 años.



Fuente: Elaboración propia con base en datos publicados por la Sugeval.

La siguiente tabla muestra el *ranking* correspondiente al rendimiento líquido, acompañado del rendimiento total de los últimos 12 meses para cada fondo. En ambos casos, se registra el promedio anual con corte al cierre del segundo semestre de 2023.

Fondos Inmobiliarios Dólares	Rend. Líquido	Rend. Total
FII GIBRALTAR	4,98%	1,79%
FII MULTIFONDOS	4,54%	4,57%
FII POPULAR ZETA	4,03%	2,65%
FII CUATRO	3,94%	5,51%
FII VISTA	3,55%	3,11%
BCR FII PROGRESO	3,43%	2,10%
MERCADO \$ FI	3,41%	1,84%
FII INS	3,40%	1,38%
FII POPULAR	3,11%	-0,01%
BCR FII COM. y INDUS.	2,86%	0,40%
FII PRIVAL	2,78%	3,07%
FII LOS CRESTONES	2,60%	1,41%
BCR FII	2,15%	-1,31%
FII RENTA Y PLUSVALIA	1,21%	3,19%
Fondos Inmobiliarios Colones	Rend. Líquido	Rend. Total
BCR FII RENTAS MIXTAS (¢)	2,46%	-3,99%

Fuente: Elaboración propia con base en datos publicados por la Sugeval.

Por último, uno de los indicadores más relevantes para este tipo de fondos de inversión es la ocupación. Específicamente, a diciembre de 2023, la industria presenta un nivel de ocupación de 75,00%, porcentaje que exhibe una contracción de 9,21 puntos porcentuales (p.p.), con respecto al mismo período del año anterior. Dicho indicador se vio notablemente influenciado por la caída que mostraron los siguientes fondos en su nivel de ocupación: BCR FII Dólares (-29,13 p.p.), BCR FII Progreso (-11,70 p.p.) y FII Gibraltar (-5,37 p.p.).

Fondo Inmobiliario	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Tendencia
FII PRIVAL	99,35%	100,00%	94,54%	95,30%	90,42%	
BCR FII COMERC. Y LA INDUS.	89,70%	88,63%	87,00%	88,49%	87,61%	
BCR FII RENTAS MIXTAS	93,88%	90,39%	85,65%	84,17%	85,93%	
FII CUATRO	71,23%	69,21%	67,45%	77,19%	85,68%	
FII MULTIFONDOS	92,40%	86,91%	81,82%	85,11%	85,58%	
FII LOS CRESTONES	84,02%	73,59%	78,20%	82,64%	84,00%	
FII VISTA	75,47%	78,93%	82,00%	83,99%	83,12%	
FII INS	92,01%	90,53%	79,29%	81,58%	80,68%	
FII POPULAR ZETA	71,63%	75,78%	77,70%	89,81%	79,79%	
FII POPULAR (FINPO)	77,08%	72,13%	76,68%	77,29%	78,01%	
FII GIBRALTAR	93,99%	91,95%	89,92%	80,72%	75,35%	
LA INDUSTRIA	86,79%	89,47%	89,89%	84,21%	75,00%	
BCR FII PROGRESO	95,99%	79,58%	82,66%	82,64%	70,94%	
BCR FII	92,12%	95,99%	95,96%	89,38%	60,25%	
FII RENTA Y PLUSVALIA	74,72%	69,00%	74,00%	60,77%	59,77%	

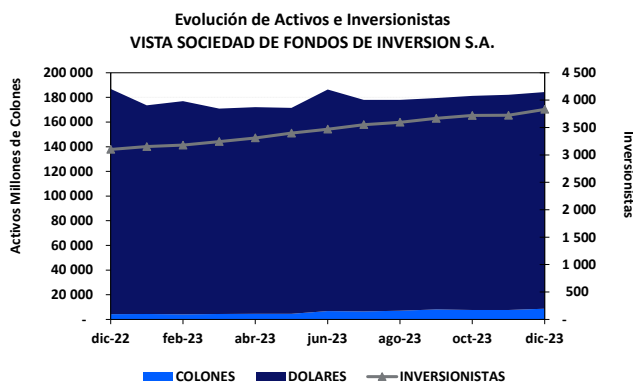
Fuente: Elaboración propia con base en los informes trimestrales de cada fondo de inversión inmobiliario.

4. VISTA SOCIEDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN

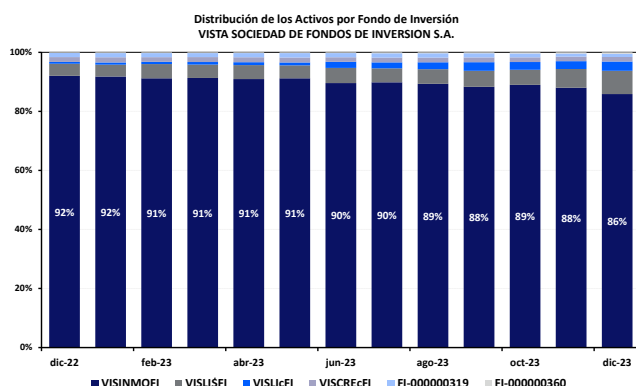
VISTA Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. es una sociedad anónima constituida y organizada en enero de 1996 en la República de Costa Rica. La SAFI pertenece al Grupo Financiero ACOBO y sus accionistas son Corporación ACOBO, S.A. con el 90% de participación e Inversiones Osod de Costa Rica, S. A. con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

Al cierre de diciembre de 2023, la SAFI cuenta con 6 fondos de inversión inscritos y aprobados: 2 de mercado de dinero (colones y dólares), 2 de crecimiento (colones y dólares), 1 fondo accionario en dólares y 1 fondo de inversión inmobiliario en dólares.

Los activos que la SAFI administra suman CRC184.297,84 millones, lo que representa una reducción de 1% anual y semestral. Con este volumen de activos, la Sociedad tiene un 5% de participación de mercado y ocupa el séptimo lugar entre las 13 SAFI que operan en Costa Rica. Además, cuenta con 3.831 inversionistas, a diciembre de 2023, lo que supone un incremento de 730 inversores respecto al año pasado y de 361 inversores respecto al semestre anterior.



Respecto a la composición de los activos por fondo de inversión, el F.I. Inmobiliario Vista en dólares (VISINMOFI) concentra el 90% del promedio anual de los activos de la SAFI. Los fondos de mercado de dinero representan el 7% y los fondos de crecimiento y el fondo accionario se reparten el 3% restante.



4.1. Situación financiera

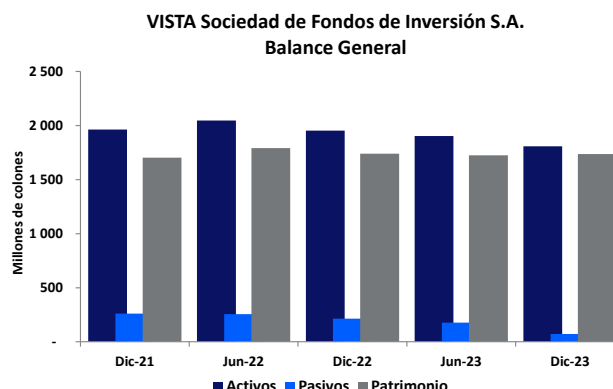
A diciembre de 2023, los activos de la SAFI ascienden a CRC1.808,99 millones, monto que disminuye 7% anual y 5% semestral. La variación anual obedece a la reducción de 78% en las disponibilidades, mientras que el comportamiento semestral es explicado por la contracción de 22% en las cuentas y comisiones por cobrar.

