

MULTIFONDOS DE COSTA RICA S.A., S.F.I.

Sesión Ordinaria: 1182010

Información financiera no auditada: al 31 de marzo del 2010

Contactos: Gary Barquero Arce Gerente General gbarquero@scriesgo.com
Stefanny Peraza Quirós Analista Senior speraza@scriesgo.com

CALIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe constituye el análisis de los fondos de inversión inmobiliarios, administrados por Multifondos Sociedad Administradora de Fondos de Inversión (en adelante Multifondos S.F.I.), con información financiera no auditada al 31 de marzo del 2010¹.

Con base en esta información, se otorgaron las siguientes calificaciones para los fondos inmobiliarios de Multifondos SAFI.

Fondo	Calificación anterior	Calificación actual*
F.I Inmobiliario Multifondos I	scrAA+ f3	scrAA+ f3
F.I Inmobiliario Multifondos II ND	scrAA- f3	scrAA- f3
F.I Inmobiliario Multifondos III ND	scrAA- f3	scrA+ f3
F.I Inmobiliario Multifondos IV ND	scrAA f3	scrAA f3
F.I Inmobiliario Metropolitano	scrAA f3	scrAA f3
F.I Inmobiliario Multifondos Us Government ND	scrAA f3	scrAA f4

*Las calificaciones del F.I Inmobiliario Multifondos III ND y F.I Inmobiliario Multifondos Us Government ND, variaron respecto de las anteriores.

La calificación **scrAAf** se otorga a aquellos fondos cuya "calidad y diversificación de los activos del fondo, fortalezas y debilidades de la administración proporcionan una muy alta seguridad contra pérdidas provenientes de incumplimientos de pago. Nivel Muy Bueno."

¹En el periodo se tuvo acceso a los estados auditados de diciembre del 2009, los cuales no presentan observaciones relevantes que deban ser destacadas en el presente informe. "La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Calificadora basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en la Superintendencia General de Valores, Bolsas de Valores y puestos representantes"

La calificación **scrAf** se otorga a aquellos fondos cuya "calidad y diversificación de los activos del fondo, fortalezas y debilidades de la administración proporcionan una buena seguridad contra pérdidas provenientes de incumplimiento de pago. Nivel Bueno."

Las calificaciones desde "scr-AAf" a "scr- Cf" pueden ser modificadas por la adición del signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías.

Con relación al riesgo de mercado, la **categoría 3** se refiere a fondos con "alta sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado", y la **categoría 4** a fondos con "muy alta sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado".

1. MULTIFONDOS DE COSTA RICA SOCIEDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN

Multifondos de Costa Rica S.A está inscrita como sociedad administradora de fondos de inversión (SAFI), autorizada por la Superintendencia General de Valores (Sugeval) desde 1996. Forma parte del Grupo Financiero Mercado de Valores de Costa Rica S.A. (GFMV). Como parte de las opciones de inversión, la SAFI ofrece fondos de inversión financieros, inmobiliarios y de desarrollo inmobiliario.

Al cierre del primer trimestre del 2010, Multifondos S.F.I administra ₡153.836,16 millones en activos, según monto colonizado.

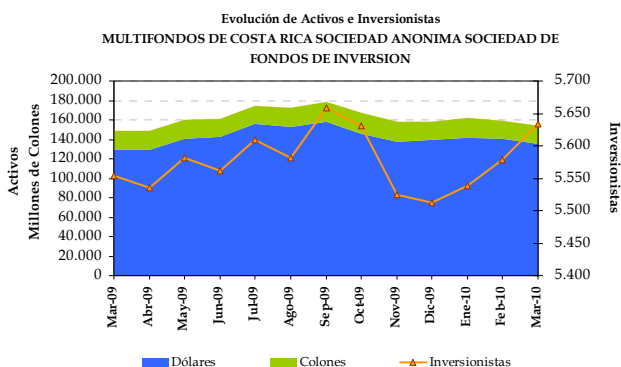
El volumen de activos disminuye ligeramente desde setiembre 2009. No obstante, la SAFI se mantiene como la cuarta, de las 16 de la industria de sociedades administradoras que reportan activos a marzo del 2010, lo mismo que en periodos previos. Su

participación de mercado alcanza el 10,35%, para el periodo bajo análisis.

La reducción de los activos, entre setiembre y diciembre del 2009, fue acompañada de una salida de inversionistas. En el último mes de dicho año, Multifondos S.F.I contó con la participación de 5.512 inversionistas, la cantidad mínima en el último año. Cabe mencionar que los fondos de ingreso, el Inmobiliario Multifondos y el de desarrollo inmobiliario son los que han sufrido una tendencia decreciente en la cantidad de inversionistas.

En los últimos tres meses se ha observado una recuperación en la cantidad de participantes, los cuales sumaron 5.634 al cierre de marzo 2010. Dicha cantidad significa 17,94% del mercado, a la fecha señalada, colocando a Multifondos S.F.I como la segunda entidad administradora de la industria.

El gráfico a continuación muestra la evolución de activos e inversionistas durante el último año.

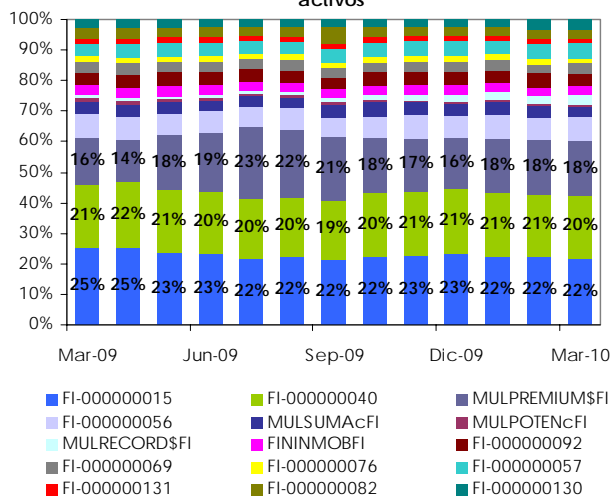


Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información del sitio oficial de SUGEVAL.

Dentro del portafolio de productos, Multifondos S.F.I dispone de 21 fondos de inversión² registrados. De éstos, solamente 15 reportan activos a marzo 2010, donde los fondos inmobiliarios y de ingreso son los más representativos por volumen de activos, como en el pasado. Los inversionistas por su parte, se concentran en los fondos de liquidez, o mercado de dinero, gracias a la posibilidad que brindan de invertir en el corto plazo.

² El Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos IV, aún se mantenía dentro de los activos administrados de la SAFI. Recientemente cambió de administrador.

Multifondos de Costa Rica, S.F.I: Distribución de activos



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información del sitio oficial de SUGEVAL.

En el caso específico de los productos inmobiliarios de Multifondos, es importante mencionar que cuatro de los seis fondos inmobiliarios administrados a marzo del 2010, presentan bajas concentraciones de la cartera pasiva en un solo inversionista, solamente dos fondos registran áreas desocupadas mayores a un 10,00% del total arrendable, característica que se acompaña de una efectiva gestión de cobro, lo cual es favorable para el rendimiento líquido que percibe el inversionista, donde solamente el F.I. Inmobiliario Multifondos I ha presentado atrasos en los pagos de alquiler.

Adicionalmente, cuatro de los seis fondos exhiben bajas concentraciones de sus ingresos por inquilino, lo que mitiga el riesgo de un impacto negativo en los ingresos del fondo ante la salida de un inquilino, cuando su importancia relativa es importante. En el caso de los productos inmobiliarios que presentan altas concentraciones de las rentas, se debe a que sólo poseen uno o dos inmuebles en sus portafolios.

Por otra parte, solamente uno de los fondos ha alcanzado el límite de las emisiones autorizadas, por lo que los cinco restantes, que en este informe se analizan, cuentan con posibilidades de crecimiento a través de nuevas inversiones. Es destacable que los productos inmobiliarios de Multifondos se caracterizan por mantener invertido, más del 95,00% de sus activos, en su cartera inmobiliaria, acorde con el propósito con el cual fueron creados.

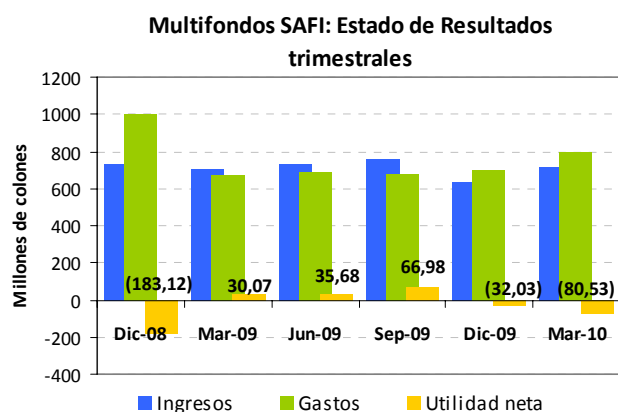
Finalmente, en esta sección, es preciso mencionar que en el periodo se tuvo acceso el informe de control interno, realizado por SUGEVAL en el 2009, a Multifondos de Costa Rica, S.F.I.

1.1 Situación Financiera

Con relación a la situación financiera de la SAFI, se debe mencionar que el primer trimestre del 2010 ha implicado acumular pérdidas por €80,53 millones, lo cual contrasta el resultado de un año cuando la SAFI generó ganancias netas por €30,06 millones.

Dicha diferencia en el resultado se da debido a que en el último año los ingresos crecieron solamente un 1,00%, mientras que los gastos se incrementaron alrededor de 17,00%, impulsados por las pérdidas por diferencial cambiario (€120,09 millones, acumulados a marzo 2010) y los gastos de administración.

El gráfico siguiente muestra la evolución de los resultados, acumulados en cada trimestre del último año, donde se observa que el periodo de enero a marzo del 2010 es el segundo trimestre consecutivo en el cual la SAFI registra pérdidas.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

Consecuentemente, el resultado negativo ha afectado indicadores como el margen neto, rendimiento sobre la inversión y sobre el patrimonio. En el cuadro resumen que se muestra al final de esta sección, se puede observar como dichos indicadores son negativos al finalizar marzo 2010.

En lo que respecta al balance de situación de la entidad, se debe mencionar que tanto en los últimos tres meses como en forma anual, el pasivo ha registrado la mayor variación en términos porcentuales (aumento anual de 70% y 23,26% trimestral). Los activos y patrimonio, por su parte, disminuyen de diciembre 2009 a marzo 2010, y muestran incrementos anuales que rondan el 23%.

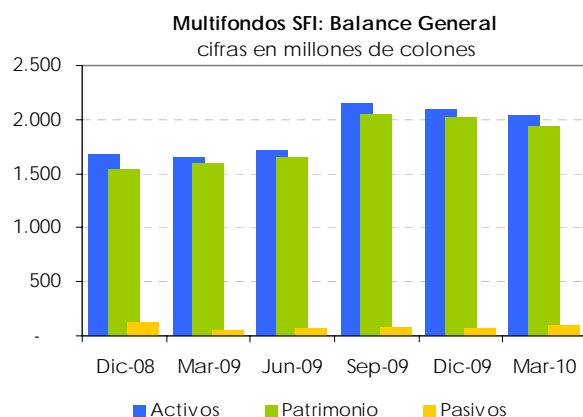
En el caso del patrimonio, su disminución entre diciembre 2009 y marzo 2010 de 4,00%, está asociada principalmente a la pérdida registrada en el trimestre. De tal forma, el resultado del periodo ha afectado directamente al patrimonio, que a su vez se refleja en

SCRiesgo

menores inversiones en instrumentos financieros, contribuyendo a la contracción de los activos (3% trimestral).

Cabe mencionar que las inversiones y las disponibilidades son las dos principales partidas del activo, las cuales aportan el 75% y 13%, respectivamente. En tanto, los recursos de la SAFI provienen de cuentas por pagar y provisiones, que conforman el total de los pasivos, y de su capital, el cual se compone en más de un 70% por el capital social.

A continuación, la evolución de las principales cuentas del Balance General.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

Como se observa a continuación, las razones de cobertura y de pasivo a patrimonio, se muestran favorables y holgadas. En tanto que las relacionadas con el resultado desmejoran considerablemente para marzo 2010.

Indicadores	Mar-09	Dic-09	Mar-10
Activo Circulante / Pasivo Circulante	17,54	18,00	24,49
Pasivos Totales / Patrimonio	0,06	0,06	0,04
Gastos Totales / Ingresos Totales	95%	96%	111%
Margen neto	4%	4%	-11%
Rendimiento s/ Inversión	7%	5%	-16%
Rentabilidad s/ patrimonio	8%	6%	-16%

Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

1.2 Tecnologías de Información

Como parte del proceso de calificación, SCRiesgo considera aspectos de tecnología, los cuales son evaluados por un especialista en la materia. Durante el primer trimestre del 2010, el ingeniero Freddy

Ramírez Mora realizó el diagnóstico de la de la gestión de tecnología de información para la SAFI.

Este diagnóstico, según señala el especialista, tiene por objeto determinar los riesgos potenciales de la plataforma tecnológica en lo que respecta a la seguridad, integridad, efectividad, eficiencia, confidencialidad, confiabilidad, disponibilidad y continuidad de la plataforma tecnológica de la entidad.

La evaluación de los controles generales, se realiza a la luz de los estándares internacionales y mejores prácticas de la industria de tecnología de información, específicamente se basó en los "Objetivos de Control de Tecnologías de Información" (COBIT por sus siglas en inglés).

El diagnóstico determina que la entidad presenta un nivel alto de dependencia tecnológica, consecuente con el giro del negocio. Lo anterior significa que aquellos aspectos que afecten de forma material la plataforma tecnológica, tendrían un impacto potencialmente alto sobre las operaciones financieras y la continuidad de éstas.

Se concluye que la entidad ha realizado inversiones significativas en tecnología de información, y que se encuentra en proceso de mejoramiento de los controles y procesos de negocio referentes a tecnología de información. Sin embargo, se hace hincapié en la necesidad de incrementar la formalización de los controles del área de tecnología de información, implementar procedimientos, documentación, políticas, entre otros, con el objeto de aumentar el nivel de madurez tecnológica, a la luz de las mejores prácticas de la industria y estándares internacionales.

1.3 Hechos relevantes

Durante el 2010, Multifondos de Costa Rica SFI, S.A comunicó los siguientes Hechos Relevantes:

▫ 22 enero: oferta de 43 participaciones (\$240.000 aproximadamente) en el mercado primario del F.I Inmobiliario Metropolitano, el 27 de enero 2010. Posteriormente, el 26 de enero se comunica que el precio de referencia será de US\$5.671,96 por participación.

▫ 5 febrero: se informa que el 27 de enero se realizó un ajuste de medidas de propiedades del Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos, ubicadas en la Zona Franca Metropolitana, Heredia, Cantón Primero, Distrito Ulloa:

# finca	Área actual m ²	Área ajustada m ²	Diferencias m ²
142593-000	1.430,68	1.472,00	41,32
144056-000	1.563,28	1.621,00	57,72
144054-000	3.336,00	3.335,00	-1,00
144053-000	3.950,87	4.060,00	109,13
Total	10.280,83	10.488,00	207,17

Lo anterior implica un aumento de 2,02% en las fincas descritas, por lo cual el fondo asumió un costo de \$24.900 (0,04% del activo administrado), por este espacio.

▫ 25 febrero: informa la revaloración anual de los inmuebles siguientes, todos parte de la cartera del Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos IV no diversificado.

Propiedad	Variación por Inmueble	% Participación del Total de la cartera
Edificio Cosiol Avenida Central	\$402.409,49	5,71%
Cartago Oriental	\$65.125,01	0,92%
Centro Comercial Plaza Mayor	\$57.401,87	0,82%
Centro Comercial Terramall	\$391.991,91	5,57%
Condominio Plaza Real Cariari	\$44.785,80	0,64%
Local Comercial Fogoncito	(\$35.450,34)	-0,50%
Mall Internacional Alajuela	(\$12.740,53)	-0,18%
Paseo de las Flores	\$569.462,80	8,09%
Edificio BNCR	\$9.270,28	0,13%
Centro Comercial Terramall II	\$194.620,72	2,76%
Paseo de las Flores II	\$1.252.225,00	17,78%
Total	\$2.939.102,01	41,74%

El nuevo valor nominal de la participación es de \$6.978.54

▫ 5 marzo: mediante hecho relevante GG-132-2010 se hace la solicitud a la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), de sustituir a Multifondos de Costa Rica, S.A, SFI como administrador del Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos IV No Diversificado, por Popular Sociedad de Fondos de Inversión, S.A.

▫ 23 marzo: comunica la revaloración anual de los inmuebles, del Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos, que a continuación se resumen.

Propiedad	Variación por Inmueble	% Participación del Total de la cartera
Trilogía Edificio #3	(\$22.240,54)	-0,035%
Trilogía Edificio #1 y 2	\$21.951,08	0,035%
Total	(\$289,46)	0,00%

El nuevo valor nominal de la participación pasa de \$5,036.21 a \$5,036.19.

▫ 29 marzo: en sesión de Junta Directiva, del Grupo Financiero Mercado de Valores de Costa Rica S.A, del

23 de marzo 2010, fue aprobado el Informe de Gobierno Corporativo.

- 31 marzo: desinscripción del Fondo de Inversión de Desarrollo Inmobiliario Multifondos II.
- 9 abril: Asamblea General de Inversionistas, del Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos III, acuerda.
 - Aprobar el informe de gestión del fondo.
 - Se informa reducción del capital autorizado de \$20 mm, al monto actual administrado (\$4 mm), en razón a lo dispuesto en el artículo 18 del RGSAFI.
 - Aprobar la ampliación de la emisión autorizada del fondo en la suma de \$16 mm, con lo cual el monto actual pasa a ser de \$20 mm.
 - Se aprueba pasar el fondo de Diversificado a No Diversificado
 - Aprobación del mecanismo de Multifondos de CR S.A, SFI, para promover la liquidez a los valores de participación a través del mercado secundario.

2. FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIOS

2.1 Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos

Calificación de Riesgo: scr AA+f

Riesgo de Mercado: 3

Las principales características del Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos se resumen en el siguiente cuadro.

F.I. Inmobiliario Multifondos Características	
Fecha de autorización	20/08/2002
Objetivo	Ingreso
Monto máximo	\$100.000.000,00
Series	No seriado
Participaciones	20.000
Denominación	US\$5.000,00
Reembolso	Cerrado
Mercado	Nacional
Cartera	Inmobiliaria
Moneda	Dólares
Distribución Rendimientos	100% Trimestral
Comisión Máxima	8%
Redención	Mercado Secundario

2.1.1 Situación Financiera

Como parte del análisis horizontal de la situación financiera del fondo, se debe mencionar que al finalizar el primer trimestre del 2010, éste registra \$66,33

SCRiesgo

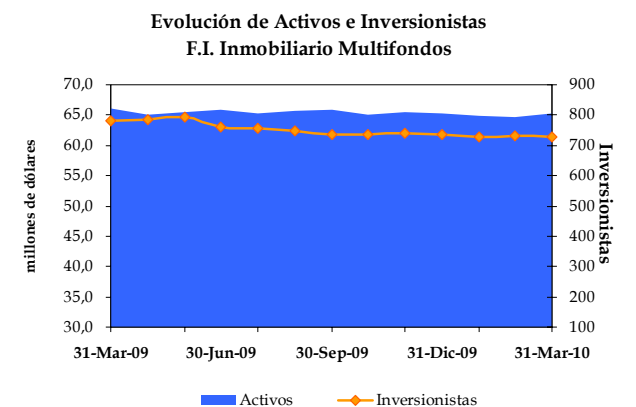
millones en activos, monto que se mantiene estable a lo largo del último año, principalmente debido a que no se han realizado adquisiciones de inmuebles, de modo que los cambios en el activo se dan básicamente por la vía de reevaluaciones.

Adicionalmente, destaca el bajo nivel de endeudamiento del fondo, que a marzo 2010 se coloca en 10,3%, posición holgada respecto del 60,00% que establece la normativa como máximo, así como el hecho de que el fondo invierte el 95,6% de sus activos en inmuebles, consecuente con el objetivo para el cual fue creado. Cabe mencionar que el 92% de los pasivos son de largo plazo (préstamos y depósitos en garantía realizados por inquilinos), lo que da como resultado una cobertura del activo circulante al pasivo de corto plazo superior a las 5 veces.

Dentro del mercado de fondos de inversión inmobiliarios en dólares, el F.I. Inmobiliario Multifondos ocupa la cuarta posición por volumen de activos registrados, lo que a su vez implica una participación de mercado de 7%, aproximadamente. La posición ocupada ha predominado en el último año.

Por otra parte, y a pesar de tratarse de un fondo cerrado, a lo largo del último año los inversionistas han mostrado tendencia a salirse del fondo. De marzo 2009 a marzo 2010, los participantes del fondo se redujeron en un 6,9%, lo que significa una salida neta de 54 inversores.

Pese a lo anterior, el fondo se mantiene como el segundo del mercado con mayor cantidad de participantes. A marzo de 2010 registra 729 inversionistas, 11,38% del total que invierten en fondos inmobiliarios en dólares (11,50%, en diciembre 2009).



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

Se debe hacer hincapié en que la cartera pasiva del fondo presenta una baja concentración, donde el inversionista más representativo aporta menos del

3,00%, aún cuando en el último año se ha reducido el número de participantes dicha concentración no ha aumentado. El conjunto de los 20 mayores inversores, por su parte, concentra menos del 30,00%.

Un aspecto a considerar es que al tratarse de un fondo cerrado, éste no enfrenta problemas de liquidez ante el deseo de los inversionistas de salir del fondo, ya que el prospecto no contempla la devolución de los aportes, sino que el inversionista debe acudir al mercado secundario para negociar la venta de participaciones y obtener liquidez a cambio.

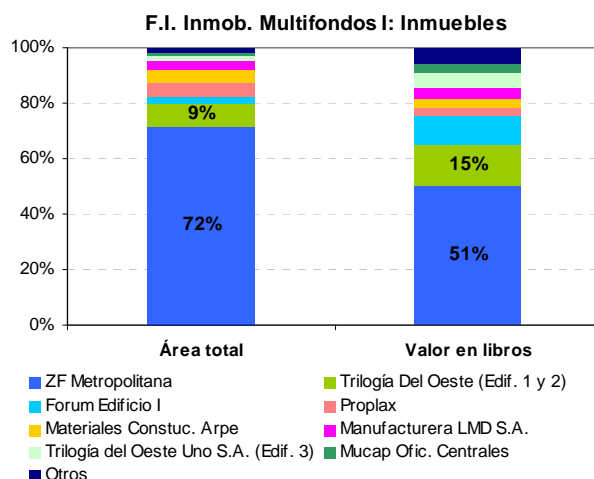
2.1.2 Activos Administrados en Cartera

Como se mencionó anteriormente, el fondo no ha realizado adquisiciones recientes por lo que su portafolio se mantiene sin cambios. A marzo 2010 el fondo registra 13 inmuebles, a saber: el edificio de la Municipalidad de Escazú, Centro de Negocios Trilogía del Oeste Uno S.A. (edificio 3) y Centro de Negocios Trilogía del Oeste (edificio 1 y 2), Materiales para la Construcción Arpe S.A., Forum Edificio I, Parque Industrial ZF Metropolitana, MUCAP Oficinas Centrales, MUCAP Metrocentro, MUCAP Cartago, Proplax, Manufacturera LMD S.A., el Edificio Clínica Santa Mónica y Edificio Los Balcones.

Consecuentemente, el área de edificios y parqueos, según datos de SUGEVAL, se mantiene en 151.802,49 m². Asimismo, en el último trimestre solamente se realizaron valoraciones de los inmuebles Trilogía 1, 2 y 3, las cuales mostraron variaciones muy leves en el valor de los activos.

De tal forma, la distribución del portafolio por área se mantiene prácticamente invariable, donde el parque Industrial de la Zona Franca Metropolitana representa cerca del 72% del área total de los inmuebles, ya que contiene a su vez más de 30 fincas filiales. Asimismo, este inmueble aporta alrededor del 51% del valor en libros de los activos. En ambos casos, el Centro de Negocios Trilogía del Oeste (edificio 1 y 2), es el segundo inmueble con participación destacable.

Así las cosas, existe una concentración importante de los inmuebles en la zona de Heredia, donde se ubica la Zona Franca Metropolitana y la Manufacturera LMD S.A., 13,2% de las áreas se encuentran en Escazú y Santa Ana, y el 11,3% restante se distribuye entre los cantones Belén, Central (de San José y Alajuela) y Cartago.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

Como se mencionó, en el último trimestre se realizó la valoración anual de dos de los inmuebles del fondo. En seguida los principales aspectos de las valoraciones, en las cuales participó la firma del ingeniero civil Fernando Peñaranda, como encargada de las valoraciones periciales y la empresa Ernst & Young, en el caso de la valoración financiera.

Trilogía del Oeste edificios 1 y 2 y edificio 3: Según las valoraciones realizadas, los inmuebles forman parte de un centro de oficinas que comprende tres edificios similares. Cada uno cuenta con tres plantas, además de parqueo, áreas verdes y plantas eléctricas propias.

Para la valoración financiera, se utilizó el modelo de flujos de efectivo descontados, conforme a lo establecido en el artículo 8 de la resolución SGV-A-51, emitida por la Superintendencia General de Valores, en noviembre del 2001.

Dentro de los supuestos más relevantes para la aplicación del modelo de flujos descontados se tienen, un plazo de proyección de 10 años, una tasa de costo ponderado de los recursos del 8,93% durante los diez primeros años de proyección y del 9,43% para el cálculo de la perpetuidad. Dichas tasas consideran el riesgo de los fondos inmobiliario y la estructura financiera, según la opinión de la SAFI. Para la proyección de los flujos de efectivo se determinó una ocupación promedio, requerida para alcanzar el punto de equilibrio operativo anual, de 29,72% para los edificios 1 y 2, y de 30,04% para el edificio 3. Además, se consideran los gastos de mantenimiento, seguros, de comisión por administración, depreciación, entre otros.

Con respecto a la valoración pericial, el ingeniero determinó que las condiciones de la zona cambiaron considerablemente, ya que se dio la ampliación de la

Autopista Próspero Fernández, la apertura de la V etapa Multiplaza y del Complejo Avenida Escazú. El mantenimiento de las filiales se observó desde regular hasta muy bueno.

El cuadro siguiente muestra las valoraciones realizadas en el 2009, así como las variaciones respecto del año anterior, que resultan de comparar las menores valoraciones de cada período, según lo establece la normativa.

Inmueble	Valoración anterior	Valoración pericial	Valoración financiera	Diferencia Vf-Vp	Variación 2009-2010	Variación %
Trilogía Edificio #3	\$4.188.987	\$4.202.907	\$4.194.420	-\$8.487	\$5.433	0,13%
Trilogía Edificio #1 y 2	\$8.377.974	\$8.406.725	\$8.490.012	\$83.287	\$28.751	0,34%

Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

2.1.3 Generación de Ingresos

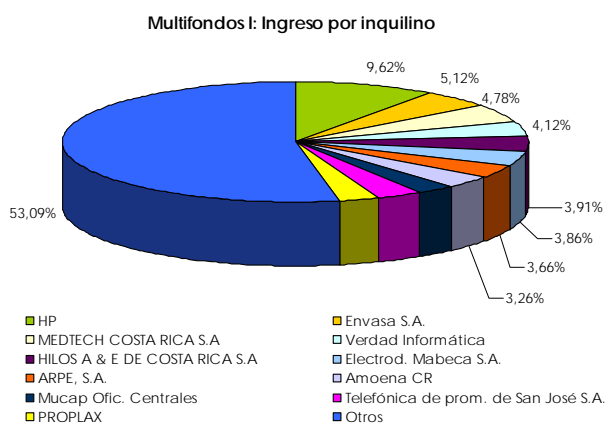
A marzo 2010, el fondo registra ingresos por concepto de arrendamientos por \$693.998,50, los cuales aumentan un 1,00% respecto de diciembre 2009, tanto debido al ingreso de dos nuevos inquilinos como por los incrementos anuales respectivos, en las cuotas de arrendamiento, tal como lo establecen los contratos.

En la distribución de los ingresos por arrendamiento, se distingue al parque industrial Zona Franca Metropolitana, como el inmueble generador del 56% de las rentas, aproximadamente. Lo anterior obedece a la cantidad de fincas filiales con que cuenta el inmueble. A través del tiempo, dicho inmueble se ha caracterizado por su importante aporte.