En cuanto a la estructura de activos, estos se componen en un 68% de inversiones en instrumentos financieros, seguido por cuentas y comisiones por cobrar (25%), disponibilidades (4%) y otros activos (3%).

A la fecha del análisis, los pasivos totalizan CRC71,95 millones, con una reducción del 66% anual y del 60% semestral. Las variaciones anteriores se atribuyen principalmente a la cancelación de las obligaciones con el público, correspondientes a reportos tripartitos en dólares, que representaban el 62% del total de pasivos el semestre anterior.

Finalmente, el patrimonio asciende a CRC1.737,04 millones, monto que se mantiene constante de forma anual, pero aumenta un 1% semestral. El comportamiento semestral se explica por un incremento en los ajustes al patrimonio, debido a una valoración favorable en inversiones a valor razonable con cambios en otros resultados integrales. Sin embargo, dicho efecto fue aminorado por el registro de pérdidas acumuladas del período.

Entre las partidas más relevantes que componen el patrimonio, destaca el capital social con un 75%, seguido por un 17% de resultados acumulados de períodos anteriores. Las reservas patrimoniales constituyen el porcentaje restante.

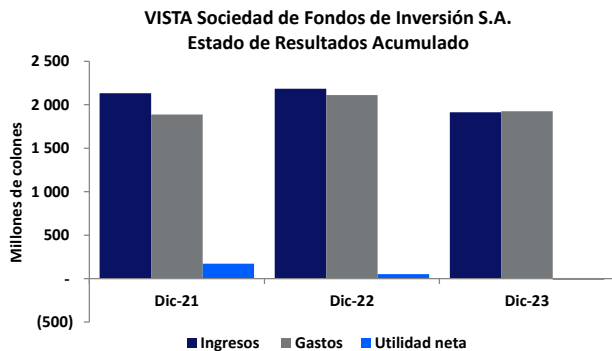


Respecto a los resultados de la SAFI, a diciembre de 2023, se registran pérdidas netas por CRC16,86 millones, mientras que en el mismo período del año anterior se registró una utilidad de CRC51,33 millones. Lo anterior se originó por menores ingresos operativos relacionados a comisiones de servicios y mayores gastos financieros por pérdidas cambiarias.

De manera más detallada, los ingresos totales equivalen a CRC1.912,72 millones, monto que presenta una disminución de 12% anual. La variación anterior, obedece a la reducción en los ingresos operativos (-15%), específicamente en las comisiones por servicios (-15%). En cuanto a su composición, los ingresos operativos representan el 94% y los ingresos financieros el 6% restante.

Respecto a los gastos totales, estos contabilizan CRC1.925,59 millones, al período bajo análisis, monto que manifiesta una contracción de 9% anual. Dicha variación responde a la disminución de los gastos administrativos (-14%) principalmente en los gastos por servicios externos (-28%) y en los gastos operativos (-8%).

En cuanto a la composición de los gastos totales, se distribuyen en 59% por los gastos de operación, seguido de la partida de gastos administrativos con 36% y el porcentaje restante se reparte entre los gastos financieros y las estimaciones por deterioro de inversiones.



Referente a los indicadores de la SAFI, por un lado, dada la reducción presentada en los pasivos, la relación pasivos totales a patrimonio se contrae respecto al año anterior. Por otro lado, los indicadores de rentabilidad se posicionan en un terreno negativo, debido a las pérdidas que se exhibieron, a la fecha de corte.

VISTA SAFI					
Indicadores	Dic-22	Mar-23	Jun-23	Set-23	Dic-23
Pasivos Totales / Patrimonio	12,30%	9,95%	10,32%	4,39%	4,14%
Gastos / Ingresos	96,64%	108,07%	101,68%	101,12%	100,67%
Margen neto	2,35%	-8,07%	-1,68%	-1,12%	-0,67%
Rendimiento sobre la Inversión	2,62%	-8,01%	-1,65%	-1,13%	-0,68%
Rentabilidad sobre el Patrimonio	2,98%	-8,90%	-1,84%	-1,23%	-0,74%

5. HECHOS RELEVANTES

El 03 de julio de 2023, Vista SAFI informó que los Accionistas del Grupo Financiero Acobo adquirieron el 100% de las acciones de Administradora Diez Dos S.A., dedicada a servicios de mantenimiento de inmuebles para empresas del Grupo Financiero Acobo y otras ajenas. La adquisición se registró el 20 de diciembre de 2023 en el Registro de Transparencia y Beneficiarios Finales del Banco Central.

La relevancia radica en que, tras un análisis normativo, se determinó que la empresa adquirida no debe formar parte del Grupo Financiero Acobo, ya que no tiene implicaciones financieras ni operativas; en cambio, representa una alianza estratégica para servicios de mantenimiento inmobiliario. El 27 de julio de 2023, Vista SAFI, S.A., informa la revaloración anual de los siguientes inmuebles:

- Colegio Saint Peters
- Edificio Cartagena
- Bodegas Cormar Uruca
- Edificio Odessa
- Complejo de Bodegas Pavas
- Edificio 2x1
- Edificio Importadora Monge
- Edificio Sabana Sur
- Edificio Torre Zeta
- Edificio Equus

Como resultado, el nuevo valor en libros por participación ha cambiado de USD5.244,46 a USD5.163,34.

El 31 de agosto de 2023, Vista SAFI, S.A., informa la revaloración anual de los siguientes inmuebles:

- Centro Ejecutivo Tournon
- Colegio Saint Margaret
- Centro Ejecutivo La Sabana
- Edificio Alfa y Omega
- Edificio Elefteria
- Edificio Ferretería El Mar Escazu
- Edificio Paris
- Edificio Praga
- Edificio Prisma y Spazio
- Edificio Torre Mercedes Siglo XXI
- Edificio Megasúper Desamparados
- Oficina Periférica Banco Popular San Jose
- Bodegas Flexipark

El nuevo valor en libros por participación ha cambiado de USD5.163,34 a USD5.217,94.