Le siguen el Edificio I del Parque Empresarial FORUM y los edificios del Centro de Negocios Trilogía.

Más relevante aún es la concentración por inquilino. Pese a la representatividad de la Zona Franca Metropolitana, el inquilino con mayor aporte a los ingresos no supera el 10,00% del total, los demás arrendantes no generan individualmente más del 6,00% del total. De esta forma, el fondo muestra una diversificación apropiada de los ingresos desde la perspectiva de riesgos asumidos, al disminuir la dependencia de un solo inquilino.

En el siguiente gráfico se observa la participación de los 11 inquilinos con mayores aportes, el conjunto "Otros" agrega el ingreso que representan los 68 inquilinos restantes.

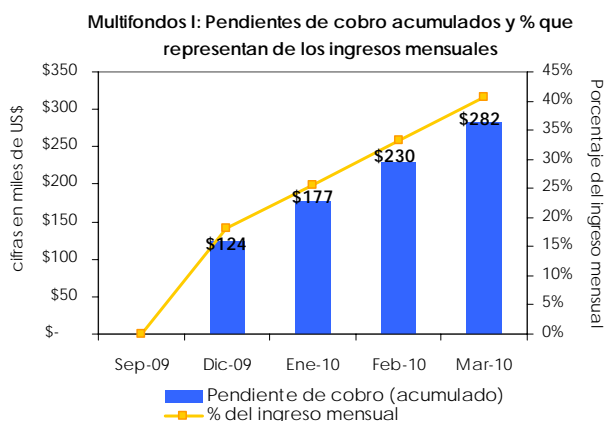


Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Información proporcionada por la administración.

2.1.4 Atraso de Alquileres

Durante el 2010 tres inquilinos registran atrasos en la cancelación del alquiler. Dos de éstos acumulan pagos desde octubre del 2009. En total los saldos acumulados suman \$282.218,68, a marzo del 2010.

En el siguiente gráfico se observa la evolución de los montos atrasados acumulados y el porcentaje que éste representa de los ingresos generados por mes.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Información proporcionada por la administración.

Como parte de la gestión, la administración del fondo busca llegar a acuerdos de pago con los inquilinos, en vista de que los procesos de desalojo y cobro judicial implican costos legales y no suelen ser una solución rápida.

2.1.5 Ocupación

Entre diciembre del 2009 y marzo del 2010 dos inquilinos finiquitaron sus contratos, por lo que el

número de inquilinos pasó de 81 a 79. No obstante, las áreas desocupadas fueron arrendadas por otros de los inquilinos que ya formaban parte del fondo, de modo que la desocupación no sufrió un incremento.

Como se observa en el siguiente cuadro, la desocupación por área ha disminuido hasta 4,1%.

Detalle de desocupación	Dic-08	Mar-09	Jun-09	Sep-09	Dic-09	Mar-10
Metros arrendables (m ²)	107.904	107.904	107.904	107.904	107.904	107.904
Metros de desocupación (m ²)						
ZFM- LOTE 5C	1.354	1.354	1.354	1.354	1.354	1.354
ZFM- LOTE 9C	1.018	1.018	1.018	1.018	1.018	1.018
ZFM- LOTE 4 E	5.995	-	-	-	-	-
ZFM- LOTE 1C	2.900	-	-	-	-	-
ZFM- LOTE 7B	508	550	550	550	-	-
ZFM- LOTE 3D b	1.698	1.698	1.698	1.698	1.698	-
ZFM- LOTE 5 B a	400	400	400	400	400	400
ZFM- LOTE 5b B	-	-	-	-	-	-
ZFM- LOTE 5 E a	-	-	750	750	750	750
ZFM- LOTE 8 C b	-	-	340	340	340	340
ZFM- LOTE 1 D	-	-	-	600	600	-
Trilogía Edif. #1 (local 111)	-	-	-	-	49	49
Trilogía Edif. #1 (local 112)	-	96	-	-	-	-
Trilogía Edif. #1 (local 114)	-	-	147	-	-	-
Trilogía Edif. #2 (local 212, 213, 216)	47	-	-	47	239	239
Trilogía Edif. #2 (local (223-224)	-	294	294	-	-	-
Trilogía Edif. #3 (local 314-315-316-331-336)*	-	-	-	619	472	273
Total desocupados	13.920	5.410	6.552	7.376	6.920	4.424
Porcentaje de desocupación	12,9%	5,0%	6,1%	6,8%	6,4%	4,1%

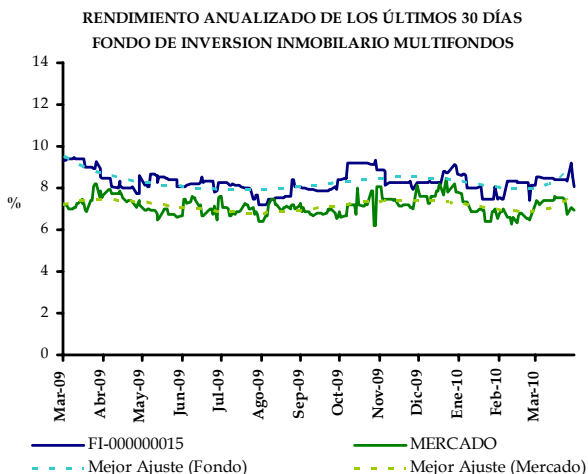
*Los locales 314-315-316 ya fueron alquilados

Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Información proporcionada por la administración.

2.1.6 Rendimientos

Tal como se observa en el gráfico que adelante se presenta, el rendimiento anualizado de los últimos 30 días, para el fondo en análisis, se ha mostrado históricamente superior al del mercado.

Particularmente en el último trimestre ha oscilado entre los 7,41% y 9,20%, con lo cual mantiene una volatilidad de 0,41%, idéntica a la del trimestre previo, e incluso menor a la de igual periodo del año anterior.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

La relación entre riesgo y rendimiento revela una posición favorable para el inversionista, respecto del promedio del mercado. Asimismo, el coeficiente de variación señala que por unidad adicional de rendimiento, que recibe el participante del fondo, solamente debe asumir 0,05 unidades de riesgo, lo cual denota la baja volatilidad de los rendimientos en los últimos tres meses.

Por su parte, la sensibilidad del rendimiento del fondo ante variaciones en el mercado, se muestra menor a la unidad, en señal de que dichos rendimientos no sobre reaccionan ante movimientos en el mercado, una señal adicional de estabilidad.

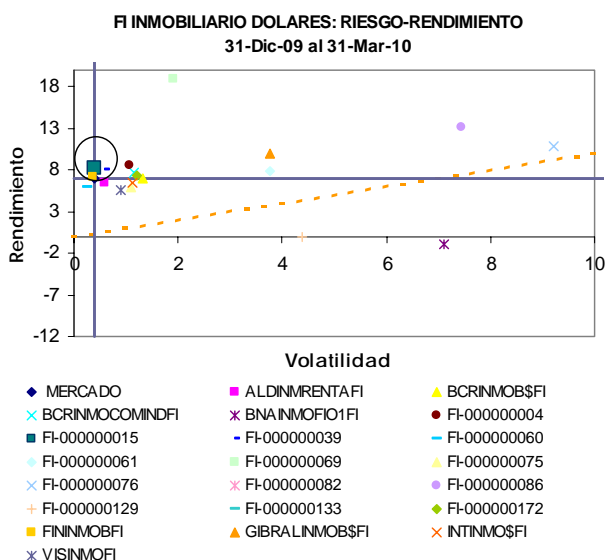
Cabe mencionar que en el caso del rendimiento líquido, durante el último trimestre se registró un promedio de 8,25%, ligeramente superior al de periodos previos. Se debe hacer hincapié en que este rendimiento depende en alguna medida de las rentas que registre el fondo, de tal forma que aumentos en la desocupación o atrasos de alquiler pueden afectar dicho rendimiento.

FONDO DE INVERSION INMOBILIARIO MULTIFONDOS				
Indicador	31-Dic-08 al 31-Mar-09	01-Oct-09 al 31-Dic-09	31-Dic-09 al 31-Mar-10	Mercado 31-Dic-09 al 31-Mar-10
PROMEDIO	8,47	8,61	8,17	7,00
DESVSTD	0,91	0,41	0,41	0,39
COEFVAR	0,11	0,05	0,05	0,06
MAXIMO	9,45	9,35	9,20	7,79
MINIMO	6,74	7,92	7,41	6,26
BETA	-0,53	-0,06	0,53	n.a.

Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

Al tomar como referencia la posición del mercado, en cuanto a la relación de riesgo-rendimiento, es posible construir cuatro cuadrantes. Con respecto del mercado, el fondo bajo análisis se ubica en el tercero de dichos cuadrantes, para el trimestre actual, de modo que su posición relativa desmejora levemente en relación a tres meses atrás, cuando se ubicó en el primer cuadrante. Lo anterior se debe a una reducción de volatilidad, registrada por el promedio del mercado, para este periodo.

Cabe señalar que el tercer cuadrante está asociado a niveles mayores de volatilidad y rendimiento, que los observados en el promedio del mercado.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

2.2 Fondo Inversión Inmobiliario Multifondos II, No Diversificado

Calificación de Riesgo: scrAA- f

Riesgo de Mercado: 3

Las principales características del Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos II ND, se denotan a continuación.

F.I. Inmobiliario Multifondos II Características	
Fecha de autorización	19/05/00
Objetivo	Ingreso
Monto máximo	\$6.020.000,00
Serie	No seriado
Participaciones	1.204
Denominación	US\$5.000,0
Reembolso	Cerrado
Mercado	Nacional
Cartera	Inmobiliaria
Moneda	Dólares
Distribución Rendimientos	Mensual
Comisión Máxima	5%
Redención	Mercado Secundario

2.2.1 Situación Financiera

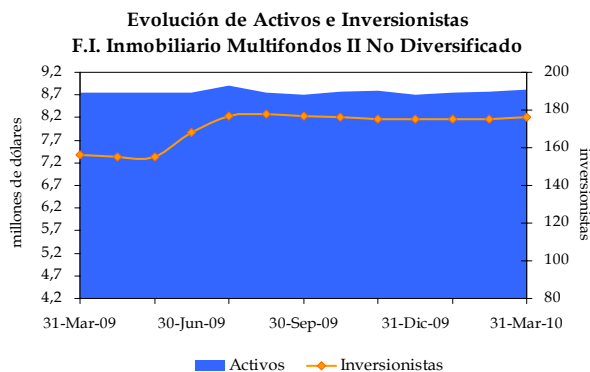
El Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos II ND contabiliza \$8,81 millones en activos administrados, al cierre del primer trimestre 2010. Este fondo ya ha emitido la totalidad de las participaciones, que corresponden al monto máximo autorizado por el SCRiesgo

ente regulador. De tal forma en el último año el volumen de activos se ha mantenido estable, con variaciones únicamente debidas a las valoraciones anuales correspondientes y las mejoras que se le realicen a los inmuebles.

Como parte del mercado de fondos inmobiliarios en dólares, el fondo representa menos de un 1% de los activos totales, y se ubica en la 15^{va} posición del mercado, de los 22 fondos que a marzo 2010 registran activos.

Cabe mencionar que alrededor del 95,00% de los activos se invierten en su cartera inmobiliaria. Por su parte, el total del endeudamiento del fondo corresponde a pasivo de corto plazo. Éste financia cerca del 4% del activo, lo que significa un bajo endeudamiento, donde el máximo permitido por normativa es de un 60,00%. Asimismo, el activo circulante del fondo cubre al pasivo de corto plazo en más de una vez, razón circulante favorable.

En otro particular, para marzo 2010 se registra la participación de 176 inversionistas en el fondo. Respecto de un año atrás, los participantes aumentaron alrededor de un 13%, lo que significa un ingreso neto de 20 inversores. Como parte del mercado el fondo es el 12^{vo}, de los 22 productos que lo componen, lo que implica un aporte de 2,75% de los inversionistas totales, a marzo 2010, proporción similar a la observada en los últimos meses.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

Es destacable que el mayor de los aportes realizado por un inversionista representa alrededor del 5,00% de la cartera pasiva, de tal forma que no existe una concentración significativa de los recursos.

Se debe hacer hincapié en que si bien el fondo no debe redimir las participaciones de los inversionistas que deseen salirse y por lo tanto no enfrenta presiones sobre su liquidez, al tratarse de un fondo cerrado, una alta concentración podría traducirse reducciones del precio de mercado de las participaciones. Lo anterior

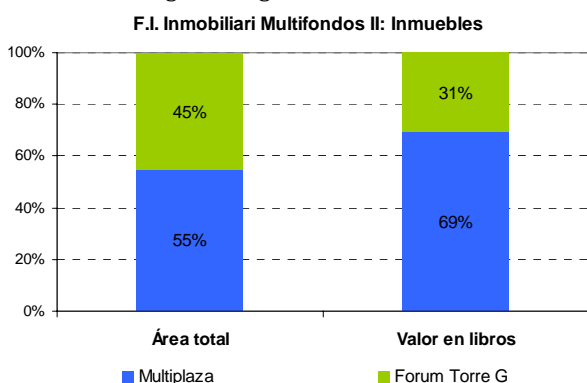
es un riesgo que podría materializarse, en caso de que un inversionista representativo colocara a la venta una cantidad importante de participaciones, el mercado secundario, y no existiera la demanda suficiente para estos instrumentos.

2.2.2 Activos Administrados en Cartera

El fondo mantiene tres propiedades inscritas, a saber: Forum Torre G (varias filiales) y Multiplaza Escazú, donde se han inscrito de forma separada un grupo de locales y el Local #28.

Al tomar en consideración la ubicación de los inmuebles se determina que no existe una diversificación en las mismas, esto debido a que la totalidad de los inmuebles se ubican en los cantones de Santa Ana y Escazú.

Por otra parte, envista de que el fondo ha emitido la totalidad de las participaciones, y por lo tanto no se han realizado adquisiciones recientes, los metros cuadrados de los edificios y parqueos, según los registros de SUGEVAL, se mantienen en 3.035,52 m². Dicha área se distribuye por inmueble, manteniéndose estable a lo largo del tiempo, de la forma que se muestra en el siguiente gráfico.



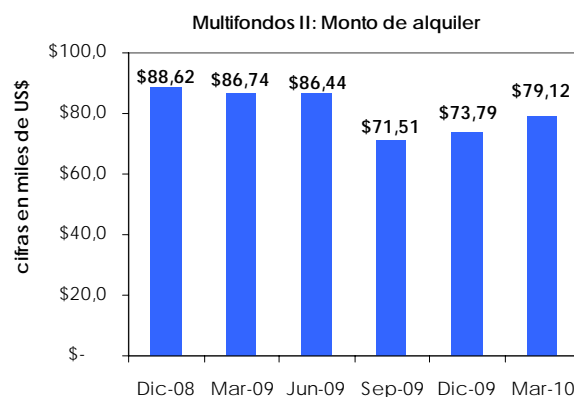
Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

Adicionalmente, como se observa en el gráfico, por valor en libros las fincas filiales ubicadas en Multiplaza Escazú aportan alrededor del 69% del valor en libros registrado. Cabe señalar que en el primer trimestre del 2010 no se llevaron a cabo valoraciones a inmuebles.

2.2.3 Generación de Ingresos

Según los registros del fondo, en el mes de marzo 2010 se generaron \$79.123,41, monto que se incrementa en diciembre 2009 y marzo 2010 por el ingreso de inquilinos y los aumentos anuales correspondientes, según lo estipulen los contratos.

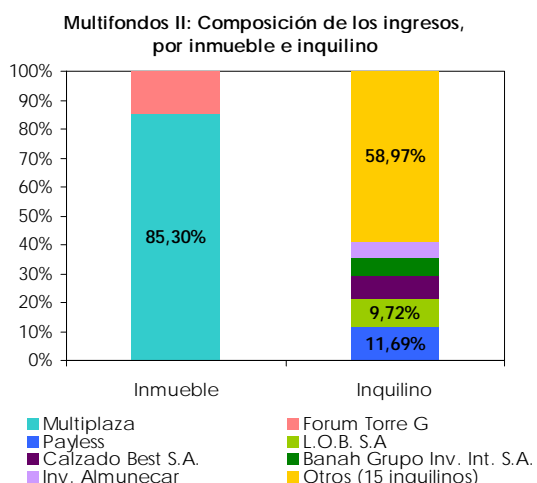
Cabe destacar que los ingresos por rentas se vieron afectados desde julio del 2009, con la salida de Oracle de Centroamérica, inquilino que rentaba cuatro locales del edificio Forum torre G y representaba en su momento alrededor del 17,00% de los ingresos totales del fondo. Este es uno de los riesgos que los fondos inmobiliarios deben administrar eficientemente, procurando la menor dependencia posible de sus ingresos en un solo inquilino.



Fuente: Información proporcionada por la administración.

Para marzo 2010 se observa una mayor diversificación que en el pasado, no obstante, se mantienen la desocupación de locales que alquilaba Oracle de Centroamérica.

Así las cosas, el mayor aporte a los ingresos por un solo inquilino es de 11,69%, que corresponde a la tienda Payless Shoesource, seguida de la tienda Diseños L.O.B. CCM S.A. (9,72%). Por otra parte, el 58,97% de las rentas es generado por 15 inquilinos, cuyos aportes individuales no superan el 5,00% del total.



Fuente: Información proporcionada por la administración.

Cabe señalar que el 85,30% de las rentas se generan en las filiales de Multiplaza Escazú, menor concentración que en diciembre 2009 (90,73%).

Históricamente el fondo ha realizado una efectiva labor de cobro, de tal forma que a la fecha no se presentan atrasos de alquileres.

2.2.4 Ocupación

Para la fecha bajo análisis el fondo registra 20 arrendatarios, uno más que en diciembre 2009, lo que ha mejorado la ocupación de las áreas arrendables durante el último trimestre.

El siguiente cuadro muestra las filiales desocupadas y el porcentaje que dicha área representa dentro del total. Para marzo 2010 21,65% de los metros arrendables se encuentran desocupados, un alto porcentaje si se consideran los observados antes de la salida de Oracle de Centroamérica.

Detalle de desocupación	Dic-08	Mar-09	Jun-09	Sep-09	Dic-09	Mar-10
Metros arrendables	2.798,58	2.798,58	2.798,58	2.798,58	2.798,58	2.798,58
Metros de desocupación						
FORUM Torre G, piso 7 Loc. 2 C 7	273,90	273,90	273,90	273,90	273,90	-
FORUM Torre G, piso 7 Loc. 1b C 7	-	-	-	110,37	-	-
FORUM Torre G, piso 7 Loc. 4 C 7	-	-	-	273,90	273,90	273,90
FORUM Torre G, piso 7 Loc. 5 C 7	-	-	-	111,19	111,19	111,19
FORUM Torre G, piso 7 Loc. 6 C 7	-	-	-	220,75	220,75	220,75
Total desocupados arrendables	273,90	273,90	273,90	990,11	879,74	605,84
Porcentaje de desocupación	9,79%	9,79%	9,79%	35,38%	31,44%	21,65%

Fuente: Información proporcionada por la administración.

Pese a las ofertas que ha realizado el fondo, a posibles inquilinos a lo largo de los últimos meses, estos locales en su mayoría se han mantenido desocupados.

Por otra parte, las características principales del nuevo contrato firmado en el último trimestre, se presentan resumidas en el siguiente cuadro.

Inquilino	Área arrendada (m ²)	Alquiler mensual	Plazo (meses)	Fecha Inicio	Fecha final	Garantía
FORUM Torre G, piso 7 Loc. 2 C 7 BANAH GRUPO INV. INT. S.A.	273,9	\$4.793,25	3	Mar-10	Mar-13	\$4.793,25

Fuente: Información proporcionada por la administración.

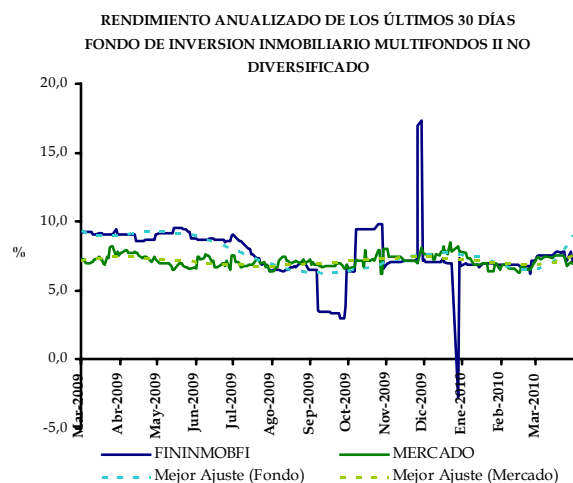
Se insiste en que la salida de un inquilino representativo, así como la desocupación, tienen efectos negativos sobre los ingresos del fondo, y por tanto, en los rendimientos líquidos que perciben los inversionistas, de ahí la importancia de la diversificación de los inquilinos.

2.2.5 Rendimientos

En lo que respecta a los rendimientos del fondo, las valoraciones realizadas en el 2009 significaron aumentos de la volatilidad del rendimiento. Consecuentemente, la desviación estándar de disminuye en el último trimestre, con el comportamiento más estable del rendimiento.

Con respecto del mercado, para el trimestre bajo análisis el fondo vuelve a colocarse en un nivel superior, una mejora en relación a lo observado en el trimestre previo.

Cabe destacar que debido a las valoraciones negativas que se han registrado en uno de los inmuebles, entre otros factores, los rendimientos han sufrido una ligera tendencia a la baja, colocándose en niveles inferiores a los de un año atrás.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

Con la menor volatilidad del período la posición de riesgo-rendimiento (coeficiente de variación), asumida por el inversionista del fondo, mejora e incluso se muestra menor a la del promedio del mercado. De tal forma, el inversor asume menos unidades de riesgo por unidad de rendimiento, para el trimestre bajo análisis.

Es destacable que el coeficiente Beta, indicador de la sensibilidad de los rendimientos del fondo ante variaciones en el rendimiento promedio del mercado, se mantiene menor a la unidad, lo que indica que el rendimiento del fondo no sufre sobre reacciones, ante variaciones en el mercado.

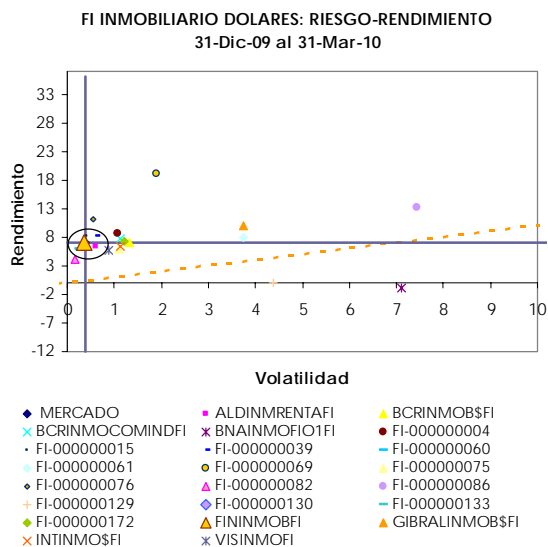
En el caso del rendimiento líquido, el fondo es el décimo con mayor rendimiento dentro del mercado, para el trimestre en análisis, con el registro de 7,10%. Afectado en alguna medida por la desocupación,

este rendimiento ha sufrido una tendencia a la baja en los últimos trimestres.

F.I. INMOBILIARIO MULTIFONDOS II NO DIVERSIFICADO				
Indicador	31-Dic-08 al 31-Mar-09	01-Oct-09 al 31-Dic-09	31-Dic-09 al 31-Mar-10	Mercado 31-Dic-09 al 31-Mar-10
PROMEDIO	9,05	7,79	7,10	7,01
DESVSTD	0,22	2,42	0,37	0,39
COEFVAR	0,02	0,31	0,05	0,06
MAXIMO	9,45	17,32	7,86	7,79
MINIMO	8,63	-2,76	6,23	6,32
BETA	0,11	-0,84	0,65	n.a.

Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

En vista de que el fondo exhibe una volatilidad ligeramente inferior a la del mercado, así como un rendimiento superior, su posición respecto del promedio es en el I cuadrante de los cuatro posibles, el cual es el mejor de los escenarios, y significa una mejora en relación al trimestre anterior. Dichos cuadrantes se forman al relacionar volatilidad y rendimiento del promedio de mercado.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

2.3 Fondo Inversión Inmobiliario Multifondos III, No Diversificado

Calificación de Riesgo: scr A+ f
Riesgo de Mercado: 3

Las principales características del Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos III ND, se denotan a continuación.

F.I. Inmobiliario Multifondos III Características	
Fecha de autorización	01/11/2006
Objetivo	Ingreso
Monto máximo	\$20.000.000,00
Series	No seriado
Participaciones	4.000
Denominación	US\$5.000,0
Reembolso	Cerrado
Mercado	Nacional
Cartera	Inmobiliaria
Moneda	Dólares
Distribución Rendimientos	Mensual
Comisión Máxima	5%
Redención	Mercado Secundario

2.3.1 Situación Financiera

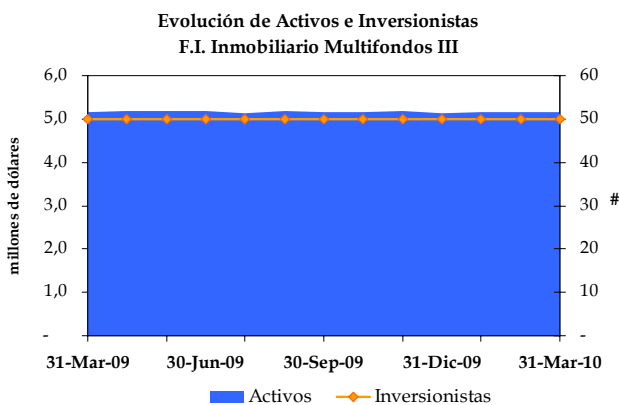
El fondo de inversión Multifondos III ND registra \$5,17 millones en activos administrados, exhibiendo estabilidad a lo largo del último año. Cabe destacar que desde mayo del 2005 el fondo no realiza adquisiciones de inmuebles, por lo que las variaciones en el portafolio inmobiliario responden a las valoraciones anuales.

Dentro del mercado, por volumen de activos administrados, el fondo es el segundo más pequeño, con una participación de 0,58%, la cual disminuye conforme aumenten los activos de otros fondos.

Es destacable que como parte de la gestión de los recursos, cerca del 98% de los activos están invertidos en el portafolio inmobiliario, el cual se compone de un único inmueble. Asimismo, para el financiamiento de su activo el fondo solamente registra un endeudamiento del 2,20%, característica favorable desde el punto de vista de riesgo, y que a su vez lo mantiene en una posición de holgura respecto del máximo endeudamiento permitido por la normativa (60%).

Por otra parte, similar a lo observado en el volumen de activos, los inversionistas del fondo no han variado en el último año, los cuales se mantienen en 50, mínimo requerido por normativa. Dicha cantidad le permite una participación de mercado de 0,78%, semejante a periodos anteriores, manteniéndose entre los seis fondos más pequeños del mercado, según cantidad de inversionistas.

A continuación se muestra la evolución de los activos e inversionistas durante el último año.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

Con la estabilidad que ha mostrado el número de participantes, así como el capital aportado por los inversionistas, la concentración de dichos recursos se mantiene prácticamente invariable. El participante con mayor capital aportado al fondo constituye el 19,00% de la cartera pasiva. Concentración moderada, pero que se eleva hasta un 96,25% para el conjunto de los mayores 20 inversores. Lo anterior debido al bajo número de participantes.

2.3.2 Activos Administrados en Cartera

Este fondo contiene dentro de su portafolio un único inmueble, a saber la Casa Proveedora Phillips, adquirido el 21 de May.07, ubicado en el cantón central de la provincia de Alajuela.

La propiedad comprende 12.870m², en área de parqueo y edificio, según registros en SUGEVAL. De dicha área, 6.030 m² son arrendables. Por otra parte, su valor en libros suma \$5,06 millones.

Estas características se mantienen prácticamente invariables en los últimos meses, incluso a pesar de que a finales del 2009 se llevó a cabo la valoración anual del inmueble.

Es importante rescatar que la calificación contempla tanto la calidad como la diversificación, de los activos que forman parte del portafolio inmobiliario del fondo. La alta concentración hace que el fondo incurra en distintos riesgos, que pueden materializarse en eventualidades como un desastre natural o el desalojo del único inquilino del inmueble.