El 03 de octubre de 2023 Vista SAFI, informa sobre la compra del siguiente inmueble, para ser incorporado al portafolio de activos del Fondo de Inversión Inmobiliario Vista:

Detalle	Información
Fecha de compra del inmueble	29/9/2023
Nombre del Inmueble	Bodega Flexipark
Ubicación	Alajuela, San Rafael, Alajuela
Tipo de Inmueble	Bodegas
Área Arrendable Total del Inmueble	412.00 m ²
Responsable de la Valoración	Ing. Greivin Mora Vargas
Fecha del Informe	Setiembre de 2023
Valor resultado de la Valoración	USD480.542,74
Valor de Compra del Inmueble	USD408.720
Porcentaje del Activo Total	0.14%
Ocupación	100%

El 27 de octubre de 2023, Vista SAFI comunica la compra de un inmueble para ser incorporado a la cartera de activos del fondo de inversión inmobiliario que administra:

Detalle	Información
Fecha de compra del inmueble	26/10/2023
Nombre del Inmueble	Centro Educativo Pasos de Juventud
Ubicación	Heredia, Barva, Barva
Tipo de Inmueble	Bodegas
Área Arrendable Total del Inmueble	4,121.06 m ²
Responsable de la Valoración	Ing. Greivin Mora Vargas
Fecha del Informe	Octubre de 2023
Valor resultado de la Valoración	USD6.426.628,09
Valor de Compra del Inmueble	USD5.500.000,00
Porcentaje del Activo Total	1,90%
Ocupación	100%

El 05 de diciembre de 2023, Vista SAFI, S.A., informa la revaloración anual de los siguientes inmuebles:

- Condominio Plaza Murano
- Edificio Poder Judicial
- Centro Educativo Saint Joseph
- Universidad San Judas Tadeo

El nuevo valor en libros por participación ha cambiado de USD5.242,36 a USD5.245,48.

El 15 de diciembre de 2023, Vista SAFI informa que en respuesta al correo electrónico recibido el 14 de diciembre de 2023, por parte del señor José Alberto Rodríguez Sánchez, referente a los acuerdos tomados en la Asamblea de Inversionistas del Fondo Inmobiliario de Renta y Plusvalía (gestionado por BCR SAFI), se confirma que el plazo establecido por la normativa para ejercer el derecho de receso concluyó en la misma fecha mencionada, y que el porcentaje de participaciones que ejercieron dicho derecho alcanzó el 11.82%.

El 18 de enero de 2024, Vista SAFI comunica que en concordancia del Hecho Relevante CHR-4484 del 18 de enero del 2024, de BCR SAFI S.A.; donde se rectifica el porcentaje de derecho de receso 12,58% (75 solicitudes recibidas). Además, se comunica que Vista SAFI acepta la solicitud de los inversionistas, lo cual implica asumir la administración del Fondo Inmobiliario de Renta y Plusvalía conforme a lo definido mayoritariamente en la Asamblea de Inversionistas llevada a cabo el 13 de noviembre de 2023.

Por último, en el mismo Hecho Relevante, se informa que se iniciará el proceso de coordinación con BCR SAFI para la transición ordenada de la administración del Fondo Inmobiliario de Renta y Plusvalía. La Superintendencia General de Valores ha establecido la fecha máxima el 29 de febrero de 2024 para este proceso.

6. FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA

Clasificación de Riesgo: scr AA 3 (SLV)
Perspectiva Estable

Dirigido a inversionistas que estén dispuestos a asumir riesgos por su participación indirecta en el mercado inmobiliario y que a su vez, pretenden obtener una plusvalía por la revalorización de los inmuebles (la cual puede ser positiva, nula o negativa).

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

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

F.I. Inmobiliario VISTA	
Por su naturaleza	Cerrado
Objetivo	Ingreso
Mercado	Local
Diversificado	Sí
Cartera	Fondo Inmobiliario
Moneda	Dólares
Monto de la Emisión	USD300 millones
Valor nominal participación	USD5 000
Participaciones autorizadas	60 000
Comisión Máxima	5% anual sobre el valor neto

6.1. Programa de deuda

El Fondo cuenta con la autorización para realizar oferta pública de valores de un programa de emisiones de bonos por un monto de USD50 millones. La Administración dispone de un plazo de 4 años para definir las características de las emisiones que conformarán el programa de emisiones. A la fecha de análisis, no se han definido las características de las emisiones.

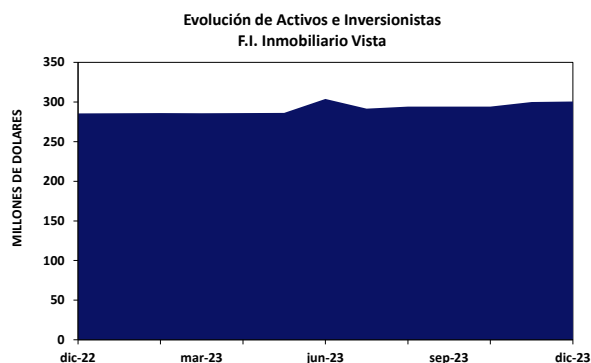
Las características del programa se detallan a continuación:

Programa de Emisión de Deuda	
Fecha de autorización	18 de agosto de 2021
Monto del Programa	USD50,00 millones
Clase de instrumento	Bonos
Garantías	Las emisiones que integran los programas de bonos estandarizados no poseen garantías
Mercados en que se inscribe la oferta	Esta oferta está dirigida únicamente al mercado costarricense. Sin embargo, el emisor se reserva el derecho de registrar sus emisiones en otros mercados tanto para su colocación en el mercado primario como para el mercado secundario, en cuyo caso se realizaría un comunicado de hechos relevantes informando sobre la autorización.
Destino de los recursos	Los recursos provenientes de la captación mediante la colocación de valores de deuda serán utilizados para la compra de inmuebles y mejoras a los edificios.

6.2. Activos e inversionistas

A diciembre de 2023, los activos administrados del F.I. Inmobiliario VISTA alcanzan la suma de USD300,74 millones, cifra que expresa un incremento de 5% anual, pero una reducción de 1% semestral. La variación anual obedece al incremento de las inversiones en inmuebles, dado la compra reciente de propiedades, mientras que el comportamiento semestral se debe a la disminución de 87% en la partida de efectivo.

Debido al volumen de activos que el Fondo posee, ocupa la quinta posición en el listado de los 13 fondos de inversión inmobiliaria en dólares del mercado costarricense, con una participación del 11%.



En cuanto al número de inversionistas que integran el Fondo, al cierre del período bajo análisis, se registran 792 participantes, cifra que no considera el número de inversores que son colocados por otros puestos de bolsa, dado que, por disposiciones a nivel normativo, no se tiene acceso a dicha información.

Con respecto a la concentración por inversionista, el Fondo presenta una concentración alta, dado que el principal inversionista agrupa el 14% de los activos totales, mientras que los primeros 20 inversores representan el 63% del total. Sin embargo, dicha concentración se mitiga en cierto grado al ser un fondo de inversión de tipo cerrado, es decir, hay un requisito de permanencia en el que sus aportantes deben mantener los fondos a un plazo fijo determinado.

Por medio del Herfindahl Index (H) se obtiene como resultado una cantidad de 425 puntos, número que se ubica por debajo de los 1.000 puntos y lo ubica en la categoría de concentración baja dentro del grupo de los 20 mayores inversionistas, según lo que expone el índice.

6.3. Situación financiera

Como se indicó en párrafos anteriores, los activos totales alcanzan la suma de USD300,74 millones, al corte de diciembre de 2023, con un crecimiento anual del 5%, pero una disminución del 1% semestral. La composición de dicha partida se mantiene similar respecto a períodos anteriores; la principal cuenta corresponde a la inversión en inmuebles con un 97% de participación, mientras que el restante 3% se encuentra en las partidas de cuentas por cobrar, efectivo y otros activos.