Adicionalmente, se debe hacer hincapié en que el fondo tiene más de tres años de haber sido autorizado, en los cuales no ha realizado adquisiciones de nuevos inmuebles o tenga proyectos de compra en proceso. Ante un escenario de crisis que permanece, y para el cual no se vaticina con

SCRiesgo

alguna claridad el final, la calidad y diversificación de los activos se vuelve un aspecto aún más crítico.

2.3.3 Generación de Ingresos y Ocupación

En vista de lo comentado, el único inmueble del fondo genera una renta mensual de \$59.771,25, monto que no ha variado en los últimos nueve meses.

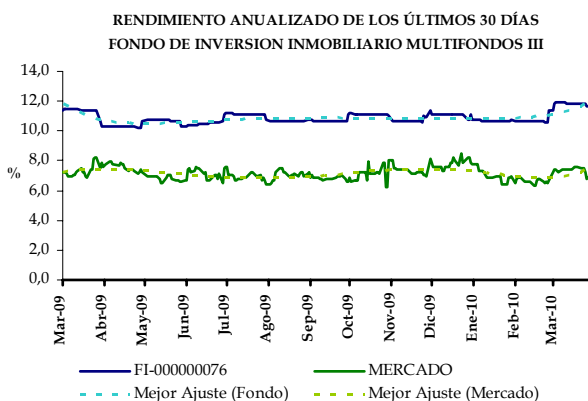
Dicha renta es cancelada en su totalidad por el único inquilino con que cuenta el fondo, Casa Proveedora Phillips.

Así, la generación de los ingresos por alquileres se concentra en un 100% en la actividad de elaboración de productos alimenticios, en un único inmueble y en un solo inquilino. De tal forma, la salida de este inquilino podría implicar un impacto severo en el fondo, y consecuentemente en la rentabilidad percibida por los inversionistas. Como garantía el fondo cuenta con una mensualidad, depositada por el arrendatario, asimismo, el contrato entre las partes se extiende hasta el 2017.

Se debe hacer hincapié en que históricamente no se han registrado atrasos en el pago del alquiler, lo que es favorable para el fondo e inversionistas. Paralelamente, la ocupación por área es un 100%.

2.3.4 Rendimientos

Como se observa en el gráfico siguiente, el rendimiento anualizado de los últimos 30 días se mantiene estable, oscilando en el último trimestre entre 11,51% y 11,90%, para una volatilidad de 0,55%, ligeramente superior a la del mercado. Asimismo, a lo largo del último año se ha mostrado superior al promedio del mercado.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

Por otra parte, pese a mostrar una volatilidad ligeramente mayor a la de mercado, ésta es compensada por el rendimiento, de tal forma que el coeficiente de variación (CV), indicador de la

posición riesgo-rendimiento del inversionista, exhibe un valor de 0,05 unidades, la cual es menor al promedio. Lo anterior indica una posición favorable respecto del mercado para el inversionista del fondo, ya que éste asume menos unidades de riesgo por unidad de rendimiento, en comparación con el promedio del mercado.

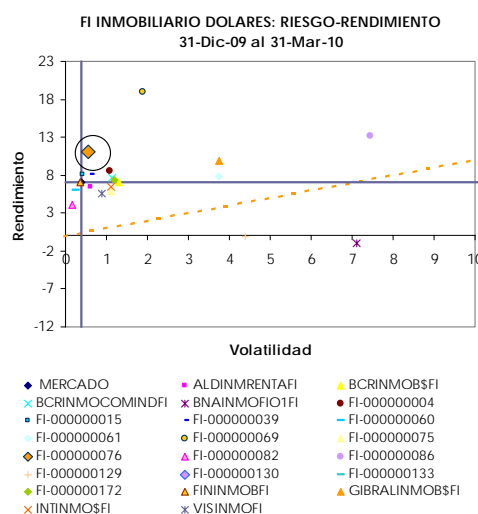
En el caso de la sensibilidad del rendimiento del fondo a variaciones en el rendimiento de mercado (Beta), se da un aumento para el trimestre en análisis. Sin embargo, se mantiene menor a la unidad, lo que indica que el rendimiento del fondo no sobre reacciona ante cambios en el de mercado.

Es importante mencionar que el fondo registró un rendimiento líquido de 10,95%, en el trimestre analizado, colocándose como el tercer producto del mercado con mayor rendimiento líquido. Su posición suele variar según se comporten los demás productos del mercado.

Indicador	F.I: INMOBILIARIO MULTIFONDOS III			
	31-Dic-08 al 31-Mar-09	01-Oct-09 al 31-Dic-09	31-Dic-09 al 31-Mar-10	Mercado 31-Dic-09 al 31-Mar-10
PROMEDIO	10,69	10,97	11,05	7,01
DESVSTD	0,56	0,21	0,55	0,39
COEFVAR	0,05	0,02	0,05	0,06
MAXIMO	11,74	11,39	11,90	7,79
MINIMO	10,22	10,61	10,51	6,32
BETA	0,13	-0,01	0,96	n.a.

Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

El siguiente gráfico surge de la relación entre riesgo y rendimiento del promedio de mercado. En éste se observan cuatro cuadrantes, donde se ubican los fondos según sus características de riesgo-rendimiento. Para el periodo bajo análisis, el fondo de inversión Multifondos III ND se ubica en el tercer cuadrante, una desmejora en su posición relativa, ya que en el periodo anterior se colocaba en el primer cuadrante. Esto es producto tanto del aumento trimestral en la volatilidad del fondo como de la menor desviación observada para el promedio del mercado.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

2.4 Fondo Inversión Inmobiliario Metropolitano, No Diversificado

Calificación de Riesgo: scr AA f

Riesgo de Mercado: 3

Las siguientes son las principales características del Fondo de Inversión Inmobiliario Metropolitano ND.

F.I. Inmobiliario Multifondos Metropolitano Características	
Fecha de autorización	05/06/2006
Objetivo	Ingreso
Monto máximo	\$20.000.000*
Series	No seriado
Participaciones	2.000
Denominación	US\$5.000,0
Reembolso	Cerrado
Mercado	Nacional
Cartera	Inmobiliaria
Moneda	Dólares
Distribución Rendimientos	Mensual
Comisión Máxima	5%
Redención	Mercado Secundario

*Pese a haberse aprobado en Asamblea General de Inversionistas, el aumento del monto de emisión autorizado de \$10.000.000 a \$20.000.000, no se ha actualizado el prospecto del fondo que se encuentra a disposición del inversionistas en la página del Ente Regulador.

2.3.1 Situación Financiera

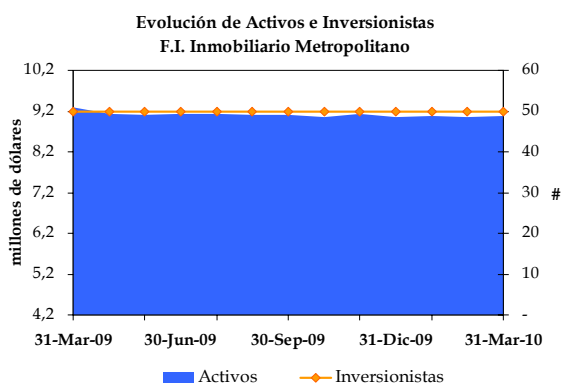
Los activos administrados por el Fondo Inmobiliario Metropolitano se muestran estables a lo largo del último año, ya que no se registran compras de inmuebles en dicho periodo. Al finalizar marzo 2010 los

activos suman \$9,08 millones, cifra que representa 1,01% del mercado, participación que disminuye conforme otros fondos inmobiliarios aumentan su portafolio de propiedades. Por volumen de activos el fondo es el 14^{vo} del mercado.

Un análisis vertical muestra que el fondo invierte cerca del 97,00% de su activo en el portafolio inmobiliario, una asignación apropiada dado el objetivo del fondo.

Por otra parte, el fondo muestra un endeudamiento que ronda el 9%, ligeramente menor al de meses anteriores. Este nivel de endeudamiento es favorable para el fondo, e implica una posición holgada respecto del máximo establecido por normativa (60%).

En otro particular, el fondo registra a lo largo del último año la participación de 50 inversionistas, mínimo estipulado por normativa. Esta cantidad ubica al fondo dentro de los cinco más pequeños del mercado, con una participación de 0,78%, la cual se contrae conforme ingresan inversionistas a otros fondos del mercado.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

Por último en esta sección, se hace hincapié en que el fondo presenta una alta concentración de su cartera pasiva, en la cual un solo inversionista aporta cerca del 97,00%. A pesar de que el fondo es cerrado y por tanto no se ve afectado con presiones sobre la liquidez, dado que no está en la obligación de redimir participaciones, la alta concentración de las participaciones es un riesgo que podría materializarse, en caso de que el inversionista mayoritario acudiera al mercado secundario y realizara una oferta de participaciones que no tuviera la demanda deseada, causando presiones a la baja en el precio de éstas.

Adicionalmente, la falta de negociación de los instrumentos en el mercado secundario limita la formación de precios de mercado.

Por su parte, el prospecto del fondo señala que las participaciones son emitidas a la orden y no establece límite en cuanto al monto de inversión por participante.

SCRiesgo

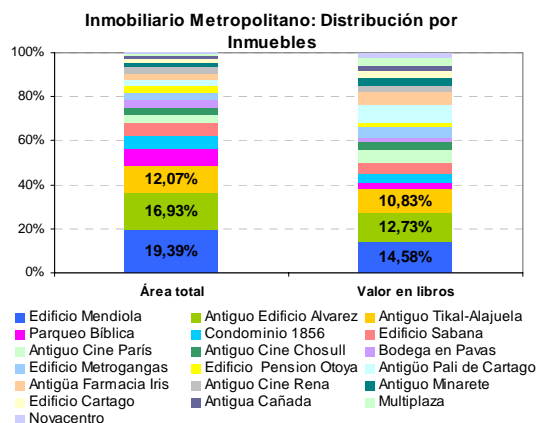
2.3.2 Activos Administrados en Cartera

En su cartera activa el fondo registra un total de 19 inmuebles administrados, los cuales se mencionan a continuación: Antigua Cañada, Antiguo Cine Chosull, Antiguo Cine Rena-Desamparados, Antiguo Edificio Álvarez, Antiguo Cine París-Cartago, Antiguo Minarete-Cartago, Bodega En Pavas, Edificio Mendiola, Edificio Sabana, Parqueo Bíblica, Novacentro Local No.7, Multiplaza Local No.14, Edificio Pensión Otoya, Condominio 1856, Antiguo Tikal-Alajuela, Antigua Farmacia Iris, Edificio Metrogangas, Edificio Cartago, Antiguo Palí de Cartago.

Dicho portafolio se mantiene estable desde mediados del 2007, ya que posteriormente no se registran compras de edificios. El área del portafolio inmobiliario se mantiene desde dicha fecha, donde el total de m² en edificios y parqueos suma 17.127,57, según registros de SUGEVAL. Asimismo, se mantiene la distribución del portafolio según área, donde destaca el edificio Mendiola con una participación de 19,39%, seguido del Antiguo Edificio Álvarez, con 16,93% y el Edificio Antiguo Tikal en Alajuela con 12,07%.

Asimismo, la composición del portafolio por valor en libros se observa estable desde mitad del 2009, ya que las valoraciones de los inmuebles se llevaron a cabo en la primera parte de dicho año.

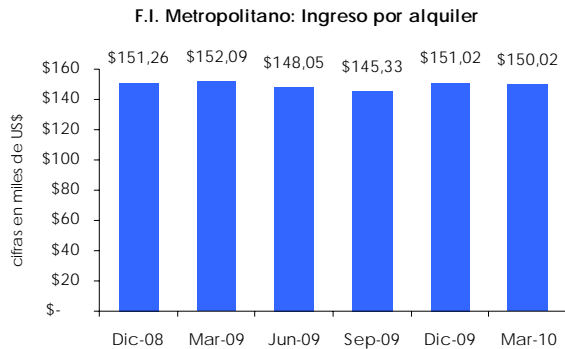
El gráfico siguiente muestra el detalle por área y valor en libros, donde el Edificio Mendiola muestra el mayor aporte, en ambos casos. Cabe rescatar que las bajas concentraciones de los portafolios contribuyen a mitigar riesgos ocasionados por desastres naturales, incendios y concentración de la generación de ingresos, entre otros.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

2.3.3 Generación de Ingresos

Según los registros del fondo, en marzo los ingresos por arrendamientos suman \$150.018,00, monto que disminuye ligeramente respecto de diciembre del 2009, producto de la salida de dos inquilinos, aún cuando se da el arrendamiento de áreas que anteriormente se encontraban desocupadas.



Fuente: Información proporcionada por la administración.

Dichos ingresos son generados por 40 inquilinos³, lo mismo que tres meses atrás, donde el arrendatario con mayor aporte a los ingresos representa el 10,00% de las rentas y los 39 restantes aportan individualmente menos del 9,00%. Esta distribución sugiere una diversificación en los ingresos del fondo, y por lo tanto poca dependencia de los inquilinos actuales, individualmente.

Paralelamente, el Edificio Mendiola, el Antiguo Edificio Álvarez y el Antiguo Tikal en Alajuela, son los inmuebles que generan mayor cantidad de rentas, cuyos aportes son de 14,58%, 12,73% y 10,83%, respectivamente. De los inmuebles restantes ninguno muestra aportes individuales superiores al 10,00%, nuevamente, la distribución es favorable al mitigar el riesgo que significa la concentración de ingresos.

Para el periodo bajo análisis la gestión de cobro es del 100%, el fondo no reporta ningún inquilino con retrasos en el pago de la renta.

2.3.4 Ocupación

Como se mencionó anteriormente, en los últimos tres meses se registró la salida de dos inquilinos y a su vez el ingreso de dos nuevos. En general, esto significó una ligera disminución en la desocupación por área, tal como se observa a continuación.

³ Este número agrupa todos aquellos contratos que sean firmados por un mismo inquilino.