Por su parte, los pasivos del Fondo ascienden a USD63,45 millones, los cuales muestran un crecimiento de 29% anual, pero una reducción de 5% semestral. Lo anterior obedece al comportamiento reflejado en la partida de préstamos por pagar (+35% anual, -4% semestral). Los pasivos se componen en un 90% por préstamos por pagar a largo plazo, seguido del impuesto sobre la renta diferido con 4% y las cuentas por pagar con 3%, las anteriores como las cuentas con mayor incidencia relativa.

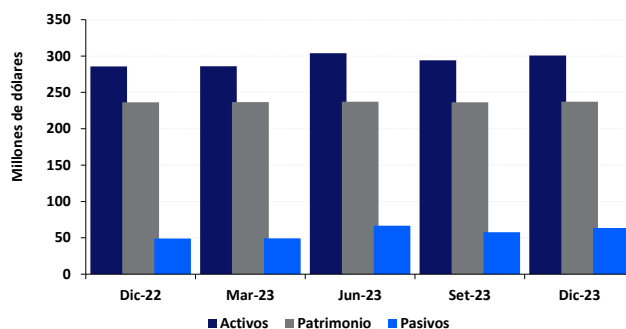
El Fondo registra, a diciembre de 2023, un nivel de apalancamiento cercano al 21%, porcentaje que aumenta en 4 p.p., debido al incremento en los financiamientos recibidos para compra de inmuebles, en el semestre en análisis, no obstante, dicho porcentaje se encuentra por debajo del indicador mostrado por el mercado (27%). Además, se mantiene holgado respecto al límite del 60% que indica el prospecto del Fondo.

En línea con el párrafo anterior, a diciembre de 2023, el costo financiero promedio fue de 8,99%, lo que evidencia la carga de intereses vinculada al apalancamiento del Fondo. Además, los gastos financieros representan el 20% de los ingresos por arrendamiento, lo cual refleja la porción del ingreso operativo que es destinado al pago de intereses. Ambos indicadores han mostrado un crecimiento como respuesta del aumento en el apalancamiento y el incremento en la tasa *prime*.

Asimismo, como se indicó en secciones anteriores, el Fondo posee un Programa de Emisión de Deuda por USD50 millones, autorizado el 18 de agosto de 2021. En caso de requerir dicho financiamiento, la Administración dispone de un plazo de 4 años para definir las características de las series que conformarán el programa de emisiones.

El patrimonio alcanza la suma de USD237,29 millones, al finalizar el período de análisis, cifra que se mantiene constante de forma anual y semestral. La principal partida que compone el patrimonio corresponde a los títulos de participación, con un 95% del total. Además, el Fondo mantiene en circulación 45.251 participaciones con valor nominal de USD5.000 cada una, mismas que representan el 75% de los títulos autorizados.

F.I. Inmobiliario VISTA
Evolución de su estructura financiera

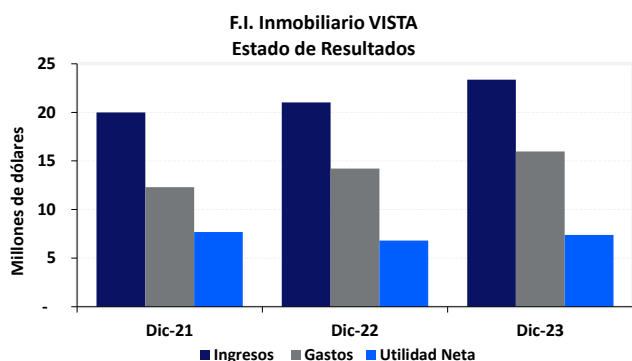


Al cierre del 2023, el Fondo de Inversión Inmobiliario Vista obtuvo una utilidad neta acumulada de USD7,38 millones, lo que representa un crecimiento del 9% respecto al mismo período del año anterior. Este resultado se debe a que los ingresos totales aumentaron en mayor cuantía en términos absolutos que los gastos totales.

Los ingresos totales ascendieron a USD23,36 millones, con un incremento del 11% anual. Este aumento se explica por el crecimiento del 11% en los ingresos por alquileres. Estos últimos constituyen el 95% de los ingresos totales, el porcentaje restante se reparte entre los ingresos financieros y otros ingresos operativos.

Los gastos totalizaron un monto de USD15,98 millones, con un aumento del 12% anual. Dicha variación se debe principalmente al incremento de los gastos financieros (por el alza de la tasa *prime* y un mayor apalancamiento) y al mayor impuesto sobre la renta. En cuanto a la composición, los gastos financieros representan el 28% de los gastos totales, seguidos por los gastos operativos con el 23%, el impuesto sobre la renta con el 20%, las comisiones por administración con el 19% y la proporción restante corresponde a otros gastos.

La Administración de Vista SAFI indica que ha negociado con los bancos que le otorgan créditos, para obtener nuevas y mejores condiciones. Con esta iniciativa, busca reducir el impacto del aumento de las tasas, y mejorar la liquidez, condiciones y rendimiento para el Fondo. En junio de 2023, se concretó un crédito que reducirá las tasas de interés actuales, y se espera conseguir una oferta que reduzca el promedio de la tasa en al menos 100 puntos base 8 (p.b.).



6.4. Cartera administrada

El Fondo Inmobiliario VISTA cuenta con 51 propiedades, las cuales están inscritas a su nombre en el Registro Nacional de la Propiedad y tienen sus seguros al día. El Fondo tiene contratada una póliza de todo riesgo daño físico, que cubre cualquier eventualidad que pueda afectar a los inmuebles.

Adicionalmente, el Fondo tiene una cobertura de pérdida de renta, que le permite recibir hasta 6 meses de alquileres de los locales que sufran algún daño y deban ser reparados. De esta forma, el Fondo asegura sus ingresos por ese periodo de tiempo.

Con el fin de mejorar la calidad y rentabilidad de sus propiedades, el Fondo Inmobiliario VISTA ha renovado parcialmente su portafolio de activos inmobiliarios en los últimos periodos. En junio de 2023, el Fondo realizó la compra de un anexo a la Escuela Saint Margaret con una superficie de 5.450 m², por un valor de USD5 millones (1,6% del activo) y con una ocupación del 100%.

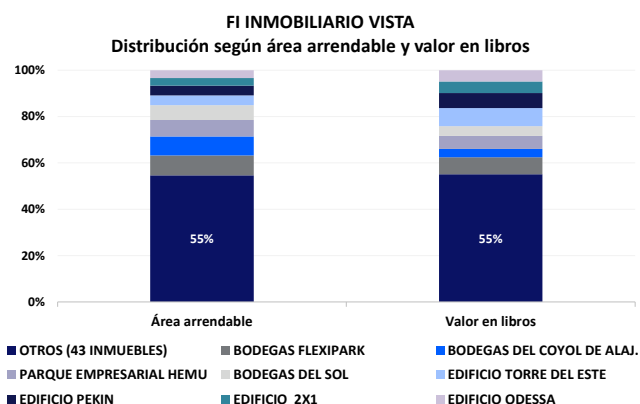
Además, en octubre de 2023, se compraron 2 inmuebles: el primero corresponde al Centro Educativo Pasos de Juventud ubicado en Barva de Heredia, con un área arrendable de 4.121 m², por un valor de USD5 millones (1,9% del activo), con una infraestructura para la operación de un Centro Educativo y una ocupación del 100%. El segundo es el Anexo a la Bodega Flexipark, en San Rafael de Alajuela, con un área arrendable de 412 m² por un valor de USD408.720 (0,14% del activo) y una ocupación del 100%.

Al corte de análisis, el área total arrendable se registra en 218.666 m² (214.488 m² a junio de 2023), cantidad que manifiesta un crecimiento del 2% respecto al semestre anterior, dada la compra de inmuebles mencionada. Del total de área arrendable un 51% se encuentra ocupado por oficinas, seguido de un 43% por bodegas y el restante 6% por inmuebles dedicados al comercio.

El inmueble que registra la mayor área arrendable corresponde a las Bodegas Flexipark, con un 8,6% del total. Seguido se encuentran las Bodegas del Coyol de Alajuela con 8,2%, el Parque Empresarial Hemu con el 7,1% y Bodegas del Sol con 6,4% de participación. Estos son los inmuebles más representativos por su metraje.

En cuanto al valor en libros, el inmueble con mayor participación es el Edificio Torre del Este, con el 7,8% del total, seguido de Bodegas Flexipark con el 7,4%, por último, Edificio Pekin con el 6,5% y Parque Empresarial Hemu con el 5,6%. Estos son los inmuebles con valor en libros más representativos del Fondo.

Dada la cantidad de inmuebles que conforman el Fondo, se puede observar en el siguiente gráfico que el 55% del área arrendable corresponde a 43 inmuebles con una participación no mayor al 4% cada uno. Condición muy similar se presenta según el valor en libros. Lo anterior, muestra la baja concentración que mantiene el Fondo por inmueble.



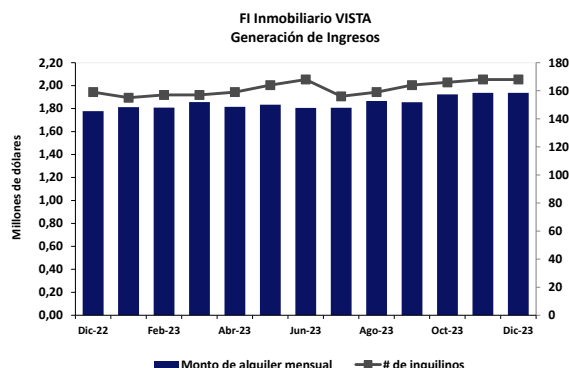
6.5. Generación de ingresos

El Fondo de Inversión Inmobiliario VISTA registra una renta mensual de USD1,94 millones, a diciembre de 2023. Dicho ingreso muestra un incremento de 7% anual y 9% semestral.

Más en detalle, las variaciones anteriores obedecen principalmente a aumentos en el ingreso percibido en los siguientes inmuebles:

- Compra del anexo del Colegio Saint Margaret que incrementó el ingreso del inmueble en un 140% anual y 105% semestral.
- Compra del Centro Educativo Pasos de Juventud que representó el 2% de los ingresos mensuales de diciembre de 2023.

- Edificio 2x1, que tiene como inquilino al Ministerio de Hacienda y el mismo presenta fluctuaciones por el tipo de cambio, dado que el contrato se encuentra en colones.
- Edificio Odessa, Edificio Real Sabana, Edificio Torre Mercedes Siglo XXI, que mostraron un incremento en la ocupación.



El Fondo Inmobiliario Vista reportó, a diciembre de 2023, ingresos provenientes principalmente de oficinas, que representaron el 67% del total. En segundo lugar se ubicaron las bodegas con un 26%, y en último lugar el comercio con un 7%. Los precios por metro cuadrado de estos inmuebles variaron según el sector, siendo las oficinas las más valoradas, con un promedio de USD14,3, seguidas por el comercio con USD9,7 y las bodegas con USD5,6.

Según informes generados por especialistas del mercado inmobiliario, durante el tercer trimestre de 2023, el mercado de oficinas mostró una tendencia de absorción neta negativa, en su mayoría por inmuebles de clase baja. La tasa de vacancia se mantiene históricamente alta con un valor del 19,5%.

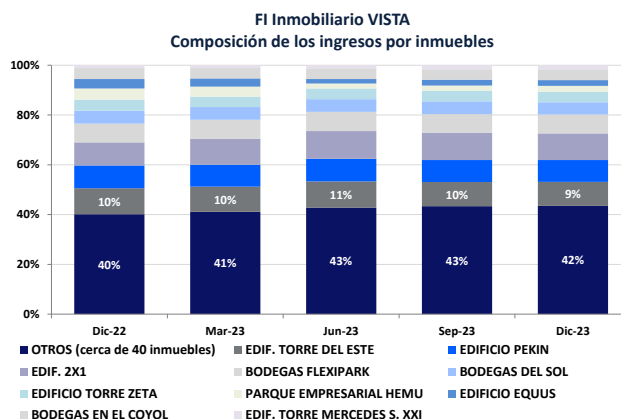
Esto se ha visto reflejado en el precio promedio de lista del mercado que ha permanecido estable en USD18,70 por m² a lo largo de 2023, lo que demuestra la disposición de los propietarios para negociar. La tendencia del mercado se centra en subarriendos, devoluciones de espacios vacantes y conversiones de grandes espacios en espacios flexibles o *multitenant* para atraer a inquilinos con necesidades más pequeñas.

La perspectiva para el último trimestre de 2023, indica una presión al alza en la tasa de vacantes, debido al flujo de nuevos inventarios especulativos y bajos niveles de arrendamiento previo. Esto seguirá ejerciendo presión a la baja sobre los precios de cierre. Las condiciones de arrendamiento se focalizarán en opciones flexibles que minimicen los gastos de capital y brinden flexibilidad futura para expandir o reducir el espacio.

Por su parte, a diciembre de 2023, el 71% de las rentas mensuales proviene de inquilinos del sector privado, mientras que el 29% restante se deriva de inquilinos pertenecientes al ámbito público. Dentro de este último grupo, se destacan instituciones como el Ministerio de Hacienda, la Caja Costarricense del Seguro Social, el Banco Central de Costa Rica y el Tribunal Supremo de Elecciones, entre otros.

Al cierre del segundo semestre de 2023, respecto a la distribución de la renta mensual por propiedad, los ingresos más sobresalientes provienen del Edificio 2x1 (1 inquilino) con un 10% y el Edificio Torre del Este (13 inquilinos) con un 9% del total de ingresos por renta. Los siguen en importancia el Edificio Pekín (3 inquilinos) con un 9% y las Bodegas Flexipark (14 inquilinos) con un 8%, estos como los inmuebles más influyentes en el aporte de ingresos por arrendamiento al Fondo.