Detalle de desocupación	Dic-08	Mar-09	Jun-09	Sep-09	Dic-09	Mar-09
Metros arrendables	15.233,19	15.233,19	15.233,19	15.233,19	15.233,19	15.233,19
Metros de desocupación						
Edificio Álvarez (II nivel)	1.846	1.846	1.846	1.846	1.846	1.846
Condominio 1856: Loc. #5	-	-	110	-	-	-
Condominio 1856: Loc. #6	-	-	-	-	-	70
Edificio Álvarez (I Nivel, Local #2)	-	-	-	-	-	178
Loc. San Ramón	-	-	-	500	500	-
Total desocupados	1.846	1.846	1.846	2.346	2.346	1.916
Porcentaje de desocupación	12,12%	12,12%	12,12%	15,40%	15,40%	12,58%

Fuente: Información proporcionada por la administración.

Es preciso recordar que los dos niveles del Edificio Álvarez (1.846 m²), se encuentran desocupados desde la adquisición del inmueble. Los pisos II y III se encuentran en mal estado, por lo que no se han arrendado. Según indicaciones de la administración, la reparación de estos niveles no es rentable y por ello no se realiza, ni existen planes de llevar a cabo una reparación en el mediano o largo plazo.

La administración del fondo realizó la compra del inmueble con el conocimiento de su estado, ya que significaba una inversión provechosa. Hasta hoy día, el estado de desocupación y deterioro de los niveles mencionados, no ha afectado los rendimientos del fondo, los ingresos generados por el alquiler del primer nivel son lo suficientemente rentables como para mantener el inmueble en las condiciones actuales.

Pese a lo anterior, se debe hacer hincapié en que con el paso del tiempo el estado de los pisos superiores, podría llegar a afectar negativamente al primer nivel.

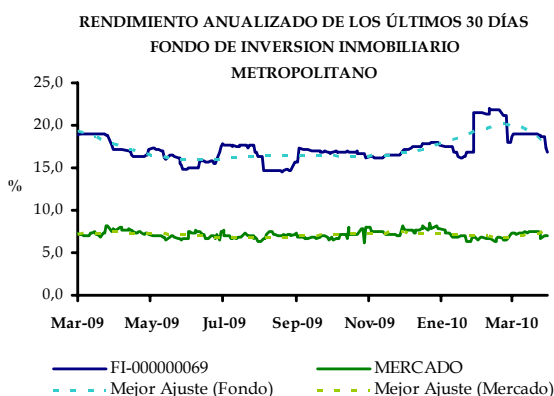
Por otra parte, el siguiente cuadro resume las características principales de los contratos con los dos nuevos inquilinos, los cuales ocupan los 500m² del inmueble registrado como Local San Ramón.

Inquilino	Área arrendada (m ²)	Alquiler mensual	Plazo (años)	Fecha Inicio	Fecha final	Garantía
Daniel Amat García	264,00	\$1.100	3 años	Ene-10	Ene-13	\$1.100
Centro de cosméticos MITCHEL	236,00	\$3.000	3 años	Ene-10	Ene-13	\$3.000

Fuente: Información proporcionada por la administración.

2.3.5 Rendimientos

Los rendimientos del fondo se han mostrado históricamente superiores a los del mercado, registrando cambios debido a valoraciones y distribución de dividendos, pero siempre por encima del mercado.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

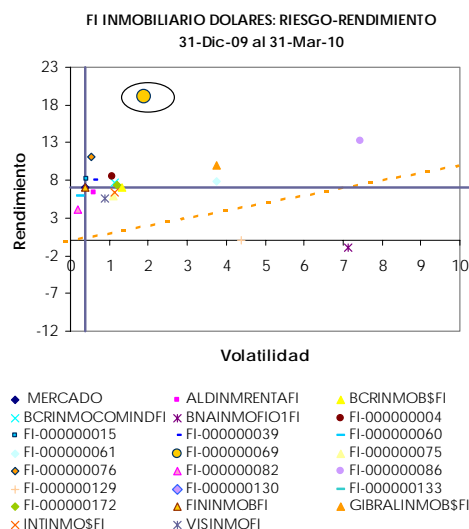
En los últimos tres meses el rendimiento del fondo osciló entre 16,23% y 21,92%, lo que significó a su vez una volatilidad de 1,90%, ligeramente superior a la de periodos anteriores. Paralelamente, el coeficiente de variación aumentó en el trimestre, colocándose ligeramente por encima del observado en el promedio del mercado. No obstante, se mantiene en niveles favorables, dado que el inversionista asume solamente 0,10 unidades de riesgo por unidad de rendimiento.

Asimismo, aunado al incremento de la volatilidad, la sensibilidad del rendimiento del fondo ante variaciones en el rendimiento promedio del mercado aumentó, mostrándose incluso superior a la unidad, en señal de posibles sobre reacciones en el rendimiento del fondo ante variaciones en el de mercado.

FONDO DE INVERSION INMOBILIARIO METROPOLITANO				
Indicador	31-Dic-08 al 31-Mar-09	01-Oct-09 al 31-Dic-09	31-Dic-09 al 31-Mar-10	Mercado 31-Dic-09 al 31-Mar-10
PROMEDIO	17,64	16,93	19,03	7,01
DESVSTD	0,93	0,56	1,90	0,39
COEFVAR	0,05	0,03	0,10	0,06
MAXIMO	19,06	17,96	21,92	7,79
MINIMO	16,89	16,15	16,23	6,32
BETA	-0,15	0,50	-1,62	n.a.

Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

En vista del mayor rendimiento y volatilidad del fondo, su posición respecto del mercado desmejora respecto del trimestre anterior, al pasar del primer al tercer cuadrante. Dichos cuadrantes se forman a partir de la relación observada en el promedio del mercado, en lo que concierne a desviación estándar y rendimientos. Cabe señalar que el tercer cuadrante ha sido una ubicación común del fondo.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

2.5 Fondo Inversión Inmobiliario Multifondos IV No Diversificado

Calificación de Riesgo: scr AA f
Riesgo de Mercado: 3

El Fondo⁴ está dirigido a inversionistas que desean participar de una cartera inmobiliaria y por tanto, están dispuestos a asumir los riesgos por su participación indirecta en el mercado inmobiliario. El horizonte de inversión es de largo plazo.

F.I. Inmobiliario Multifondos IV	
Características	
Fecha de autorización	Mayo, 2008
Objetivo	Inmobiliaria
Monto máximo	\$20.000.000,00
Participaciones	4.000
Denominación	US\$5.000,00
Reembolso	Cerrado
Cartera	Nacional (Inmobiliaria) y Sector Público (Financiera)
Moneda	Dólares
Monto mínimo de inversión	US\$5.000,00
Distribución Rendimientos	Mensual
Comisión Máxima	5,0%
Redención	Mercado Secundario

⁴ Texto extraído de la página 5 del Prospecto del Fondo.

2.5.1 Situación financiera

El fondo de inversión Inmobiliario Multifondos IV, contabiliza \$10,25 millones (\$7,31 millones en diciembre 2009), en activos administrados. Dicho monto se incrementa alrededor de un 40,00% respecto de un año atrás, debido a las valoraciones que se realizaron este trimestre, que más adelante se detallan. Consecuentemente, su participación dentro del mercado de fondos inmobiliarios, por volumen de activos, pasó de 0,82% en diciembre del 2009 a 1,12% en marzo 2010, colocándose como el 13^{vo} producto del mercado (16^{vo} en diciembre 2009).

El fondo utiliza el 97,38% de sus activos para la inversión en inmuebles, consecuente con el objetivo del fondo. Un aspecto a destacar del fondo es su bajo endeudamiento, el cual no supera el 3,00%, para marzo 2010.

Por otra parte, el fondo registra 50 inversionistas a lo largo del último año, con lo cual se mantiene en cumplimiento con el mínimo requerido por la normativa. Dicha cantidad de participantes hacen que el fondo se encuentre entre los seis fondos del mercado, con menor cantidad de participantes.

A continuación la evolución de activos e inversionistas, en el último año.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

De forma similar a periodos anteriores, el fondo presenta alta concentración de su cartera pasiva, donde el principal inversionista representa cerca del 55,00% del total. Esto es consecuente con el poco número de participantes en el fondo.

Como en secciones anteriores se ha señalado, la alta concentración puede generar presión sobre el precio de las participaciones, en el caso de que un inversionista representativo desee ofrecerlas en el mercado secundario y no exista la demanda deseada.

SCRiesgo

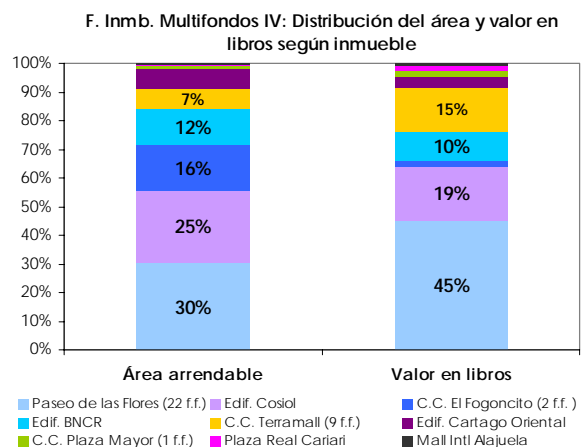
2.5.2 Activos administrados en cartera

Dentro del portafolio inmobiliario del fondo se registran once inmuebles, cada uno con diferentes fincas filiales, éstos pueden agruparse de la siguiente forma: Edificio Cartago Oriental, Edificio Cosiol, Mall Internacional Alajuela, Centro Comercial Plaza Mayor, Centro Comercial El Fogoncito, Centro Comercial Terramall, Condominio Plaza Real Cariari, Edificio Banco Nacional de Costa Rica y Mall Paseo de las Flores.

Las áreas arrendables de estos inmuebles, según registros del fondo, totalizan en 6.772,65m². Dado que no existen adquisiciones recientes, la distribución de las áreas se mantiene estable. Destaca el conjunto de las 22 fincas filiales ubicadas en el Mall Paseo de las Flores, cuya representatividad alcanza el 30,34% del área, seguido del Edificio Cosiol, el cual tiene una participación de 25,63% y del Centro Comercial El Fogoncito (16,12%). Consecuentemente, la mayor concentración de áreas se ubica en el cantón Central de San José y en San Francisco de Heredia, zonas en las que se encuentran los inmuebles mencionados.

Por otra parte, debido a las valoraciones realizadas en los primeros tres meses del 2010, la distribución de los inmuebles por su valor en libros varió. Entre los mayores cambios registrados se pueden mencionar el aumento de representatividad dentro del valor en libros de Paseo de las flores (37,95%, Dic.09) y de las fincas filiales de Terramall, así como la disminución de la participación del Edificio Cosiol y del Edificio BNCR.

El gráfico siguiente muestra la distribución del portafolio, tanto por área arrendable como por valor en libros.



Fuente: Información proporcionada por la administración y datos tomados del sitio oficial de SUGEVAL.

Con detalle, las valoraciones realizadas en los últimos tres meses fueron realizados, en el caso del avalúo físico, por el ingeniero civil Paolo Mora Salas (bajo la Firma del ingeniero civil Fernando Peñaranda) y por la

empresa Finanzas Corporativas, en el caso de la valoración financiera.

En general, los avalúos financieros se realizaron acorde a la metodología de descuento de flujos de efectivos netos, según lo establecido en el acuerdo AGV-A-51, emitido por la Superintendencia General de Valores en noviembre del 2001.

A continuación se realiza un resumen de los aspectos más importantes para las evaluaciones, tanto del ingeniero civil como de la valoración financiera.

El Fogoncito: local utilizado para la comercialización de alimentos.

▫ Valoración financiera: para el modelo de descuento de flujos, se utiliza una tasa de descuento el rendimiento esperado por el inversionista, que se construye a partir del rendimiento meta del fondo y el rendimiento de la industria de los fondos inmobiliarios en E.E.U.U (*Real Estate Investment Funds*, REITs por sus siglas en inglés), ajustada por el riesgo país. Finalmente el rendimiento mínimo se determinó en 16,00%. Para la proyección de los flujos de efectivo se proyectaron para 10 años, una ocupación de 95% para la proyección de los ingresos del fondo, se utilizó la inflación promedio de los últimos 20 años en E.E.U.U (2,73%), para el incremento de algunos de los gastos y para estimar parte del incremento en los ingresos. El valor del inmueble genera una tasa interna de retorno de 12,5%, respecto del valor en libros registrado. El valor terminal aporta el 23,16% del valor financiero neto del inmueble.

▫ Valoración pericial: determina que las condiciones más importantes de la zona se mantienen invariables, además observa que la conservación y limpieza, tanto de la estructura como de los acabados en general son adecuadas, a excepción de algunas láminas y cielos de OVC

Condominio Oficentro Plaza Mayor:

▫ Valoración financiera: Dentro de los supuestos más importantes están la proyección de los flujos a 10 años, un 95% como supuesto conservador de ocupación promedio, un rendimiento mínimo esperado por el inversionista de 16,00% y un valor terminal de \$245,6, dicho monto representa el 29,29% del valor financiero neto del inmueble. Asimismo, se consideran los gastos por comisiones de administración, seguros, mantenimiento, impuestos, por avalúos, etc.

▫ Valoración pericial: el ingeniero por su parte apunta que las condiciones más importantes de la zona se mantienen invariables. Anota que el inmueble se encuentra en proceso de remodelación, por lo tanto en la valoración se aplica únicamente la depreciación por edad y que se debe verificar el valor real una vez finalizada la remodelación.

Centro Comercial Terramall: el inmueble adquirido por el fondo consta de 9 fincas filiales, dedicadas a locales comerciales.

▫ Valoración financiera: Dentro de los supuestos más relevantes para la aplicación del modelo se tienen, un plazo de proyección de 10 años, ingresos por alquiler de \$9.387,00 mensuales, pero a partir del primero año se aplica un factor del 95% del total de ingresos, como supuesto conservados de ocupación promedio para los años siguientes. Además, se asume que el inmueble requiere de una inversión en mejoras estructurales a partir del año 10, que le permitirá continuar generando alquileres durante el resto de su vida útil, que rondan los \$24.991,00 y el rendimiento mínimo esperado por los inversionistas es de 16,00%. De esta manera, el valor terminal del inmueble es de \$1.921.110,00.

▫ Valoración pericial: La valoración pericial realizada el día 12 de febrero del 2010, determinó que se le ha dado un mantenimiento adecuado a las fincas filiales. Sin embargo, destaca que la valoración no conlleva la realización de pruebas físicas de la estructura ni de las instalaciones electromecánicas de los edificios.