Adicionalmente, el 43% de las rentas mensuales se distribuyen en 42 inmuebles, cada uno con un promedio de representación del 1%. Estos inmuebles, aunque individualmente tienen una participación menor, en conjunto contribuyen de manera significativa a la renta total del Fondo, a diciembre de 2023.



El índice de Herfindahl-Hirschman (HHI) es una medida de la concentración de mercado que se utiliza para evaluar el grado de competencia entre las empresas de un sector. En el caso de los fondos inmobiliarios, SCR utiliza el HHI para medir la concentración de los ingresos por arrendamiento de los inmuebles que componen el portafolio del fondo en análisis.

Al corte de evaluación, el Fondo analizado tiene un HHI de 501 puntos, este valor lo ubica dentro del rango de baja concentración (HHI<1.000), según los umbrales generalmente aceptados para este indicador. Esto indica

Página 15 de 21

Más información

www.scriesgo.com

Oficinas

Costa Rica
(506) 2552 5936

República Dominicana
(809) 792 5127

El Salvador
(503) 2243 7419

que existe una distribución equitativa de los ingresos por arrendamiento de los inmuebles en el portafolio. Lo anterior sugiere que varios inmuebles contribuyen de manera similar a los ingresos totales del Fondo, lo que implica una mayor diversificación y una estructura menos concentrada.

Al explorar la distribución de las rentas por inquilino, se destaca el Ministerio de Hacienda como el actor más influyente, dado que aporta el 20% del total. Este ente arrienda en 4 inmuebles, lo que contribuye a su prominente posición. En segundo lugar, el Instituto Centroamericano de Medicina (ICEM S.A.) posee una incidencia relativa del 8% de las rentas. Finalmente, se tiene a la Escuela Saint Margaret con el 6% y el Organismo de Investigación Judicial (OIJ) que representa el 5%. Los restantes inquilinos concentran cada uno menos del 5% de los ingresos por arrendamiento totales mensuales.

Según la evaluación de la Calificadora, se sustenta que debido a la amplia variedad de inmuebles e inquilinos en posesión del Fondo, las rentas exhiben una diversificación apropiada, lo que conlleva a una reducción del riesgo asociado a la concentración.

6.6. Alquileres por cobrar

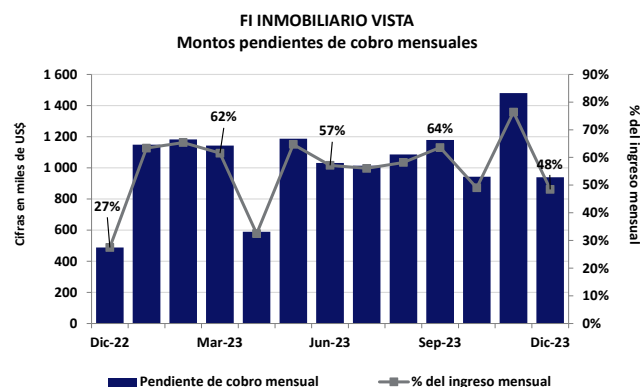
A diciembre de 2023, el saldo correspondiente a los alquileres pendientes de cobro para ese mes asciende a USD939 mil. Este monto equivale al 48% de las rentas totales del mes y refleja una disminución semestral del 9%. En este mismo contexto, al momento del análisis, la cantidad de deudas mensuales del sector público representan el 27% del total.

De acuerdo con los estados financieros, a diciembre de 2023, se reporta un total de alquileres pendientes de cobro por un valor de USD3,52 millones, en contraste con los USD3,60 millones registrados en el mismo período del año anterior. Esta partida equivale al 16% de los ingresos totales acumulados del Fondo (anualizados).

En términos de vencimientos de las cuentas por cobrar acumuladas, los plazos se distribuyen de la siguiente manera: un 34% corresponde al rango de 1 a 30 días, seguido por un 33% en el intervalo de 31 a 90 días, un 21% en el tramo de 61 a 90 días y un 12% en proceso judicial. Estos vencimientos representan los plazos más relevantes de los alquileres pendientes de cobro.

La Administración comenta lo siguiente respecto a las cuentas por cobrar acumuladas del Fondo:

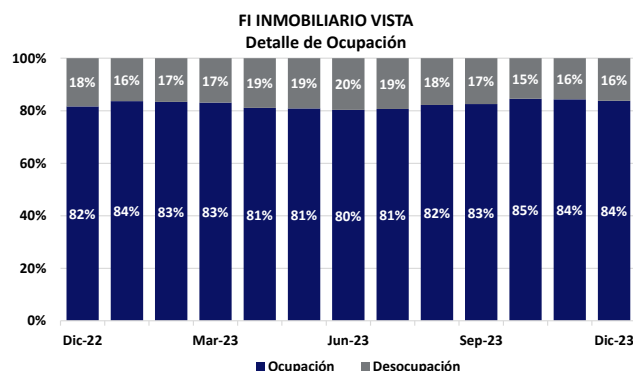
- Sector público: el 27% de las cuentas por cobrar provienen del sector público, ya que estos clientes suelen utilizar el método de pago habitual del gobierno, que les permite efectuar pagos con un retraso de más de 45 días.
- Arreglos de pago: un inquilino representa el 24% del total; sin embargo, este mismo inquilino ha establecido un acuerdo de pago y, a la fecha, se encuentra al día con sus pagos.
- En proceso judicial: indican que se logró llegar a un acuerdo de pago con un inquilino que representa el 36% del total.



6.7. Ocupación

Con base en la información proveniente de la Administración del Fondo, a diciembre de 2023, este presenta una tasa de ocupación del 83,8%. Esta cifra registra un aumento anual de 2,1 puntos porcentuales (p.p.) y semestral de 3,5 p.p. Además, la ocupación se encuentra 8,8 p.p. por encima del promedio de la industria, que fue de 75,0%.

Es esencial resaltar que, dentro del conjunto total de inmuebles (51), 31 de ellos alcanzan una ocupación del 100%.



En lo que respecta al análisis detallado de la desocupación en función de la actividad económica, el 76% de la desocupación corresponde a espacios destinados a oficinas, lo cual subraya la preeminencia de esta categoría en el desglose. Le sigue en relevancia el segmento de bodegas, al concentrar el 23% de la desocupación total, mientras que el sector comercial representa el restante 1%.

Los inmuebles con la mayor relevancia en términos de desocupación son: Parque Industrial Hemu y Edificio París, cada uno con el 17%. Le siguen los inmuebles Edificio Cartagena con un 9%, Edificio Equus con un 8% y Edificio Torre Mercedes Siglo XXI con un 7%. Estos inmuebles conforman las áreas primordiales de atención con relación a la desocupación dentro del Fondo.

Más en detalle, la Administración comenta lo siguiente respecto a los inmuebles con mayor desocupación:

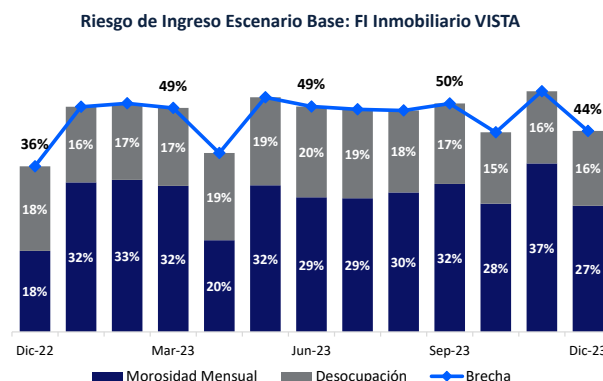
- Edificio París: Actualmente, no se ha formalizado ningún acuerdo. Sin embargo, se está llevando a cabo un proceso de comercialización activo mediante la colaboración con una amplia red de corredores, tanto internos como externos, que supera los 50 profesionales. Además, se implementa una estrategia de promoción adicional, en la cual se destaca el inmueble como zona franca.
- Parque Industrial Hemu: Se tienen negociaciones por una superficie que supera los 3.000 m². A pesar de una rotación de inquilinos al cierre del año anterior, se destaca la presencia de un inquilino bien establecido en la zona occidental, cuyo interés se ha consolidado al punto de solicitar una expansión de su espacio con la adquisición de una bodega adicional.
- Cartagena y Equus: Se evalúa la viabilidad de una reconversión del inmueble hacia un modelo de coworking, esto ha despertado el interés de un grupo inversor. En la actualidad, se encuentran en una fase de negociación para determinar los detalles de esta potencial reconversión.

Por último, la Administración destaca su enfoque en la realización de estudios de mercado para identificar inquilinos adecuados, tanto parciales como completos, en los inmuebles desocupados. Además, se ejecutan campañas de alquiler en redes sociales dirigidas a empresas. Esto se complementa con la colaboración de corredores de bienes raíces, con los que mantienen relaciones para facilitar la colocación de estos espacios.

6.8. Sensibilización

A través de la aplicación de un modelo de sensibilización desarrollado por la Calificadora, que evalúa el riesgo de liquidez en fondos inmobiliarios, se logra identificar la diferencia entre los ingresos efectivamente percibidos y los que se obtendrían en un escenario hipotético de plena ocupación y sin morosidad.

A diciembre de 2023, la brecha mensual de ingresos asciende al 44% (frente al 36% del año anterior), compuesta por un 27% de morosidad mensual y un 16% de desocupación del Fondo. Esto refleja que los ingresos difieren en dicho porcentaje de lo que potencialmente podría haberse recaudado en una situación de ocupación plena y ausencia de morosidad.



El modelo de sensibilización orienta la gestión del Fondo al identificar las áreas en las que deben concentrarse los esfuerzos para reducir la brecha de ingresos y prevenir problemas de liquidez. En el caso del Fondo Inmobiliario VISTA, se requiere abordar ambas cuestiones con el objetivo de disminuir el porcentaje de la brecha y tener un impacto positivo en los ingresos y, por ende, en el rendimiento neto del Fondo.

6.9. Valoraciones efectuadas

De acuerdo con la normativa vigente, es fundamental que la metodología de valoración de inmuebles se realice en estricto cumplimiento con los Estándares Internacionales de Valuación (IVS por sus siglas en inglés), emitidos por el Consejo de Normas Internacionales de Valuación. Además, este enfoque debe estar alineado con la definición del valor razonable para propiedades de inversión establecido en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

A continuación, se exponen las valoraciones presentadas durante el semestre en análisis, con base en la metodología previamente mencionada.

Inmueble	IVS Anterior	IVS Actual	Plusvalía / Minusvalía	Δ %
BODEGAS FLEXIPARK	20 409 528	21 077 742	668 214	3,3%
EDIFICIO PARIS	7 788 253	8 312 592	524 339	6,7%
EDIFICIO 2X1	14 292 854	14 664 140	371 285	2,6%
MEGASUPER DE DESAMPARADOS	4 980 969	5 273 333	292 364	5,9%
COLEGIO SAINT PETERS	3 398 106	3 686 275	288 169	8,5%
CENTRO EJECUTIVO TOURNON	3 661 974	3 931 412	269 439	7,4%
EDIFICIO PRISMA Y SPAZIO	3 357 454	3 580 140	222 685	6,6%
EDIFICIO EQUUS	14 541 365	14 747 590	206 225	1,4%
EDIFICIO PRAGA	2 881 622	3 057 840	176 218	6,1%
COMPLEJO DE BODEGAS PAVAS	2 947 501	3 086 764	139 263	4,7%
EDIFICIO ALFA Y OMEGA	1 295 898	1 426 543	130 644	10,1%
COND. EJC. LA SABANA TORRE 7	1 406 086	1 497 512	91 426	6,5%
CENTRO EDUCATIVO SAINT JOSEPH	4 627 570	4 716 854	89 284	1,9%
EDIFICIO PODER JUDICIAL ALAJUELA	1 805 026	1 847 402	42 376	2,3%
UNIVERSIDAD SAN JUDAS TADEO	3 538 582	3 580 284	41 702	1,2%
EDIFICIO IMPORTADORA MONGE	1 233 050	1 271 521	38 471	3,1%
EDIFICIO CIUDAD DE SAN JOSE	544 004	580 052	36 048	6,6%
BODEGAS CORMAR	3 491 970	3 511 695	19 725	0,6%
EDIFICIO SABANA SUR	1 236 616	1 240 547	3 931	0,3%
PLAZA MURANO	374 781	367 418	(7 363)	-2,0%
EDIFICIO ELEFTERIA	3 635 849	3 451 448	(184 401)	-5,1%
EDIFICIO FERRETERIAS EL MAR	3 635 849	3 451 448	(184 401)	-5,1%
TORRE Z	7 300 622	6 923 994	(376 628)	-5,2%
EDIFICIO CARTAGENA	7 914 433	7 322 242	(592 191)	-7,5%
TORRE MERCEDES SIGLO XXI	9 461 532	8 831 866	(629 667)	-6,7%
EDIFICIO ODESSA	18 264 069	14 209 526	(4 054 543)	-22,2%
COLEGIO SAINT MARGARET	5 855 362	12 219 345	6 363 983	108,7%
CENTRO EDUC. PASOS DE JUVENTUD	0	6 426 628	6 426 628	0,0%
BODEGAS FLEXIPARK (Compra)	0	480 543	480 543	0,0%
Totales	153 880 927	164 774 695	10 893 768,10	7,1%

En el transcurso del segundo semestre de 2023, se valoraron un total de 30 inmuebles, de los cuales 19 experimentaron incrementos en su valoración. Sin embargo, se observa que 6 inmuebles registraron minusvalías en sus valoraciones. Además, 1 inmueble incrementó su área arrendable, mientras que otros 2 se agregaron como inmuebles nuevos al portafolio y esto generó una distorsión al observar una plusvalía neta por un valor de USD10,89 millones.

Dentro de los inmuebles que han experimentado un mayor cambio en términos absolutos en su valoración la Administración comenta lo siguiente:

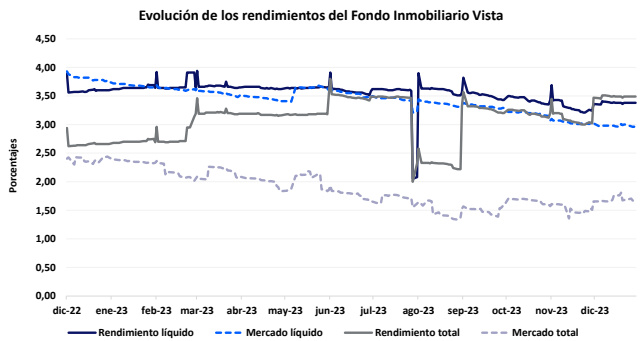
- Flexipark: Se observa un incremento en la valoración, debido al crecimiento de los contratos y la fijación de precios más elevados en comparación con periodos anteriores.
- París: Se registra una plusvalía atribuida principalmente a la metodología de valoración, donde el valor pericial adquiere mayor relevancia dentro del enfoque de valor razonable. Además, la depreciación del dólar ha contribuido al aumento del valor de la propiedad.
- Edificio Odessa: en el pasado se utilizó un enfoque de costo, que solo considera el valor pericial del inmueble, este período se adoptó un enfoque ponderado que incorpora tanto el valor pericial como el valor financiero debido a su estado de alquiler.

- Torre Mercedes: la minusvalía obedece a los movimientos de inquilinos y las variaciones en los contratos de arrendamiento.

6.10. Riesgo - Rendimiento

El Fondo Inmobiliario VISTA alcanzó un rendimiento líquido de 3,45%, al cierre del segundo semestre de 2023, lo que refleja una reducción respecto al semestre anterior, cuando fue de 3,65%. Asimismo, el Fondo superó el promedio de la industria de fondos de inversión inmobiliarios en dólares, que se situó en 3,23%. Según comenta la Administración este desempeño por encima del mercado se debió a varios factores, entre los que se destacan los ingresos provenientes de nuevos inquilinos, el fin de períodos de gracia y reducción en los gastos por una mayor eficiencia en los procesos.

El Fondo registró un rendimiento total de 3,13% al cierre del segundo semestre de 2023, lo cual exhibe un ligero incremento respecto al semestre anterior (3,10%). Además, superó el promedio de la industria, que se situó en 1,60%.

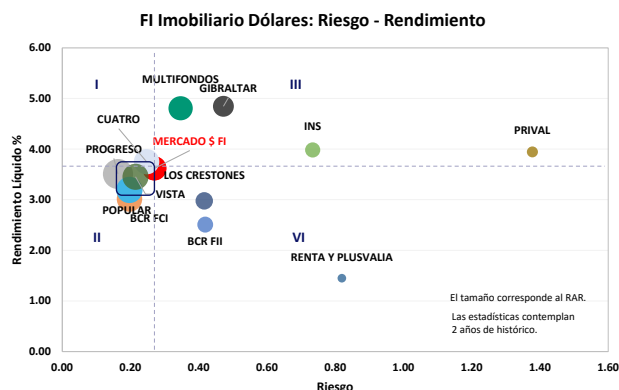


La siguiente tabla muestra un resumen de los principales indicadores del Fondo para el período de análisis.

Indicador	Jun-22 a Dic-22	Dic-22 a Jun-23	Jun-23 a Dic-23	Mercado Jun-23 a Dic-23
Rendimiento Líquido				
Prom. Rend. Líquido	3,41	3,65	3,45	3,23
Desv. Rend. Líquido	0,22	0,07	0,22	0,19
RAR Rend. Líquido	15,80	50,34	15,72	16,91
COEFVAR Rend. Líquido	0,06	0,02	0,06	0,06
Beta Rend. Líquido	0,00	0,00	0,00	n.a.
Rendimiento Total				
Prom. Rend. Total	2,54	3,10	3,13	1,60
Desv. Rend. Total	0,34	0,28	0,41	0,13
RAR Rend. Total	7,57	10,91	7,56	12,15
COEFVAR Rend. Total	0,13	0,09	0,13	0,08
Beta Rend. Total	0,64	-1,10	2,04	n.a.

Al analizar el riesgo y rendimiento de los últimos 2 años, se puede observar que el Fondo se ubica en el segundo

cuadrante, lo que significa que tiene un rendimiento promedio y una volatilidad inferior al mostrado por el mercado de fondos inmobiliarios en dólares. Esto implica que el Fondo asume un mayor riesgo y obtiene una menor rentabilidad respecto al mercado.



7. TÉRMINOS POR CONSIDERAR

7.1. Beta

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

7.2. Coeficiente de Variación

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

7.3. Desviación Estándar

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

7.4. Rendimiento Ajustado por Riesgo (RAR)

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

7.5. Herfindahl-Hirschman Index (HHI)

Es una medida que varía entre 0 y 10.000 puntos, donde valores bajos indican una distribución más equitativa y valores altos indican una mayor concentración. Se considera que existe una baja concentración si el HHI es menor a 1.000 puntos, una moderada concentración si el HHI está entre 1.000 y 1.800 puntos, una alta concentración si el HHI está entre 1.800 y 3.000 puntos, y una muy alta concentración si el HHI supera los 3.000 puntos.

7.6. Rendimiento líquido

Es una medida que muestra la rentabilidad que recibe el inversionista por cada participación que tiene en el fondo, después de restar los gastos operativos, financieros, administrativos e impositivos del fondo. Se obtiene dividiendo la utilidad neta del fondo entre el número de participaciones en circulación.

7.7. Rendimiento total

El rendimiento total es una medida que refleja la rentabilidad que obtiene el inversionista por cada participación que tiene en el fondo, considerando tanto los ingresos por arrendamiento como las variaciones en el valor de los inmuebles.

La clasificación otorgada no ha sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de clasificación de Fondos de Inversión utilizada por SCRiesgo fue actualizada en el ente regulador en junio de 2021. SCRiesgo otorga clasificación de riesgo por primera vez a este emisor en setiembre 2018. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de clasificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.

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

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR LAS AFILIADAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S, INCLUYENDO LAS DE SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO CENTROAMERICANA S.A., SCRIESGO S.A., SCRIESGO S.A. DE CV "CLASIFICADORA DE RIESGO", SCRIESGO, SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO S.R.L. (CONJUNTAMENTE "SCR"), CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR SCR (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. SCR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SÍMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE SCR PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE SCR NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE SCR PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR SCR. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE SCR NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE SCR NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. SCR EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE SCR AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA PERO NO LIMITADA A LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (*COPYRIGHT*), NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHOS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE SCR. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE SCR NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por SCR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. SCR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que SCR considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, SCR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia concreta otorgada por SCR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, SCR y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de SCR o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

SCR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación. MCO y Moody's Investors Service también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moodys.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores - Gestión Corporativa – Documentos Constitutivos - Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"]].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY's, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de la Segunda Parte (según se define en los Símbolos y Definiciones de Calificación de Moody's Investors Service): Por favor notar que una Opinión de la Segunda Parte ("OSP") no es una "calificación crediticia". La emisión de OSPs no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur.

JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSPs se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.