Mall Paseo de las Flores: el inmueble adquirido por el fondo consta de 22 fincas filiales, dedicadas a locales comerciales.

▫ Valoración financiera: Dentro de los supuestos más relevantes se utiliza un plazo de proyección de 10 años a partir del mes de febrero del 2010, ingresos por alquiler de \$62.986,00 mensuales, pero a partir del primero año se aplica un factor del 95% del total de ingresos como supuesto conservados de ocupación promedio para los años siguientes. Además, se asume que el inmueble requiere de una inversión en mejoras estructurales a partir del año 10, que le permitirá continuar generando alquileres durante el resto de su vida útil, que rondan los \$69.949,00. El rendimiento mínimo esperado por los inversionistas es de 16,00% y el valor terminal del inmueble es de \$5.606.350,00.

▫ Valoración pericial: La valoración realizada el día 23 de febrero del 2010, determinó que se le ha dado un mantenimiento adecuado a las fincas filiales. Sin embargo, destaca que la valoración no conlleva la realización de pruebas físicas de la estructura ni de las instalaciones electromecánicas de los edificios. Además, varios inquilinos determinaron que los inmuebles requieren reparación y que éstos presentan problemas de malos olores.

Centro Comercial Mall Internacional Alajuela: Corresponde a una filial, en el primer nivel del centro Comercial, cuyo inquilino se dedica a la comercialización de alimentos.

▫ Valoración financiera: Como parte de los supuestos, para la valoración financiera, se consideró un plazo de proyección para los flujos de 10 años, 95% como

supuesto conservador de ocupación promedio, un rendimiento mínimo esperado por el inversionista de 16,00% y un valor terminal de \$201.229, monto que aporta 28,33% del valor financiero neto del inmueble. Además, supone mejoras estructurales a partir del año 10, que le permitirá continuar generando alquileres durante el resto de su vida útil, correspondiente a un 2% (\$2.239), del valor indexado de las edificaciones.

▫ Valoración pericial: Realizada el 25 de febrero del 2010, determina que las condiciones prevaletientes de la zona se mantienen invariables. Señala que las características constructivas del edificio y obras complementarias, así como la distribución se mantienen, y que la conservación y limpieza, tanto de la estructura como de los acabados, es en general adecuada.

Centro Comercial Plaza Real Cariari: El inmueble corresponde a un local comercial, dedicado a la actividad de comidas.

▫ Valoración financiera: utiliza un periodo de proyección de los flujos netos de 10 años, inversiones de capital a partir del año décimo por \$3.557, un rendimiento mínimo esperado por el inversionista de 16,00%, un valor terminal de \$220,08 y una ocupación promedio de 95%.

▫ Valoración pericial: Realizada el 25 de febrero del 2010, señala que las condiciones prevaletientes de la zona se mantienen, así como las características constructivas del edificio, obras complementarias y distribución. Observa que la conservación y limpieza, de la estructura y acabados, en general son adecuadas.

Edificio del Banco Nacional de Costa Rica: inmueble dedicado a la actividad financiera, el cual posee dos niveles.

▫ Valoración financiera: la valoración utiliza un periodo de proyección de los flujos netos de 10 años, inversiones de capital a partir del año décimo por \$14.912, un rendimiento mínimo esperado por el inversionista de 16,00%, un valor terminal de \$1.773,29 y una ocupación promedio de 95%.

▫ Valoración pericial: el ingeniero apunta que las condiciones prevaletientes de la zona se mantienen, así como las características constructivas del edificio, obras complementarias y su distribución. La conservación y limpieza, tanto de la estructura como del acabado, en general son adecuadas (exceptuando problemas de filtración de agua por las ventanas).

Cartago Oriental (BAC San José): el inmueble sujeto a la valoración actualmente está arrendado por el Banco BAC San José, cuya fecha de vencimiento es en abril del 2010.

▫ Valoración financiera: Dentro de los supuestos más relevantes para la aplicación del modelo de flujos descontados se tienen, un plazo de proyección de 10 años, ingresos por alquiler de \$6.283,00 mensuales, pero a partir del primero año se aplica un factor del 95% del total de ingresos como supuesto conservados de ocupación promedio para los años siguientes. Además, entre otros costos y gastos, se asume que el inmueble requiere de una inversión en mejoras estructurales a partir del año 10, que le permitirá continuar generando alquileres durante el resto de su vida útil, que rondan los \$7.179,00 y el rendimiento mínimo esperado por los inversionistas es de 16,00%. De esta manera, el valor terminal del inmueble es de \$515.457,00.

▫ Valoración pericial: realizada el día 25 de febrero del 2010, determinó que la conservación y limpieza, tanto de la estructura como de los elementos de acabado en general es muy buena. De esta manera, el valor del terreno es de \$330.188,00 y el valor de la construcción y obras exteriores es de \$251.487,00.

Edificio Cosiol: el inmueble consta de un edificio con 9 locales comerciales.

▫ Valoración financiera: Como parte de los supuestos más relevantes para la aplicación del modelo de flujos descontados se tienen, un plazo de proyección de 10 años a partir del mes de febrero del 2010, ingresos por alquiler de \$27.303,00 mensuales, pero a partir del primero año se aplica un factor del 95% del total de ingresos como supuesto conservados de ocupación promedio para los años siguientes. Además, se asume que el inmueble requiere de una inversión en mejoras estructurales a partir del año 10, que le permitirá continuar generando alquileres durante el resto de su vida útil, que rondan los \$30.850,00 y el rendimiento mínimo esperado por los inversionistas es de 16,00%. De esta manera, el valor terminal del inmueble es de \$2.326.875,00.

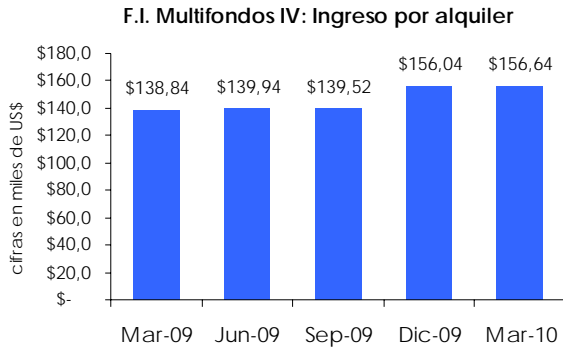
▫ Valoración pericial: se llevó a cabo el día 19 de febrero del 2010. Determinó que se le ha dado un mantenimiento entre regular y adecuado al inmueble. Entre los principales problemas del inmueble están: filtraciones de agua en pila, lavatorios y ventanas, y cielos de fibra mineral en mal estado.

Inmueble	Valoración anterior	Valoración pericial	Valoración financiera	Diferencia VF-Vp	Variación respecto de valoración previa	Variación %
C.C. El Fogoncito (2 f.f.)	\$273.639	\$698.428	\$216.213	-\$482.215	-\$57.426	-21,0%
C.C. Plaza Mayor (1 f.f.)	\$119.632	\$173.167	\$190.083	\$16.916	\$53.535	44,7%
C.C. Terramall (9 f.f.)	\$1.225.203	\$2.119.252	\$1.541.435	-\$577.817	\$316.232	25,8%
Plaza Real Cariari	\$175.955	\$180.684	\$182.054	\$1.370	\$4.729	2,7%
Edif. BNCR	\$992.779	\$992.312	\$1.607.822	\$615.510	-\$467	0,0%
Edif. Cartago Oriental	\$430.956	\$581.675	\$417.455	-\$164.220	-\$13.501	-3,1%
Edif. Cosiol	\$1.498.407	\$1.921.005	\$1.892.262	-\$28.743	\$393.855	26,3%
Mall Int'l Alajuela	\$73.139	\$72.825	\$161.040	\$88.215	-\$314	-0,4%
Paseo de las Flores (22 f.f.)	\$3.644.754	\$6.635.684	\$4.494.304	-\$2.141.380	\$849.550	23,3%

Fuente: Información proporcionada por la administración.

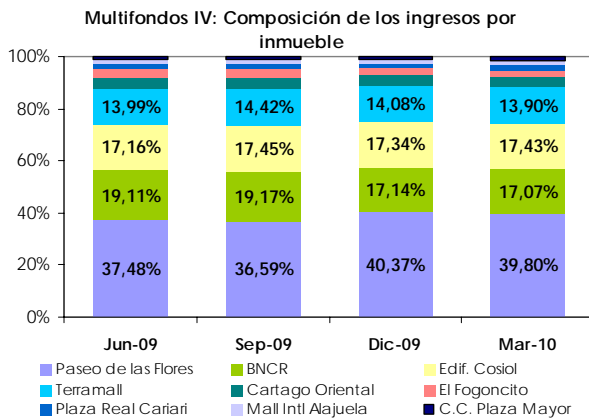
2.5.3 Generación de Ingresos

Para el mes de marzo del 2010, el fondo registró rentas por \$156.643,04, monto similar al contabilizado tres meses atrás. Luego de lograr la ocupación total de las áreas, en diciembre del 2009, los ingresos aumentaron en el periodo y se mantienen estables para marzo 2010.



Fuente: Información proporcionada por la administración.

Dichos ingresos se concentran en los locales del Mall Paseo de las Flores, correspondientes al conjunto de 22 fincas filiales pertenecientes al fondo; éstas representan cerca del 40% de los ingresos por arrendamiento. En seguida la distribución de los ingresos por inmuebles.



Fuente: Información proporcionada por la administración.

Paralelamente, la concentración por inquilino es también moderada, donde el más representativo aporta alrededor del 17,00% de las rentas. Los restantes inquilinos aportan individualmente menos del 6,00%, mayor diversificación de las rentas que contribuye a mitigar el riesgo de no percibir ingresos ante la salida de un inquilino representativo.

En otro particular, dada la actividad económica a la que se dedican los inquilinos, cerca de las tres cuartas partes de las rentas mensuales corresponde a inquilinos que se dedican a actividades comerciales.

Por otra parte, es destacable que el fondo prácticamente no presenta atrasos de alquiler, solamente para enero del 2010 se observa un monto pendiente por \$340, menos del 1% de los ingresos mensuales.

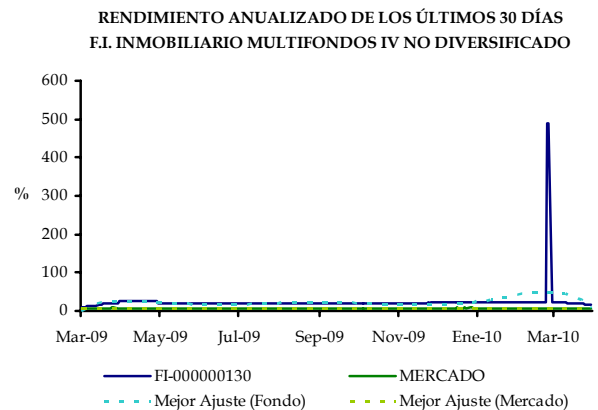
2.5.4 Ocupación

Para marzo 2010, el fondo cuenta con 37 inquilinos, agrupados según razón social. Éstos ocupan el total del área arrendable, de tal forma, desde diciembre 2009 la ocupación es del 100%.

2.5.5 Riesgo- Rendimiento

Desde marzo del 2010, un mes posterior al inicio de sus operaciones, el fondo ha mostrado rendimientos superiores a los del mercado, en parte debido a que se trata de un fondo nuevo, por lo que se mantuvo en un proceso de adquisición de propiedades e incorporación de inquilinos.

Adicionalmente, en el primer trimestre del 2010, se llevó a cabo la valoración anual de todos los inmuebles del fondo, lo que derivó en un aumento significativo del rendimiento.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

Consecuentemente, la volatilidad del rendimiento alcanzó un 82,06%, afectando el coeficiente de variación que se colocó en 2,30 unidades. Esta situación señala que en el periodo, el inversionista del fondo tuvo una posición de riesgo-rendimiento desfavorable respecto del promedio del mercado, además de que la volatilidad no se vio compensada con el aumento del rendimiento. Pese a lo anterior, es preciso tener presente que este tipo de movimientos por valoración pueden no realizarse. Con la venta del fondo a la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión del Popular, será necesario dar seguimiento al valor registrado en libros de los inmuebles del fondo, así como a la evolución del activo neto.

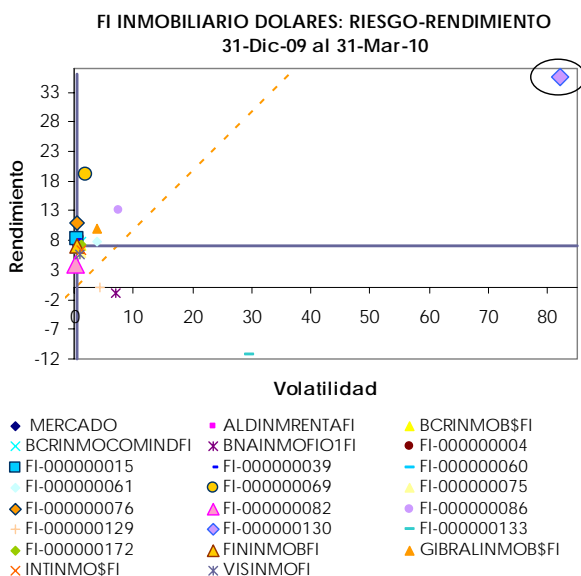
Es destacable que el fondo ha mostrado alta sensibilidad al rendimiento del mercado, lo que se refleja en el coeficiente beta. Lo anterior implica que paralelamente a los movimientos en el mercado, el rendimiento del fondo ha mostrado sobre reacciones y un comportamiento opuesto, durante el último trimestre.

Al igual que en el caso del rendimiento anualizado de los últimos 30 días, el rendimiento líquido registrado en el fondo (28,02%, promedio trimestral), es el mayor del mercado de fondos inmobiliarios en dólares.

F.I. INMOBILIARIO MULTIFONDOS IV ND				
Indicador	31-Dic-08 al 31-Mar-09	01-Oct-09 al 31-Dic-09	31-Dic-09 al 31-Mar-10	Mercado 31-Dic-09 al 31-Mar-10
PROMEDIO	9,98	21,16	35,63	7,01
DESVSTD	8,61	0,90	82,06	0,39
COEFVAR	0,86	0,04	2,30	0,06
MAXIMO	26,61	22,46	489,11	7,79
MINIMO	-2,15	19,95	15,07	6,32
BETA	7,74	1,06	-42,43	n.a.

Fuente: Elaborado por SCRiesgo. Información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

Al comparar las estadísticas de los fondos inmobiliarios con el promedio del mercado, en lo que respecta a rendimiento y volatilidad, la situación descrita en párrafos anteriores hace que el fondo se aleje del promedio de mercado en el tercer cuadrante. Pese a que tres meses atrás esta fue su posición, para el trimestre bajo análisis la situación del fondo en este particular desmejora, dado que se ubica por debajo de la línea 1/1, de tal forma que el inversionista asume 82,06 unidades de riesgo por unidad de rendimiento, tal como lo indica el coeficiente de variación.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

2.6 Fondo Inversión Inmobiliario Multifondos Us Government No Diversificado

Calificación de Riesgo: scr AA f

Riesgo de Mercado: 4

El Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos *US Government* está dirigido a inversionistas que desean participar de una cartera inmobiliaria, lo cual implica que debe estar dispuesto a asumir riesgos por su participación indirecta en el mercado inmobiliario. El horizonte de inversión es de largo plazo.

F.I. Inmobiliario Multifondos US Government Características	
Fecha de autorización	29/03/2007
Objetivo	Ingreso
Monto máximo	\$100.000.000,00
Series	No seriado
Participaciones	20.000
Denominación	US\$5.000,00
Reembolso	Cerrado
Mercado	Estados Unidos
Cartera	Inmobiliaria
Moneda	Dólares
Distribución Rendimientos	Trimestral
Comisión Máxima	2,5%
Redención	Mercado Secundario

2.6.1 Situación Financiera

Para marzo del 2010, el fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos *US Government* administra \$7,83 millones en activos. Si bien este monto no ha mostrado cambios importantes en el último trimestre, respecto de un año atrás los activos se contraen alrededor de 12,00%, principalmente como producto de los resultados negativos de las valoraciones realizadas a las dos propiedades del fondo.

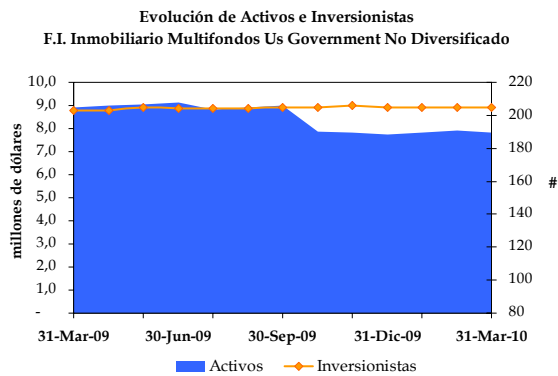
Del monto total autorizado para emitir participaciones (\$100,00 millones), el fondo solamente ha colocado \$8,56 millones, los cuales se reducen \$1,18 millones debido a las pérdidas no realizadas por valuación de las inversiones.

Por otra parte, del activo total 94,09% se invierte en inmuebles, lo que denota gestión en la asignación de los recursos. A ello se suma un endeudamiento que ronda el 5,00%, posición holgada respecto del máximo autorizado por el Regulador (60%).

Por volumen de activos, el fondo se ubica en la posición 16, de los 22 fondos inmobiliarios en dólares que a marzo 2010 registran activos en el mercado, con una participación menor a 1,00%. No obstante, por número de inversionistas que participan en el

fondo, se ubica como 11^{vo} en el mercado, con un aporte dentro del total de 3,20%.

En este sentido, cabe rescatar que el fondo cuenta con 205 inversionistas, los cuales se han mostrado estables a lo largo del último año.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

Por otra parte, el fondo muestra baja concentración en su cartera pasiva, donde el mayor inversionista no aporta más del 5,00% de las participaciones.

Si bien el fondo no está obligado a redimir participaciones, por lo que no sufre presiones sobre la liquidez, una alta concentración podría traducirse en efectos negativos sobre el precio de los instrumentos, si un inversor representativo acudiera al mercado secundario en busca de liquidez y no encontrase la demanda necesaria para cubrir su oferta y mantener el precio del instrumento, ocasionando que el valor de la participación se reduzca.

2.6.2 Activos Administrados en Cartera

El portafolio del fondo está constituido por dos inmuebles, a saber: Livonia SS LLC y Pearl DHS LLC. El primero se ubica en Michigan y el segundo en el Estado de Mississippi, ambos en Estados Unidos.

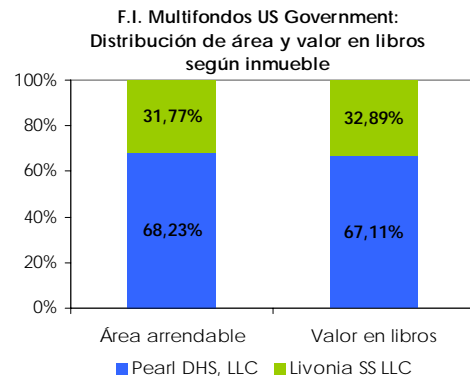
El área total de edificios y parqueos es de 2.763,00 m², según los registros de SUGEVAL. Esta se mantiene invariable desde finales del 2007 cuando se realizó la compra del Pearl DHS LLC.

Al considerar la distribución del portafolio de inmuebles según área, el Pearl DHS LLC se mantiene como el edificio de mayor peso, al representar un 72,35% del área total. En tanto, el edificio Livonia SS LLC tiene una participación de 27,65%.

Por otra parte, debido a las valoraciones realizadas en los últimos meses del 2009, el valor en libros pasó de \$8,60 millones en setiembre 2009 a \$7,37 millones en marzo 2010, según los registros que mantiene la entidad reguladora (SUGEVAL). Las valoraciones por SCRiesgo

su parte, muestran una minusvalía de los inmuebles respecto del costo que supera el 11%.

Posterior a las valoraciones mencionadas, el Livonia SS LLC disminuyó su aporte al valor en libros, al mostrar una participación de 32,89% (34,88%, setiembre de 2009). En seguida la representación gráfica de la distribución del portafolio, por área arrendable y valor en libros.



Fuente: Información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

2.6.3 Generación de Ingresos

Producto del arrendamiento de las propiedades el fondo percibe ingresos por \$79.928,00, monto que aumentó en abril del 2009 y a partir de dicha fecha se mantiene estable. Es preciso señalar que por la forma de cálculo de las cuotas de arrendamiento, ligada a un índice, el monto puede variar sin que necesariamente pase un año.

El mayor porcentaje de los ingresos se concentra en el edificio Pearl DHS, ocupado por el *US Department of Homeland Security*, cuyo aporte es de un 66,11%. La porción restante (33,89%) corresponde al ingreso generado por el alquiler del edificio Livonia SS, que tiene al Social Security Administrative offices (SSA) como inquilino. Estos arrendatarios desempeñan actividades de defensa y de administración pública, respectivamente.

Lo anterior significa una alta concentración de los ingresos. El carácter público de las entidades es el único mitigante del riesgo de finiquitos anticipados, ya que sugiere mayor estabilidad de los inquilinos, a lo que se suman los amplios plazos de arrendamiento, que van de 15 y 10 años.

2.6.4 Ocupación

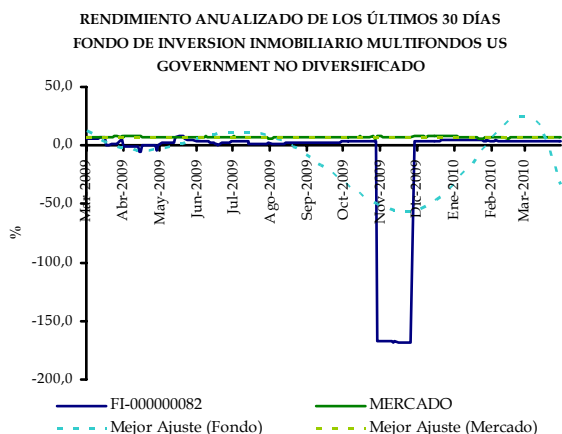
Desde sus inicios los dos inquilinos del fondo ocupan la totalidad del área arrendable (2.405,00 m²). Por otra parte, dado que los inquilinos no han variado y en vista de que no se presentan atrasos en el pago de los alquileres, la ocupación tanto por ingresos que deben

generar los inmuebles como por área arrendable es del 100%.

2.6.5 Riesgo- Rendimiento

Luego de que a finales del 2009 se registraran las pérdidas no realizadas por las valoraciones, tal como se comentó en secciones anteriores, el rendimiento ha vuelto a presentar un comportamiento más estable para el trimestre bajo análisis, incluso menor al observado en igual periodo del año anterior.

Un aspecto que permanece en el tiempo es que el rendimiento del fondo se mantiene inferior al de mercado.



Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

La tabla que más adelante se muestra, resume los principales indicadores de riesgo y rendimiento, para el fondo en varios trimestres y del promedio del mercado, para el trimestre actual.

En dicho cuadro se observa la mejora trimestral del rendimiento y volatilidad, lo que a su vez se refleja en una mejora del coeficiente de variación, el cual incluso sugiere una posición favorable del fondo, respecto del mercado.

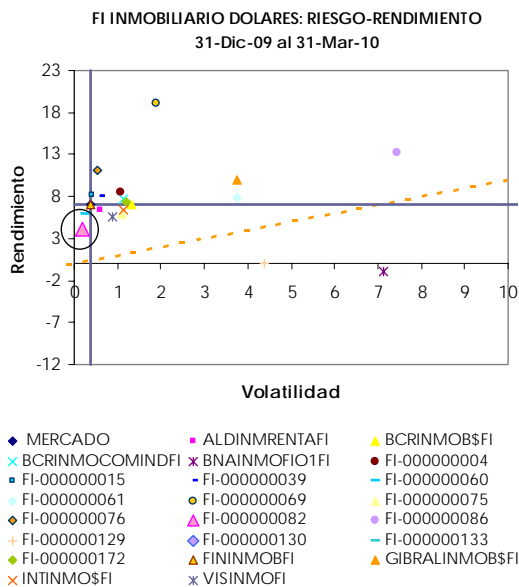
Paralelamente, el indicador de sensibilidad a movimientos en el rendimiento del mercado mejora, para el periodo en análisis, y al colocarse por debajo de la unidad señala que en el último trimestre, los rendimientos del fondo no sufrieron sobre reacciones a movimientos en el mercado.

Se debe hacer hincapié en que si bien el rendimiento anualizado de los últimos 30 días muestra un valor de 4,05%, promedio trimestral, el rendimiento líquido para el mismo periodo se ubicó en 3,45%, colocando al fondo como el segundo más pequeño del mercado.

FONDO DE INVERSION INMOBILIARIO MULTIFONDOS US GOVERNMENT NO DIVERSIFICADO				
Indicador	31-Dic-08 al 31-Mar-09	01-Oct-09 al 31-Dic-09	31-Dic-09 al 31-Mar-10	Mercado 31-Dic-09 al 31-Mar-10
PROMEDIO	4,64	-53,43	4,05	7,01
DESVSTD	1,88	81,40	0,18	0,39
COEFVAR	0,41	-1,52	0,04	0,06
MAXIMO	6,51	4,65	4,34	7,79
MINIMO	0,61	-168,22	3,56	6,32
BETA	-1,91	16,16	0,25	n.a.

Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

Para el trimestre bajo análisis, el fondo se ubica en el segundo de los cuatro cuadrantes que se forman a partir de la relación riesgo-rendimiento observada en el mercado. Dicha posición asocia desviaciones estándar con rendimientos, ambos menores al promedio del mercado. Pese a lo anterior, esto significa una mejora de la posición del fondo, ya que en el pasado se ubicaba en el cuarto cuadrante, el escenario más desfavorable de los cuatro posibles, dado que relaciona rendimientos inferiores a los del promedio, e incluso negativos en el caso del fondo, con riesgos superiores. Esta mejora se da producto de la menor volatilidad que exhibe el fondo para el periodo actual.



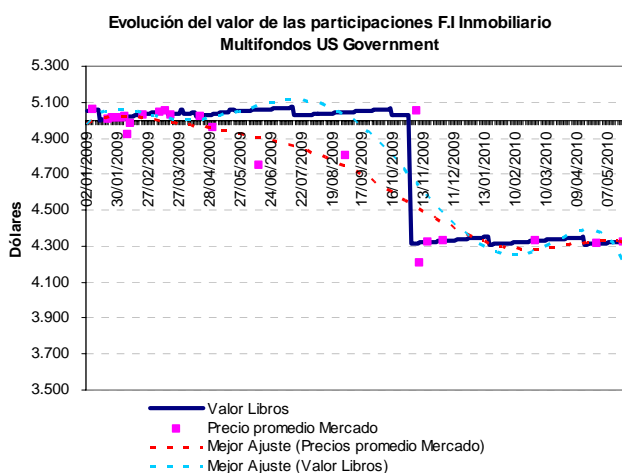
Fuente: Elaborado por SCRiesgo, con información proporcionada por la administración y datos del sitio oficial de SUGEVAL.

2.6.6 Participaciones

Como parte del análisis de los riesgos de mercado que enfrenta el fondo, se debe considerar el riesgo de liquidez que tienen los productos en los mercados secundarios.

En el caso de los fondos inmobiliarios y particularmente en el fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos *US Government* se observa una escasa negociación de participaciones en el mercado inmobiliario. Este fondo que fue autorizado en marzo del 2009, registró la negociación de 137 participaciones en el mercado primario y secundario, en tanto, del primero de enero del 2010 y el 21 de mayo del mismo año (alrededor de cinco meses), solamente se observa la negociación de 23 participaciones, las cuales se realizaron en tres fechas específicas.

Adicionalmente, el valor negociado en el mercado se ha ajustado a la baja, acercándose al valor en libros de los activos, lo cual se observa en el siguiente gráfico.



Fuente: elaboración propia. Datos consultados de la base de datos de Capitales.

Se suma la crisis económica estadounidense y la situación en la economía europea, la cual puede llegar a repercutir en el desempeño de la economía norteamericana y mundial. Estos aspectos generan incertidumbre sobre la evolución de los distintos sectores.

Las calificaciones otorgadas a los F.I Inmobiliario Multifondos III ND y F.I Inmobiliario Multifondos Us Government ND, sufrieron un proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Fondos de Inversión utilizada por SCRiesgo fue actualizada ante el ente regulador en febrero del 2009. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en enero del 2006. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía.