

INSTITUTO TECNOLÓGICO DE COSTA RICA
ESCUELA DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

“Impacto de los Ciclos Económicos en Costa Rica sobre la Rentabilidad
de los Fondos Inmobiliarios del 2008 al 2019”

Para optar por el título de
**MASTER EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS CON ÉNFASIS EN
FINANZAS**

Con el grado de académico de
MAESTRÍA

Licenciada María. Gabriela Vargas Gómez
Licenciado Juan José Morales Chavarría
Licenciado Miguel Gutiérrez Fernández

Tutor: Lic. Ernesto Hip Ureña, M.A.E.

San José Diciembre, 2019.

TABLA DE CONTENIDO

Tabla de contenido.....	ii
Indice de imágenes, Gráficos, Cuadros y Tablas	viii
Dedicatoria.....	x
Resumen	xi
Capítulo I: Introducción	xi
Capítulo II: Marco teórico.....	xii
Capítulo III: Metodología.....	xii
Capítulo IV: Análisis.....	xiii
Capítulo V: Conclusiones y recomendaciones.....	xiv
Abstract.....	xv
Chapter I: Introduction	xv
Chapter II: Theoretical Framework	xvi
Chapter III: Methodology	xvi
Chapter IV: Analysis	xvii
Chapter V: Conclusions and Recommendations	xvii
Capítulo Introducción	18
Presentación.....	18
Antecedentes.....	19
<i>Mercado Regulado.....</i>	<i>22</i>
<i>Antecedentes Prácticos del Estudio.....</i>	<i>23</i>
Presentación del Problema.....	26
Objetivos del Estudio	26

<i>Objetivo General</i>	27
<i>Objetivos Específicos</i>	27
<i>Alcances y Limitaciones</i>	27
Capítulo Marco Teórico	30
<i>Conceptos Económicos</i>	30
<i>Economía y Ciclos Económicos</i>	30
<i>Tasa de Interés</i>	32
<i>Déficit Fiscal</i>	32
<i>Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE)</i>	33
<i>Confianza del Consumidor</i>	33
<i>Producto Interno Bruto (PIB)</i>	34
<i>Tipo de Cambio</i>	34
<i>Inversión Extranjera Directa (IED)</i>	35
<i>Índice Subyacente de Inflación</i>	35
<i>Riesgo y Rendimiento</i>	35
<i>Rendimiento</i>	36
<i>Riesgo</i>	36
<i>Fondos de Inversión</i>	38
<i>Conceptos básicos de un Prospecto de Inversión</i>	38
<i>Definición</i>	39
<i>Clasificación</i>	39
<i>Ventajas de los Fondos de Inversión Inmobiliarios</i>	41
<i>Riesgos Asociados a los Fondos de Inversión Inmobiliarios</i>	42
<i>Prospecto de los Fondos</i>	43

Reseña Histórica de las Crisis Económicas Mundiales	44
<i>La Crisis de los Tulipanes o “Tulipomanía”</i>	44
<i>La Gran Depresión de 1929</i>	44
<i>La Crisis del Petróleo</i>	45
<i>Crisis de la Deuda Externa de América Latina</i>	45
<i>Crisis Financiera Asiática</i>	46
<i>Crisis de las Hipotecas Sub-Prime</i>	46
Tipos y Metodología de la Investigación	47
<i>Según Finalidad</i>	47
<i>Según el Alcance Temporal</i>	47
<i>Según Profundidad u Objetivo</i>	47
<i>Según el Carácter de la Media</i>	48
<i>Según el Marco en que Tiene Lugar</i>	48
<i>Según la Concepción del Fenómeno</i>	48
<i>Según la Dimensión Temporal</i>	49
<i>Según la Orientación que Asume</i>	49
Técnicas de Recolección de Información	50
<i>Las Encuestas</i>	50
<i>Observación</i>	51
Selección del Tamaño de Muestra	51
<i>Tipos de Muestra</i>	52
Coeficiente de Correlación Lineal	53
<i>Definición de Correlación Lineal</i>	53
<i>Fórmula del Coeficiente de Correlación</i>	53

<i>Interpretación del coeficiente de correlación.....</i>	<i>54</i>
<i>Tipos de Variables</i>	<i>55</i>
Capítulo Metodología.....	56
Diseño de la investigación	56
<i>Descripción del procedimiento para seleccionar a los y a las participantes...</i>	<i>57</i>
<i>Descripción de los instrumentos para recolectar la información</i>	<i>57</i>
<i>Descripción de los procedimientos y técnicas para analizar y sistematizar la información.....</i>	<i>58</i>
<i>Descripción de los procedimientos para generar la propuesta.....</i>	<i>59</i>
Fondos de Inversión Inmobiliario Seleccionados.....	60
<i>BCR Fondo de Inversión Inmobiliario del Comercio y la Industria (FCI) No Diversificado.....</i>	<i>60</i>
<i>BCR Fondo de Inversión Inmobiliario No Diversificado.....</i>	<i>61</i>
<i>Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar (Improsa)</i>	<i>61</i>
<i>Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos (Mercado de Valores).....</i>	<i>62</i>
<i>Fondo de Inversión Inmobiliario Vista (ACOBO)</i>	<i>62</i>
Capítulo Análisis sobre el Impacto de los Ciclos Económicos en Costa Rica sobre la Rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios del 2008 al 2019.....	64
Desempeño de las Variables Macroeconómicas en Costa Rica del 2008 al 2019.	64
Viabilidad de un Modelo de Correlación entre las Variables Macroeconómicas y la Rentabilidad de los Fondos de Inversión Inmobiliaria.....	72
<i>Caso Australia.....</i>	<i>72</i>
<i>Caso Estados Unidos.....</i>	<i>73</i>
<i>Principales Hallazgos de la Encuesta a Ejecutivos de la Industria.....</i>	<i>76</i>

<i>Validación de los Modelos Internacionales para su aplicación en Costa Rica</i>	79
Estrategias en Fondos Inmobiliarios en Costa Rica	84
<i>BCR Fondo de Inversión Inmobiliario del Comercio y la Industria (FCI) No Diversificado</i>	85
<i>BCR Fondo de Inversión Inmobiliario No Diversificado</i>	88
<i>Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar</i>	90
<i>Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos</i>	94
<i>Fondo de Inversión Inmobiliario Vista</i>	97
Comparación de las Estrategias Gerenciales para la Administración de Fondos de Inversión Inmobiliarios.	99
<i>BCR Fondo de Inversión Inmobiliario del Comercio y la Industria (FCI)</i>	102
<i>BCR Fondo de Inversión Inmobiliario No Diversificado</i>	103
<i>Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar</i>	104
<i>Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos</i>	105
<i>Fondo de Inversión Inmobiliario Vista</i>	106
<i>Impacto de la reforma fiscal</i>	107
<i>Fondos Inmobiliarios en Costa Rica y la Inversión Extranjera Directa</i>	108
Capítulo Conclusiones y Recomendaciones	111
Conclusiones	111
Recomendaciones	113
Bibliografía	117
Anexos	123
Anexo 1: Encuestas.....	123
<i>ACOBO</i>	124
<i>BCT Valores</i>	127

<i>BN Fondos</i>	<i>131</i>
<i>Cámara de Fondos</i>	<i>134</i>
<i>IMPROSA SAFI.....</i>	<i>138</i>
<i>Popular SAFI.....</i>	<i>143</i>

INDICE DE IMÁGENES, GRÁFICOS, CUADROS Y TABLAS

TABLA 1: Distribución Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión en Costa Rica en relación con el total de activos administrados.	20
IMAGEN 1: Cronología Legal de los Fondos de Inversión Inmobiliarios	23
IMAGEN 2: Volumen transado por principales Fondos de Inversión Inmobiliario	25
IMAGEN 3: Ciclo Económico	31
IMAGEN 4. Clasificación Fondos de Inversión	40
IMAGEN 5: Tipos de Muestra	52
IMAGEN 6. Diagrama de Correlación entre dos variables.....	54
GRÁFICO 1: Porcentaje de ocupación de Fondos Inmobiliarios tras la crisis financiera del 2008	66
GRÁFICO 2: Crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB).....	67
GRÁFICO 3: Producto Interno Bruto (Variación Porcentual Trimestral)	68
GRÁFICO 4: Comportamiento nivel de precios	70
TABLA 2: Composición de los principales F. I. Inmobiliarios durante el 2008: ..	77
TABLA 3: Variables macroeconómicas más relevantes según Encuesta.....	77
TABLA 4: Resultados de correlación	78
GRÁFICO 5: Rendimiento mensual histórico para la Industria de Fondos de Inversión Inmobiliarios	80
GRÁFICO 6: Comportamiento mensual del Rendimiento de los F.I.I vs IMAE sin ajustar	81

GRÁFICO 7: Comportamiento mensual del Rendimiento de los F.I.I vs IMAE ajustado	81
GRÁFICO 8: Comportamiento mensual del Rendimiento de los F.I.I vs TBP....	82
GRÁFICO 9: Comportamiento mensual del Rendimiento de los F.I.I vs IPC	83
TABLA 5: Resultados de variables financieras	83
TABLA 6: Composición de los principales F. I. Inmobiliarios durante el 2018: ..	84
TABLA 7: Tipo de Fondo	86
TABLA 8: Tipo de Fondo	88
TABLA 9: Tipo de Fondo	91
GRÁFICO 10: Precio Participaciones Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar de IMPROSA SAFI	94
TABLA 10: Tipo de Fondo	95
TABLA 11: Tipo de Fondo	97
GRÁFICO 11. Porcentaje de ocupación histórico.....	100
GRÁFICO 1: Comportamiento histórico de rendimientos totales vs Promedio de cobro de comisión sobre activo neto	101
GRÁFICO 12: Composición del Fondo por Sector, BCR Comercio e Industria	103
GRÁFICO 13: Composición del Fondo por Sector, BCR No Diversificado	104
GRÁFICO 14: Composición del Fondo por Sector Gibraltar	105
GRÁFICO 15: Composición del Fondo por Sector, Multifondos	106
GRÁFICO 16: Composición del Fondo por Sector, Vista	107
GRÁFICO 17: Total Inversión Directa en la economía declarante.....	108
GRÁFICO 18: Comportamiento de la IED (millones de US\$)	109
GRÁFICO 19: Comportamiento histórico de precio participaciones FINPO	114

DEDICATORIA

Lo dedicamos principalmente a Dios, por ser el inspirador y darnos fuerza para continuar en este proceso de obtener una de nuestras metas personales y profesionales.

A nuestras familias, por su apoyo, paciencia y sacrificio en estos años, gracias a ustedes hemos logrado llegar hasta aquí y convertirnos en lo que somos.

A todas las personas que nos han apoyado y han hecho que el trabajo se realice con éxito en especial a aquellos que nos abrieron las puertas y compartieron sus conocimientos.

Agradecemos a nuestro grupo de maestría, que nos enriqueció el conocimiento durante todo el tiempo de estudio, profesores del Instituto Tecnológico de Costa Rica y nuestro tutor Ernesto Hip por su guía y apoyo en este proceso.

RESUMEN

El presente estudio analiza desde una óptica estadística, financiera y económica el impacto de los ciclos económicos sobre la rentabilidad de los Fondos de Inversión Inmobiliarios (F.I.I) en Costa Rica.

Es de esperar que en aquellos momentos en los que la economía atraviesa por una desaceleración o recesión, su efecto negativo sea percibido por el resto del sistema económico y financiero, caso contrario en momentos de expansión o mayor dinamismo del ciclo económico. En general, los Fondos Inmobiliarios en nuestro país han mostrado en los últimos años una baja en su dinamismo y volumen, de ahí que surge la inquietud de poder relacionar las diferentes variables macroeconómicas con el resultado de rendimiento de este instrumento de inversión mediante una correlación estadística.

A la fecha, se han desarrollado estudios similares que permiten identificar la existencia de una relación estadística significativa entre variables económicas y los resultados en el rendimiento del Fondos Inmobiliarios, estos últimos conocidos como REITs. En el caso de Estados Unidos, con datos entre 1990 y 2000, los impactos positivos en los rendimientos resultaron estar asociados con niveles más altos de crecimiento de activos, así como con niveles relativamente más altos niveles de deuda garantizada y acciones preferentes mientras que el caso de Australia, el estudio incluye los REIT que cotizan en la Bolsa de Valores de Australia entre 1995 y 2015 y dentro de todas las variables financieras significativas considera precios de cierre ajustados, número de acciones en circulación, coeficientes de deuda a capital, capitalización de mercado e índices de precios de mercado.

De este modo, el estudio se desarrolla a lo largo de seis capítulos:

Capítulo I: Introducción

Este primer apartado incluye tanto el objetivo general como los objetivos específicos que pretende cubrir el estudio. Asimismo, se identifican los hechos que originaron

el problema y justifican la necesidad de realizar la presente investigación, además de los retos y limitaciones que se enfrentaron en el desarrollo del mismo.

Para ello, esta sección se refuerza en una introducción sobre la industria de Fondos Inmobiliarios en Costa Rica, haciendo referencia particularmente a sus antecedentes.

Capítulo II: Marco teórico

La presente investigación parte de una revisión del entorno internacional y local, considerando para ello la definición y estudio del desempeño de las variables macroeconómicas entre el año 2008 y 2019, de manera que permita cubrir el período posterior a la crisis de inversión inmobiliaria originada en Estados Unidos hace poco más de una década hasta los datos más recientes.

Asimismo, el estudio considera como parte sus referencias, dos investigaciones extranjeras que responden al mismo propósito, sin embargo, éstas son aplicadas en mercados desarrollados. El primero de ellos se desarrolló en Estados Unidos y se denomina “Firm Level Factors that Affect Returns to Real Estate Investment Trusts” (William B. Strange III, Duo Tang, 2000) mientras que el segundo estudio, se aplicó en Australia y lleva por nombre “The macroeconomic forces that drive REIT returns in Australia”. (Wong, 2017)

El desarrollo de los puntos anteriores se presenta de la mano con una serie de entrevistas aplicadas a participantes activos de la industria de F.I.I en Costa Rica, cuyas técnicas de selección se describen en este capítulo.

Capítulo III: Metodología

Considerando datos a setiembre de 2019, en nuestro país existen inscritos catorce Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) dentro de las cuales existen ocho con Fondos de Inversión Inmobiliario. Para el desarrollo del presente estudio se han seleccionado los cuatro F.I.I que cumpliesen con los siguientes filtros definidos:

- ✓ Primer filtro: Información disponible desde el 2008
- ✓ Segundo Filtro: No ser un Fondo Inmobiliario de Desarrollo
- ✓ Tercer Filtro: Tamaño de la cartera de activos, de manera que nos permita un mejor análisis.
- ✓ Cuarto Filtro: Concentración por sector (diversificado)

Como complemento a la información anterior y a los datos de la investigación recopilados de las fuentes oficiales, se incorpora en la investigación una encuesta de diez preguntas la cual refleja la opinión de 7 participantes activos del mercado de Fondos Inmobiliarios en Costa Rica. La encuesta fue enviada por correo electrónico durante los meses de octubre y noviembre y en su contenido presenta preguntas asociadas a temas históricos, perspectivas y recomendaciones propias en la industria inmobiliaria costarricense.

Capítulo IV: Análisis

Dada la muestra seleccionada de Fondos Inmobiliarios, el estudio parte de una descripción individual a fin de conocer las principales características por fondo, sus prospectos y estrategias de gestión.

Aunado a lo anterior, el capítulo busca identificar al impacto de los ciclos económicos sobre la rentabilidad de los Fondos de Inversión Inmobiliarios en Costa Rica considerando para ello la correlación obtenida entre las variables macroeconómicas seleccionadas y la rentabilidad de los fondos de inversión inmobiliario.

Tal como se mencionó en los estudios utilizados de referencia, esta sección compara los resultados de rendimiento a través del tiempo con las variables macroeconómicas que resultan relevantes en la investigación para el mercado costarricense.

Considerando tanto las encuestas se incorporan a la exposición los resultados mediante un mapa de calor, además con el análisis de concentración por sector a través de los años, se desarrolla en este capítulo una recopilación y revisión de los

principales resultados, con miras a lograr alcanzar una conclusión que responda al propósito de la investigación.

Capítulo V: Conclusiones y recomendaciones

El último capítulo menciona las principales conclusiones obtenidas de la investigación, de manera que permita cumplir y responder satisfactoriamente los objetivos planteados.

ABSTRACT

This study analyzes the impact of economic cycles on the profitability of Real Estate Investment Funds (F.I.I) in Costa Rica from a statistical, financial and economic perspective.

It is expected that in those moments in which the economy is going through a slowdown or recession, its negative sea effect perceived by the rest of the economic and financial system, otherwise in times of expansion or greater dynamism of the economic cycle. In general, the Real Estate Funds in our country have shown in recent years a decrease in their dynamism and volume, hence the question arises to be able to relate the different macroeconomic variables with the result of performance of this investment instrument through a statistical correlation.

To date, similar studies have been developed to identify the existence of a significant statistical relationship between economic variables and the results in the performance of the Real Estate Funds, the latter known as REIT.

In the case of the United States, with data between 1990 and 2000, the positive impacts on yields were found to be associated with higher levels of asset growth, as well as with relatively higher levels of guaranteed debt and preferential actions while the case In Australia, the study includes the REITs listed on the Australian Stock Exchange between 1995 and 2015 and within all financial variables significantly considered adjusted closing prices, number of outstanding shares, debt to capital ratios, market capitalization and market price indices. In this way, the study takes place over six chapters:

Chapter I: Introduction

This first section includes both the general objective and the specific objectives that the study aims to cover. It also identifies the facts that gave rise to the problem and justifies the need to carry out this research, in addition to the challenges and limitations that were faced in the development of the problem.

To this end, this section is reinforced in an introduction on the Real Estate Funds industry in Costa Rica, with particular reference to its background.

Chapter II: Theoretical Framework

This research is based on a review of the international and local environment, taking into view the definition and study of the performance of macroeconomic variables between 2008 and 2019, in order to cover the post-crisis period of real estate investment originated in the United States just over a decade ago until the latest data.

The study also considers as part of its references, two foreign investigations that respond to the same purpose, however, these are applied in developed markets. The first was developed in the United States and is called "Firm Level Factors that Affect Returns to Real Estate Investment Trusts" (William B. Strange III, Duo Tang, 2000) while the second studio, was applied in Australia and is named "The macroeconomic forces that drive REIT returns in Australia." (Wong, 2017)

The development of the above points is presented hand in hand with a series of interviews applied to active participants of the F.I.I. industry in Costa Rica, whose selection techniques are described in this chapter.

Chapter III: Methodology

Considering data as of September 2019, in our country there are registered fourteen Investment Fund Management Companies (SAFI) within which there are eight with Real Estate Investment Funds. For the development of this study, the four F.I.I have been selected that comply with the following defined filters:

- ✓ First filter: Information available since 2008
- ✓ Second Filter: Not a Development Real Estate Fund
- ✓ Third Filter: Asset portfolio size, so that it allows us better analysis.
- ✓ Fourth Filter: Concentration by sector (diversified)

In addition to the above information and research data collected from official sources, a ten-question survey is incorporated into the investigation, reflecting the opinion of 7 active participants in the Real Estate Fund market in Costa Rica. The survey was emailed during October and November and in its content presents questions associated with historical issues, perspectives and recommendations in the Costa Rican real estate industry.

Chapter IV: Analysis

Given the selected sample of Real Estate Funds, the study is based on an individual description in order to know the main characteristics by fund, its prospects and management strategies.

In addition, the chapter seeks to identify the impact of economic cycles on the profitability of the Real Estate Investment Funds in Costa Rica considering the correlation obtained between the selected macroeconomic variables and the return on real estate investment funds.

As mentioned in the baseline studies, this section compares performance performance results over time with macroeconomic variables that are relevant in research for the Costa Rican market.

Considering both the surveys incorporate the results into the presentation by means of a heat map, in addition with the analysis of concentration by sector over the years, a compilation and review of the main results is developed in this chapter, with to reach a conclusion that meets the purpose of the investigation.

Chapter V: Conclusions and Recommendations

The last chapter mentions the main conclusions drawn from the investigation, so as to achieve and satisfactorily respond to the objectives set out.

CAPÍTULO INTRODUCCIÓN

El presente trabajo se iniciará describiendo qué son los Fondos de Inversión Inmobiliarios en Costa Rica, destacando sus principales elementos diferenciadores y característicos. Posteriormente se comparan los momentos donde se registran bajas importantes en su rentabilidad contra las principales variables macroeconómicas del país desde el año 2008 (posterior a la crisis económica) con respecto al desempeño actual. Para este punto, el estudio del entorno será clave para comprender e identificar los aspectos que han influido a través del tiempo en los resultados financieros de estos fondos y cómo ha sido la estrategia de sus Administradores ante los retos del mercado local e internacional.

Tras conocer los aspectos micro y macroeconómicos, será vital analizar los riesgos futuros y su impacto sobre la rentabilidad esperada.

Presentación

Dentro del análisis de variables macroeconómicas se estudiarán la Tasa de Interés (utilizando como referencia la Tasa Básica Pasiva), Déficit Fiscal, Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE), Confianza del Consumidor, Producto Interno Bruto (PIB), tipo de cambio desde el 2008 al 2019 además de los datos de la Inversión Extranjera Directa (IED) para analizar y determinar su impacto sobre la demanda nacional de renta de inmuebles por parte de empresas locales y transnacionales, éstas identificadas como principales clientes para muchos Fondos Inmobiliarios.

En Costa Rica la industria de los Fondos de Inversión está reglamentada bajo la ley número 7732 llamada Ley Reguladora del Mercado de Valores y bajo el Reglamento General sobre Sociedades Administradoras Fondos de Inversión emitido por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF).

Actualmente existen nueve Fondos de Inversión Inmobiliarios en Costa Rica y para efectos de este análisis, se tomarán aquellos fondos que cumplan con los siguientes criterios de selección:

- Primer filtro: Información disponible desde el 2008
- Segundo Filtro: No ser un Fondo Inmobiliario de Desarrollo
- Tercer Filtro: Tamaño de la cartera de activos, de manera que nos permita un mejor análisis.
- Cuarto Filtro: Concentración por sector (diversificado)

Una vez dada la muestra para este estudio, como parte del análisis de rentabilidad, se estudiarán las estrategias utilizadas por los Fondos de Inversión Inmobiliarios a partir de la relación entre la rentabilidad del Fondo y las comisiones cobradas por las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) a estos.

Vale recalcar que, para tener un mayor conocimiento sobre la estrategia seguida por los fondos mencionados, se incluirá como parte de la investigación un trabajo de campo (encuesta) con la participación de diferentes Gerentes de la industria.

Antecedentes

Los fondos de inversión inmobiliarios son patrimonios independientes que administran Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión por cuenta y riesgo de los participantes, cuyo objetivo primordial es la inversión en bienes inmuebles para su explotación en arrendamiento y complementariamente para su venta.

En Costa Rica para setiembre del año 2019 existen inscritos catorce Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI) dentro de las cuales existen ocho con Fondos de Inversión Inmobiliario en conjunto llegaron a administrar \$2.458 millones. De estos Fondos los dos con mayor participación del mercado son Scotia y Banco Nacional, como se puede visualizar en el siguiente cuadro:

TABLA 1: Distribución Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión en Costa Rica en relación con el total de activos administrados.

SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN	TOTAL
SCOTIA SOCIEDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN, S.A.	15.50%
BN SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.	12.59%
BCR SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.	10.65%
MULTIFONDOS DE COSTA RICA S.A SOCIEDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN	8.72%
BAC SAN JOSE SOCIEDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.	7.75%
INS-INVERSIONES SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.	7.75%
POPULAR SOCIEDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.	6.78%
ALDESA SOCIEDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.	5.09%
BCT SOCIEDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.	4.84%
IMPROSA SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.	4.84%
MUTUAL SOCIEDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.	4.84%
VISTA SOCIEDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.	4.84%
PRIVAL SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN S.A.	3.87%
SAMA SOCIEDAD DE FONDOS DE INVERSIÓN G S, S.A.	1.94%

Fuente: Elaboración propia con datos de (SUGEVAL, 2019)

Los Fondos de Inversión Inmobiliarios aumentaron su tamaño durante el 2018 y a finales de setiembre 2019 logran acaparar casi la mitad de los activos (44%) que registra la industria de fondos de inversión de Costa Rica. El dinamismo de esta figura está explicado por la continua adquisición de inmuebles, lo que demuestra que las administradoras de estos fondos mantienen apetito por crecer.

Además, se ha visto favorecida por la diversificación en el tipo de infraestructura en la que invierten. Los fondos de inversión de Costa Rica administraban activos netos cercanos a los €3.2 billones, al cierre de setiembre 2019, sin embargo, propiamente los fondos inmobiliarios, desde el 2016 empezaron a ganar terreno en este mercado, pero fue el año pasado cuando dieron un salto que los llevó hasta su posición actual.

Mientras que en noviembre del 2013 representaban el 28.7% de la industria, en setiembre del 2019, ya tenían el 44%, aumentaban a un ritmo del 19% interanual, muy por encima del 2.8% que mostró la industria de fondos en general, según los datos de activos netos publicados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL, 2019).

En 2018, el menor dinamismo que venía mostrando la economía local generó a su vez un impacto sobre la industria de Fondos Inmobiliarios. No solamente la incertidumbre general ante el complejo proceso electoral sino además sobre el futuro manejo de las finanzas públicas ante el elevado déficit fiscal del país, generó que los agentes económicos postergaran sus decisiones de inversión, llevando al mercado de bienes raíces a rebajar el precio de los arrendamientos y con ello, afectar sus ingresos. Adicionalmente con la baja en la rentabilidad en los fondos de inversión, los administradores de estos han rebajado su comisión por administración, lo que podría estar ligado a una mejora en la competitividad.

Asimismo, la presión fiscal vivida el año anterior, generó un incremento en las tasas de interés que afectó a la industria de fondos inmobiliarios incrementando los costos de financiamiento. Los Fondos utilizan crédito para financiar la compra de inmuebles, por lo que la subida de tasas golpea la rentabilidad de los Fondos.

Bajo este escenario, la desaceleración económica, la baja en la inversión extranjera directa, la incertidumbre ante el desempeño futuro de las finanzas públicas y la entrada en vigencia de nuevos impuestos tras la aprobación de la Reforma Fiscal, podrían mermar el dinamismo de estos fondos en los próximos años.

Este 2019 el dinamismo de la industria de Fondos Inmobiliarios podría verse afectado por el menor desempeño de la economía local, el cual suma se ha mantenido a la baja desde el año 2016. Según el Estado de la Nación 2019, los datos anuales disponibles señalan que entre 2016 y 2018, la tasa de crecimiento del PIB real pasó de 4.2% a 2.6% y alcanzó el tercer nivel más bajo en las últimas décadas. (Programa Estado de la Nación / Consejo Nacional de Rectores, 2019)

Así, la desaceleración económica empujó al mercado de bienes raíces a rebajar el precio de sus arrendamientos, situación que podría continuar en la industria a fin de evitar incrementar los niveles de desocupación.

Del mismo modo, ante las perspectivas menos optimistas para el desempeño económico mundial para el 2020, una desaceleración en la inversión extranjera directa (IED) podría mermar el dinamismo de estos fondos inmobiliarios. Las compañías transnacionales representan uno de los más grandes y estables clientes de la mayoría de los Fondos de Inversión Inmobiliarios a través del alquiler de edificios o parques industriales, de ahí que una menor entrada al país –o eventuales salidas- tendrán un impacto importante sobre la cartera de estos fondos.

Según datos de la firma consultora NFK Central América, en total 13 fondos de inversión inmobiliarios cuentan con propiedades del tipo nave industrial y oficentros, que tienen asignados un 100% o una parte de sus metros cuadrados de área arrendable al régimen de zona franca. (Periódico El Financiero, 2019)

Mercado Regulado

Los fondos inmobiliarios son productos regulados por la Ley Reguladora del Mercado de Valores, donde se establecen las responsabilidades regulatorias ante el CONASIFF y sus Superintendencias, quienes a su vez han desarrollado desde 1998 al 2013 reglamento, reformas, adopción de normas internacionales y otra normativa vinculante y de gran importancia para la construcción de una democracia económica, como se muestra en la siguiente imagen de Jaime Ubilla Carro, Gerente General de Improsa SAFI:

IMAGEN 1: Cronología Legal de los Fondos de Inversión Inmobiliarios



Fuente: (Ubilla Carro, 2019)

Dentro de las regulaciones más relevantes contamos con:

Ley Reguladora del Mercado de Valores. Ley7732.

- Normativa para el Cumplimiento de la Ley 8204.
- Normativa Contable aplicable a los entes supervisados por SUGEF, SUGEVAL, SUGESE, SUPEN y a los emisores NO FINANCIEROS.
- Reglamento de Gobierno Corporativo.
- Guía para la elaboración de prospectos de fondos de inversión SGV-A-158
- Guía para la elaboración de la agenda de los fondos de desarrollo inmobiliario SGV-A-150

Antecedentes Prácticos del Estudio

Hace una década la economía mundial vivió una de sus mayores crisis financieras. Como era de esperar, el impacto de la crisis originada en Estados Unidos trascendió fronteras y sus efectos fueron percibidos en nuestra economía y el sistema financiero costarricense.

Al ser Costa Rica una economía pequeña y expuesta a lo que ocurre en el resto del mundo, el impacto de la crisis se percibió con la desaceleración en el ritmo de crecimiento económico, un aumento en el nivel de precios, una baja en los ingresos por remesas, inversión extranjera directa y exportaciones –ante la caída en el crecimiento de EE.UU. nuestro principal socio comercial-, un menor ingresos de turistas y un mayor desempleo.

Los efectos del cambiante ciclo económico se han visto reflejados en la industria de Fondos Inmobiliarios particularmente en los últimos años.

La industria de fondos inmobiliarios no solamente se ha enfrentado a la llegada de nuevos competidores que le restan participación de sus mayores inquilinos - llevándolos a problemas de desocupación- sino, además, al reto que conlleva competir en un mercado de valores que además de ser relativamente pequeño -o bien poco profundo- es poco líquido.

En el último año ha mostrado bajas importantes en sus resultados particularmente en los últimos años. La entrada de nuevos competidores en el mercado y los diversos acontecimientos internos que impactan la confianza de los agentes económicos, se ha evidenciado con un menor volumen de transacciones en el mercado, pérdidas en el valor de las participaciones y claramente, una menor rentabilidad.

El siguiente cuadro refleja el impacto en la industria de los eventos locales ocurridos en el último trimestre del 2018, que se tradujeron en el desplazamiento de la curva soberana y la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas. Como muestra de lo anterior se refleja una baja en el volumen transado en el 2019 respecto al año 2018.

IMAGEN 2: Volumen transado por principales Fondos de Inversión Inmobiliario

Mercado secundario 2019							
Emisión	Transado	%	Precio prom. ponderado	Valor en Libros	Δ 2019-18	Δ% 2019-18	
Gibraltar	\$ 19.381.895	29%	\$ 5.195	\$ 5.103	-\$ 385	-7%	
Crestones	\$ 4.159.903	6%	\$ 4.289	\$ 5.075	-\$ 724	-14%	
Fondo Dos	\$ 469.822	1%	\$ 4.050	\$ 4.922	-\$ 147	-4%	
Fondo Cuatro	\$ 782.766	1%	\$ 3.448	\$ 4.379	-\$ 177	-5%	
BCRSF inm1\$	\$ 7.749.113	12%	\$ 941	\$ 1.147	-\$ 308	-25%	
BCRSF inm2\$	\$ 6.203.001	9%	\$ 937	\$ 1.158	-\$ 332	-26%	
Fici\$	\$ 5.776.410	9%	\$ 6.023	\$ 5.584	-\$ 463	-7%	
Multifondos	\$ 21.275.031	32%	\$ 5.085	\$ 5.149	-\$ 119	-2%	
Vista	\$ 1.230.386	2%	\$ 5.281	\$ 5.276	-\$ 261	-5%	
TOTAL	\$ 67.028.326	100%					

Fuente: Bolsa Nacional de Valores, datos a setiembre 2019.

Finalmente, la presencia de nuevas opciones en cuanto a la oferta de bienes inmuebles viene a ser un nuevo reto para este sector, que lo ha llevado a modificar o replantear sus estrategias en pro de mantenerse como una alternativa de inversión atractiva en el mercado.

Aunado a lo anterior, hoy con los recientes ajustes en materia fiscal, el mercado debe reconocer una nueva realidad tras el aumento en la tasa impositiva sobre la inversión inmobiliaria, lo que le dificultará sin duda obtener la rentabilidad histórica.

Los fondos de inversión inmobiliarios son patrimonios independientes que administran sociedades administradoras de fondos de inversión, por cuenta y riesgo de los participantes. A diferencia de los fondos de inversión financieros, éstos invierten en bienes inmuebles para su explotación en arrendamiento y complementariamente para su venta, siendo este el origen de sus resultados financieros.

Estos instrumentos constituyen una alternativa de inversión que permite diversificar el riesgo dentro de la cartera en busca de una mayor rentabilidad en el largo plazo, de ahí que a pesar de los riesgos que ha enfrentado la industria, la diferencia en la gestión de muchos les ha permitido mantenerse a través del tiempo.

Presentación del Problema

Uno de los grandes atractivos que ofrece la inversión colectiva en un fondo de inversión a una persona inversionista es la gestión profesional además de la seguridad inherente a la diversificación de las inversiones, la cual es posible gracias a la canalización de grandes volúmenes de capitales, que normalmente estarían fuera del alcance de un inversionista individual.

Sin embargo, estos instrumentos no están ajenos a los cambios del entorno económico, por lo cual se busca identificar el impacto de los ciclos económicos sobre el desempeño en los Fondos de Inversión Inmobiliarios y qué variables macroeconómicas muestran mayor correlación con este resultado.

Durante el análisis previo del tema, se mencionan ciclos recesivos importantes en la economía mundial desde la crisis suprima que vivió Estados Unidos en 2009, lo que nos lleva a analizar desde un año antes a dicho evento.

Si bien es de esperar que los ciclos económicos de menor dinamismo impacten el desempeño general de la economía de manera negativa, el objetivo de este estudio pretende identificar si existe o no relación directa entre las variables macroeconómicas y la rentabilidad de los fondos inmobiliarios.

Objetivos del Estudio

Un fondo de inversión se puede describir como una cartera de acciones, bonos u otros activos tangibles (financieros o no financieros), que se rigen bajo una política de inversión claramente definida. Estos activos son comprados a nombre de un grupo de inversionistas quienes pasan a ser dueños del fondo, siendo el fondo administrado por una institución financiera.

El objetivo de este trabajo lo constituyen los fondos de inversión no financieros, es decir, los fondos de inversión inmobiliarios. Estos fondos constituyen una alternativa de inversión que permite diversificar los portafolios de los inversionistas con una exposición al mercado de bienes raíces y como un instrumento de inversión,

enfrentan riesgos que bien podrían afectar su desempeño, en este caso su rentabilidad.

Siendo éstos una alternativa de inversión a largo plazo, tanto para los inversionistas como para los mismos gestores, el conocimiento del ciclo económico y las diferentes variables que afectan -o benefician- el resultado de un fondo inmobiliario, permite tomar decisiones oportunas a través en el tiempo.

Objetivo General

Analizar el impacto de los ciclos económicos en Costa Rica sobre la rentabilidad de los Fondos de Inversión Inmobiliarias del año 2008 al 2019.

Objetivos Específicos

1. Analizar el desempeño de las variables macroeconómicas en Costa Rica en momentos donde la industria de Fondos de Inversión Inmobiliarios ha registrado bajas importantes en su rentabilidad en el periodo del año 2008 al 2019.
2. Determinar la viabilidad de establecer un modelo de correlación entre variables macroeconómicas con la industria de Fondos de Inversión Inmobiliarios tomando como referencia casos internacionales.
3. Identificar las estrategias gerenciales empleadas por los Fondos de Inversión Inmobiliarios en Costa Rica desde el 2008 al 2019 para el manejo eficiente de las carteras de activos.
4. Comparar la efectividad sobre la rentabilidad de las participaciones de los Fondos de Inversión Inmobiliaria de las estrategias gerenciales identificadas.

Alcances y Limitaciones

El alcance del proyecto de investigación está definido en cuanto a los datos disponibles por la correlación entre las variaciones de los rendimientos y comportamiento de los Fondos de Inversión Inmobiliarios y las variables macroeconómicas.

Por la parte investigativa, la investigación tiene los siguientes alcances:

- ✓ Por su finalidad: Aplicada, ya que busca dar la solución a un problema si aportar un nuevo conocimiento teórico.
- ✓ Por su alcance temporal: Transversal, ya que rige su espacio de tiempo entre los periodos 2008 al 2019.
- ✓ Por su Profundidad: Una combinación de exploratoria, descriptiva y explicativa, dadas las diferentes fases de recolección de información y análisis que se darán en la investigación.
- ✓ Por su Enfoque: Será una combinación entre cuantitativa y cualitativa, ya que utiliza técnicas estadísticas como descriptivas de dinámicas sociales e pericias gerenciales.
- ✓ Por su Dimensión Temporal: Histórica y Descriptiva, ya que analiza fenómenos pasados y los correlaciona para explicar situaciones actuales.

En cuanto a la delimitación espacio-tiempo, se ha definido que el hito más reciente y significativo sobre las recesiones económicas se dio en el 2009 con la crisis Suprime en los Estados Unidos, por lo cual el análisis abarca el periodo precrisis (año 2008) hasta la actualidad.

Con este alcance de la investigación documental, se cuenta finalmente con un documento que funciona como insumo para determinar los impactos de los ciclos económicos sobre la oferta y rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios.

Finalmente, entre las dificultades que se presentaron durante el proceso investigativo están:

- ✓ Existe información sensible y de poco acceso para personas ajenas a las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión.
- ✓ Los datos aportados a los entes reguladores y que son públicos son bastos, sin embargo, no son estandarizados ni en formatos modificables para análisis numéricos con fines académicos.
- ✓ Como bien se hace referencia en el apartado de reseña del ambiente bursátil costarricense, los fondos de inversión inmobiliarios son igualmente poco

profundos, en ninguna circunstancia su volumen transado resulta comparable con el volumen transado de los títulos de deuda pública.

- ✓ Durante el proceso de encuestas se solicitó por parte de una de las personas entrevistadas que la información fuera tomada de manera confidencial, lo que limita la exposición de datos y los resultados de su encuesta a terceras personas ajenas al proceso de análisis y revisión de este estudio.

CAPÍTULO MARCO TEÓRICO

A continuación, se describe los fundamentos teóricos en los que se basa la investigación dentro de los cuales se explicarán conceptos relacionados con los Fondos de Inversión Inmobiliaria, que son las bases de su rentabilidad, precio y prospecto. Así mismo las definiciones económicas de los macro indicadores que se analizarán en el desarrollo del documento y finalmente algunos conceptos metodológicos que serán utilizados.

Conceptos Económicos

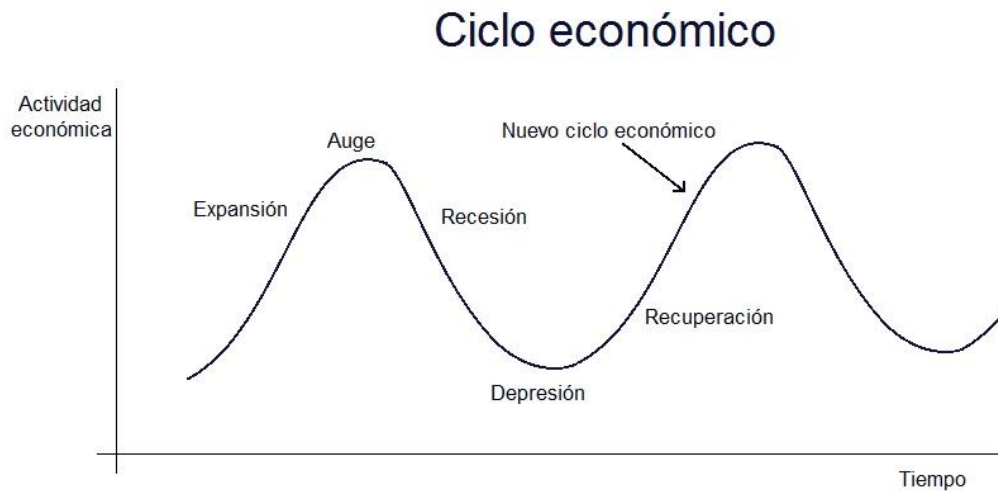
En esta sección se explican conceptos económicos relevantes para la Industria bajo revisión y que son necesarios para el desarrollo y análisis de la investigación, así como para comprender las fases de los ciclos económicos.

Economía y Ciclos Económicos

La palabra economía proviene del griego oikonomos, que significa “el que administra una casa” y su relación proviene a la suma de decisiones que deben tomarse en una casa, donde se deben distribuir los recursos, que son escasos, entre los diferentes miembros según sus habilidades, esfuerzos y deseos; en síntesis economía es un estudio de la humanidad en los negocios ordinarios de la vida. (Mankin, 2012)

Por su parte, las fases que caracterizan a un ciclo económico completo son las siguientes: (Bermejo, 2019)

IMAGEN 3: Ciclo Económico



Fuente: Elaboración propia con datos de (Bermejo, 2019)

- ✓ **Auge:** Supone el punto más elevado del ciclo económico y coincide con una serie de rigideces en el mercado como la subida de tipos de interés que bloquean el crecimiento de la economía. Ésta se encuentra en el punto más alto y empiezan a producirse señales de cambio de ciclo ya que la Bolsa está cara.
- ✓ **Recesión:** Constituye la fase descendente del ciclo y viene acompañada de una caída en la inversión, el empleo y la producción. Si una recesión es particularmente rápida e intensa se denomina crisis,
- ✓ **Depresión:** Supone el punto más bajo del ciclo económico y se caracteriza por un nivel alto de desempleo y una baja demanda por parte de los consumidores
- ✓ **Reactivación o recuperación:** Constituye la nueva fase ascendente del ciclo. En la primera fase se recuerda la última crisis y existen muy pocas operaciones en el mercado bursátil, del que no se quiere saber nada, mientras que en la segunda fase la Bolsa sube con fuerza, se vuelve a hablar de ella en los medios de comunicación, vuelve el optimismo y se prepara el terreno para la siguiente burbuja y crack bursátil.

Tasa de Interés

El tipo de interés o tasa de interés es el precio del dinero, es decir, es el precio a pagar por utilizar una cantidad de dinero durante un tiempo determinado. Su valor indica el porcentaje de interés que se debe pagar como contraprestación por utilizar una cantidad determinada de dinero en una operación financiera.

Al igual que los bienes y servicios, el tipo de interés depende la ley de la oferta y la demanda. Es decir, lo establece el mercado. Así, cuanto menor sea esta tasa de interés, mayor demanda de recursos financieros habrá y, por el contrario, cuanto mayor sea, menor será la demanda de estos recursos financieros. Sin embargo, en el caso de la oferta, la relación con la tasa de interés es directa porque cuanto mayor sea, mayor será la predisposición de prestar dinero, y cuanto más bajo sea el tipo de interés, menos se querrá prestar dinero.

Aunque, el mercado no es el único que indica su valor, también existen otras variables importantes directamente relacionadas con los tipos de interés. Estas variables son:

- ✓ El tipo de interés real de la deuda pública.
- ✓ La inflación esperada.
- ✓ La prima por liquidez.
- ✓ Riesgo de intereses de cada plazo de vencimiento.
- ✓ La prima por riesgo de crédito del emisor.

Además, el banco central del país fija un tipo de interés que afecta a todos los factores arriba mencionados. Su control le permite aplicar políticas económicas expansivas o restrictivas reduciéndolo o ampliándolo. (Kiziryan, 2019)

Déficit Fiscal

El déficit fiscal se produce cuando en una administración pública los gastos son mayores que los ingresos en un periodo de tiempo, normalmente un año. También se denomina déficit fiscal cuando una administración recibe menos dinero de otra en función de lo que aporta (por ejemplo, entre una región y un Estado).

El término déficit fiscal refleja el estado en que se encuentran las finanzas públicas. Por el contrario, cuando la administración pública recauda más que sus necesidades, se dice que existe superávit fiscal. (Pedrosa, 2019)

Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE)

El IMAE es un índice de cuántum tipo Laspeyres¹ y mide la evolución de la actividad económica, aproximando el comportamiento mensual del valor agregado de las diferentes industrias incluidas en el cálculo del Producto Interno Bruto. En la mayoría de los casos, asume una razón insumo producto fijo para cada industria y refleja básicamente las variaciones reales que se dan en la producción. El IMAE utiliza la Clasificación Internacional Industrial Uniforme de todas las Actividades Económicas e incluye indicadores mensuales de todas las industrias.

En general, para la construcción de los indicadores mensuales de cada una de las industrias se recopila información de volumen producido de las diferentes actividades que las componen, se construyen índices simples de volumen para cada una de ellas y se ponderan esos índices con el peso de cada actividad dentro del valor agregado de su industria.

El indicador utiliza como base el año 1991, y las ponderaciones corresponden a la participación de cada industria en el valor agregado a precios básicos de ese año. (Banco Central de Costa Rica, 2019)

Confianza del Consumidor

Se conoce como indicador de confianza del consumidor a un tipo de indicador de naturaleza económica útil a la hora de estudiar y prever el comportamiento de los individuos de un sistema económico en términos de consumo. Es decir, permite averiguar la percepción que el sector privado tiene de la economía en un país. (Galán, 2019)

¹ Un índice de precios es un número índice calculado a partir de los precios y cantidades de un período

Producto Interno Bruto (PIB)

El objetivo último de la actividad económica es suministrar bienes y servicios que desea la población. El indicador más amplio que mide la producción total de una economía es el PIB, ya que considera el valor de mercado de todos los bienes y servicios finales. (Samuelson, Paul A. y Nordhaus, William D., 2002)

Puede medirse de dos maneras: el PIB nominal que se mide en precios corrientes de mercado y el PIB real que se calcula en precios constantes. (Samuelson, Paul A. y Nordhaus, William D., 2002)

Tipo de Cambio

La política cambiaria es parte de la política económica, misma que comprende el conjunto de acciones que toma el Banco Central de Costa Rica (BCCR) en procura de que el tipo de cambio se ubique en un valor congruente con los previsto por esta entidad y con las condiciones macroeconómicas del país. (Jiménez Barboza, 2019)

El tipo de cambio o tasa de cambio es la relación entre el valor de una divisa y otra, es decir, nos indica cuantas monedas de una divisa se necesitan para obtener una unidad de otra. (Bermejo D. J., 2019)

En Costa Rica es muy importante debido a que es una economía pequeña y abierta (comercial y financieramente), el tipo de cambio es el vínculo para el intercambio comercial y financiero entre la economía interna y el resto del mundo. Existe una relación entre tipo de cambio e inflación (ingreso real depende del tipo de cambio).

Durante la historia económica del país, ha pasado por 3 estilos de gestión del tipo de cambio a saber:

- ✓ Minidevaluaciones desde 1882 hasta octubre del 2006, donde la moneda se ajustaba periódicamente en montos pequeños a una moneda fija, a una tasa establecida o en repuesta a cambios predeterminados.
- ✓ Bandas Cambiarias desde 2006 hasta febrero 2015, la moneda se mantiene en cierto rango de fluctuación, denominados techo y piso, y se ajusta periódicamente.

- ✓ Flotación Administrada desde 2015 hasta hoy, donde el tipo de cambio es fijado por el mercado, dada una oferta y demanda de la moneda, con moderada intervención del BCCR.

Inversión Extranjera Directa (IED)

La Inversión Extranjera Directa (IED) consiste en la inversión de capital por parte de una persona natural o de una persona jurídica (instituciones y empresas públicas, empresas privadas, etc.) en un país extranjero.

En el país de destino, esta entrada de capitales puede realizarse mediante la creación de nuevas plantas productivas o la participación en empresas ya establecidas para conformar una filial de la compañía inversora. (Garay, 2019)

Índice Subyacente de Inflación

El Índice subyacente de Inflación (ISI) se define como el componente del cambio total de precios común a todos los bienes y servicios, cuya persistencia se mantendría en el mediano y largo plazo. El ISI constituye una medida alternativa del IPC, al que se le han eliminado algunos de los bienes y servicios cuyos precios son, por lo general, los más volátiles. (Centroamericano, 2019)

Riesgo y Rendimiento

Para incrementar al máximo los beneficios de una inversión se deben de administrar dos factores: el riesgo y el rendimiento. Cada decisión financiera presenta ciertas características de riesgo y rendimiento y la combinación única de estas produce un impacto positivo o negativo sobre la inversión realizada.

La correlación que existe entre ambos conceptos es positiva, es decir, ante mayor rendimiento se asume mayor riesgo o ante un riesgo bajo menor es el rendimiento. (Gitman, 2007)

Rendimiento

El rendimiento es la ganancia o pérdida total experimentada sobre sobre una inversión durante el periodo específico; se calcula al dividir las distribuciones o beneficios recibidos entre el valor de la inversión inicial. (Gitman, 2007)

El rendimiento esperado de un portafolio es simplemente un promedio ponderado de los rendimientos esperados de los valores o acciones que constituyen ese portafolio. Las ponderaciones o los pesos son iguales a la proporción de los fondos totales invertidos en cada valor. (Van Horne C., James, Wachowicz Jr., John M., 2010). En el caso de los Fondos de Inversión Inmobiliarios, su portafolio se basa en los edificios que posee para alquilar.

Aunque el rendimiento esperado del portafolio es directo, el promedio ponderado de los rendimientos sobre los valores individuales, la desviación estándar del portafolio no es simplemente el promedio ponderado de las desviaciones estándar de los valores individuales. La covarianza es una medida estadística del grado en el que dos variables (como rendimientos sobre valores) se mueven juntas. Una covarianza positiva indica que, en promedio, las dos variables se mueven juntas. Una covarianza negativa sugiere que, en promedio, las dos variables se mueven en direcciones opuestas. Una covarianza de cero significa que las dos variables no muestran una tendencia a variar juntas de manera lineal ni positiva ni negativa. (Van Horne C., James, Wachowicz Jr., John M., 2010)

El rendimiento histórico es la variación con el paso del tiempo entre diferentes tipos de inversiones. Al promediar los rendimientos históricos durante un largo periodo, es posible eliminar el impacto del riesgo de mercado y otros. Esto permite tomar las decisiones básicamente entre las diferencias de rendimiento atribuibles a los tipos de inversiones. (Gitman, 2007)

Riesgo

El riesgo lo define Lawrence Gitman como la posibilidad de pérdida financiera o el grado de variación de los rendimientos relacionados con un activo específico. (Gitman, 2007)

Riesgos del Entorno

Riesgo de tipo de cambio: exposición de los flujos futuros de esperados a fluctuaciones en el tipo de cambio de divisas.

Riesgo de Eventos: Posibilidad de que un acontecimiento totalmente inesperado produzca un efecto significativo en el valor de una inversión.

Riesgo de poder de compra: Posibilidad de que los niveles cambiantes de los precios ocasionados por la inflación o deflación de la economía afecten en forma negativa los flujos de efectivo y el valor de la inversión.

Riesgo Fiscal: Posibilidad de que ocurran cambios desfavorables de las leyes fiscales.

Riesgos del Mercado

Riesgo de precio Es la posibilidad de que baje el precio de valores en que invierte el fondo. Se puede presentar si suben las tasas de interés de mercado.

Riesgo de Tasas de Interés: Posibilidad de que los cambios en las tasas de interés afecten de manera negativa el valor de una inversión.

Riesgo de mercado: Posibilidad de que el valor de una inversión disminuya debido a factores de mercado que son independientes de la inversión.

Riesgos Internos

Riesgo de solvencia del emisor o riesgo financiero que es la posibilidad de incumplir sus obligaciones financieras.

Riesgo de liquidez posibilidad de que una inversión no pueda liquidarse con facilidad a un precio razonable.

Riesgo de operación o riesgo de negocio que es la posibilidad de que la empresa no sea capaz de cubrir sus costos operativos.

Riesgo de concentración: Resulta cuando el fondo invierte altas proporciones en determinados valores, lo que aumenta su vulnerabilidad ante cambios negativos en estos.

Fuente: Elaboración propia con datos de (SUGEVAL, 2019) y (Gitman, 2007)

Fondos de Inversión

Al contar los fondos de inversión con recursos provenientes de varios inversionistas, pueden realizar compras y ventas de activos financieros y no financieros en mejores condiciones que si un solo inversionista tratara de hacer la misma transacción, esto debido al volumen y a la administración realizada por la sociedad administradora del fondo. (SUGEVAL, 2019)

Conceptos básicos de un Prospecto de Inversión

En su definición amplia, la Real Academia Española (RAE) define el prospecto como la exposición o anuncio breve que se hace al público sobre una obra, un escrito, un espectáculo, una mercancía, etc. (Real Academia Española, 2019)

Los fondos de inversión son productos o mercancías financieras que presentan a los posibles inversores una exposición de los principales detalles para la toma de decisión, enfocado en su apetito de riesgo; la SUGEVAL lo describe como un documento legal que reúne todas las características e información relevante de los valores, con el fin de que el inversionista pueda formarse una opinión clara de previo a tomar su decisión de inversión. (SUGEVAL, 2019)

Para el caso de fondos de inversión, también debe tomar en cuenta (lista no exhaustiva):

- ✓ Estados financieros mensuales y anuales de la sociedad administradora y cada uno de sus fondos.
- ✓ Informe trimestral.
- ✓ Avalúo pericial y financiero de bienes inmuebles (aplica a fondos inmobiliarios).
- ✓ Informe de avance de fondos de desarrollo de proyectos.
- ✓ Informes en la sección Industria de Fondos de Inversión

Los prospectos, tanto de emisiones como de fondos de inversión se encuentran en texto completo en el Registro Nacional de Valores en Intermediarios. (SUGEVAL, 2019)

Definición

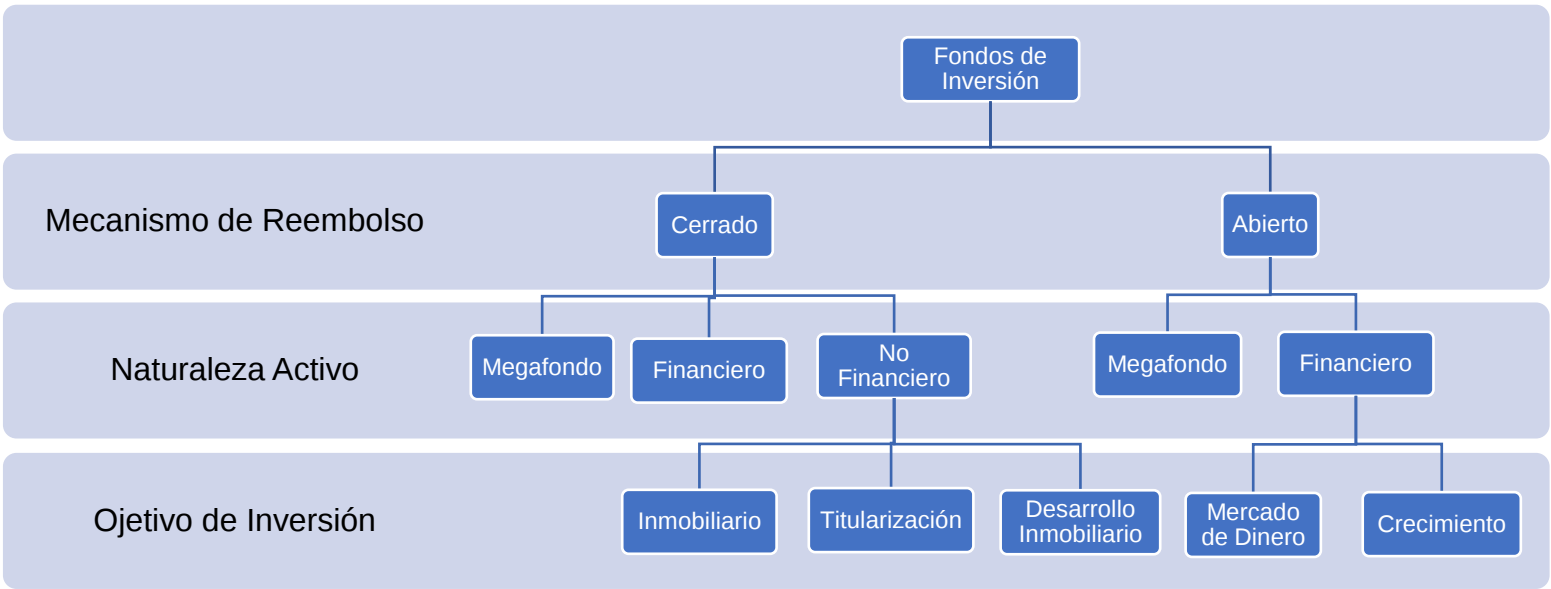
Existen diversas definiciones dependiendo del autor, sin embargo, hay coincidencia en el fondo de la misma, concretando en que los Fondos de Inversión son un patrimonio formado por el conjunto de ahorro de muchos inversionistas, por cuenta y riesgo de estos, que permite adquirir una cartera diversificada o no diversificada de activos y obtener un beneficio financiero. (CONASIF, 2009)

Por su parte, según el artículo 73 del Reglamento General sobre Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, los fondos de inversión inmobiliarios son patrimonios conjuntos cuyo objetivo primordial es la inversión en bienes inmuebles para su explotación en arrendamiento y complementariamente para su venta. (Ubilla Carro, 2019)

Clasificación

Según el artículo 80 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores de Costa Rica, en nuestro país los Fondos de Inversión se clasifican de la siguiente manera: (Ley N° 7732, 1998)

IMAGEN 4. Clasificación Fondos de Inversión



Fuente: Elaboración propia con datos de la SUGEVAL.

Como se ilustra en la imagen 2, los Fondos de Inversión se segregan en 3 categorías importantes, a saber, el mecanismo de reembolso, la naturaleza y el objetivo de inversión. (SUGEVAL, 2019)

Según el mecanismo de reembolso la participación en un fondo de inversión podrá ser recomprada por el mismo fondo, los cuales se denominan de tipo Abiertos y en estos el monto de emisión en títulos de participación es variable e ilimitado, de manera que en el momento que un inversionista se retire, el fondo de inversión recomprará sus participaciones, sin que deba de esperar a que estas deban de ser negociadas en el mercado secundario. Por otra parte, si su participación deberá ser vendida directamente por el inversionista en el mercado secundario se denominan de tipo Cerrados, ya que el patrimonio es fijo y las participaciones que lo conforman no son redimibles por el fondo en el momento del retiro del inversionista, sino que deberá colocarlas a través del mercado secundario.

Por su naturaleza pueden dividirse en Financieros, que se refiere a los que invierten en títulos valores; los No Financieros, también conocidos como “Inmobiliarios”,

solamente invierten en activos como inmuebles, hipotecas, y proyectos de desarrollo; y finalmente en Megafondos, los cuales invierten exclusivamente en participaciones de otros fondos de inversión.

El objetivo de inversión está relacionado con las necesidades de cada inversionista; ya sean estas si requiere el monto total de su inversión disponible (liquidez); si únicamente espera recibir retribuciones periódicamente o, si, por el contrario, desea acrecentar los réditos de su inversión a la suma original. Respectivamente, el Mercado de dinero también, llamado de corto plazo, se trata de fondos líquidos, caracterizados como abiertos; los de Ingreso su finalidad es distribuir a los inversionistas periódicamente los ingresos percibidos; y por último los de Crecimiento contrario a los tipos anteriores, los rendimientos son capitalizados con el objetivo de aumentar el capital inicial de inversión, por lo cual no distribuye rendimientos periódicos y los recursos no están a la vista.

Por su parte, los fondos de inversión inmobiliarios, que serán objeto de estudio durante este documento, sólo pueden asumir los riesgos inherentes a la actividad inmobiliaria y no los propios de las actividades que se realizan en los inmuebles, por lo que se constituyen como tipo no financiero cerrados y de ingreso.

Ventajas de los Fondos de Inversión Inmobiliarios

Según la normativa para su funcionamiento, el perfil de riesgo del inversionista y las diversas alternativas de inversión en el país, los fondos de inversión inmobiliarios presentan algunas ventajas que los hacen atractivos, permitiéndoles prosperar y diversificarse en medio de una amplia oferta del mercado de valores y el mercado inmobiliario.

Dentro de su sitio web, la SUGEVAL hace referencia a varios atributos que incrementan la confianza de los inversionistas en este instrumento: (SUGEVAL, 2019)

- ✓ Administración especializada: El diseño del portafolio es realizado por un equipo especializado que valora qué comprar, así como la inversión requerida, minimizando los riesgos y procurando los más altos rendimientos.

En Costa Rica la ley aplicable establece que el gestor debe ser una Sociedad Administradora de Fondos de Inversión (SAFI).

- ✓ Diversificación: Los fondos componen su cartera de diferentes propiedades, según área geográfica, destino del bien inmueble, actividad económica de los inquilinos, etcétera, con la finalidad de minimizar los riesgos asociados.
- ✓ Inversión accesible: Inversionistas con recursos limitados al unir sus fondos los de otros inversionistas, tienen posibilidades de invertir en inmuebles de gran valor.
- ✓ Economías de escala: Dado que los fondos inmobiliarios son manejados por expertos contratados para dichos efectos, la administración y gestión relacionada con los inmuebles se simplifica, se identifican mejores oportunidades de inversión y se distribuyen proporcionalmente los costos relacionados.
- ✓ Amplia información: Los beneficios estimados, limitaciones y riesgos asociados a cada fondo inmobiliario están dados en un prospecto que constituye una guía de lineamientos sobre los cuales el gestor puede actuar.
- ✓ Regulación: La ley regula los fondos de inversión y de, esta manera, se evitan fraudes para con los inversores.
- ✓ Eliminación de los riesgos asociados a la construcción: los fondos de inversión inmobiliarios, adquieren inmuebles ya construidos y operativamente habilitados para ser arrendados y que comiencen a generar réditos a sus inversionistas, por lo que no se ven afectados por los riesgos asociados a un proceso constructivo que sí pueden afectar a los fondos de desarrollo inmobiliario como lo pueden ser los atrasos en el cronograma de las obras, el encarecimiento de la obra, entre otros, que puedan afectar la conclusión del proyecto, según lo planeado.

Riesgos Asociados a los Fondos de Inversión Inmobiliarios

Conociendo previamente la definición y tipos de riesgo existentes en Finanzas, a continuación, se enumeran los principales riesgos asociados a la decisión de invertir en un fondo de inversión. (SUGEVAL, 2019)

Costa Rica cuenta con un mercado de valores pequeño y poco profundo, además de una oferta / demanda inmobiliaria reducida y que no posee dinamismo entre agentes económicos. Esto implica que existen riesgos asociados a las inversiones de los Riesgo de concentración por inmueble: si se da un evento de siniestros o desvalorización en el precio de los inmuebles en caso de tener la cartera concentrada en un uno o pocos inmuebles:

- ✓ Riesgo de precio
- ✓ Riesgo de tipo de cambio
- ✓ Riesgo de solvencia del emisor
- ✓ Riesgo de liquidez
- ✓ Riesgo de operación
- ✓ Riesgo de concentración
- ✓ Riesgo político.

Prospecto de los Fondos

El prospecto es un documento legal que reúne todas las características e información relevante de los valores, con el fin de que el inversionista pueda formarse una opinión clara de previo a tomar su decisión de inversión. (SUGEVAL, 2019)

No pueden existir fondos de inversión sin prospecto alguno y es deber de cada sociedad administradora entregar un documento a cada interesado previo a su primera inversión y este debe revelar como mínimo: el objetivo y principales características del fondo; la política de inversión; descripción, políticas y advertencias acerca de los riesgos asociados; así como una descripción general de la sociedad responsable de su administración (CONASIF, 2009).

Para el caso de fondos de inversión, también debe tomar en cuenta (lista no exhaustiva): (SUGEVAL, 2019)

- ✓ Estados financieros mensuales y anuales de la sociedad administradora y cada uno de sus fondos.
- ✓ Informe trimestral.

- ✓ Avalúo pericial y financiero de bienes inmuebles (aplica a fondos inmobiliarios).
- ✓ Informe de avance de fondos de desarrollo de proyectos.
- ✓ Informes en la sección Industria de Fondos de Inversión

Los prospectos, tanto de emisiones como de fondos de inversión se encuentran en texto completo en el Registro Nacional de Valores en Intermediarios

Reseña Histórica de las Crisis Económicas Mundiales

A través de la historia han existido gran variedad de crisis económicas, todas ellas por diferentes razones, pero coinciden en que afectan los diferentes sectores económicos y sociales de una región, país y/o hasta mercado mundial. Algunas de las crisis económicas más importantes de la historia se detallan a continuación:

La Crisis de los Tulipanes o “Tulipomanía”

La crisis de los Tulipanes se encuentra marcado por la euforia especulativa que se produjo en los Países Bajos en el Siglo XVII, cuyo objeto fueron los bulbos de Tulipán, y su precio alcanzó niveles desorbitados, dando lugar a una gran burbuja económica y a la primera crisis financiera que se conoce. (Mackay, 1841)

La Gran Depresión de 1929

Tuvo su origen en los Estados Unidos específicamente con la caída de la Bolsa de Valores de Nueva York, y es además la mayor crisis que el mundo capitalista haya conocido hasta el momento. Todo inició con la caída en picada del precio de los valores que se cotizan en Wall Street, lo cual arruinó a muchísimos inversores, cerró empresas y bancos, condenó al paro a millones de personas y debido al efecto dominó trasladó el problema a muchas naciones.

El origen se remonta a la Primera Guerra Mundial, la cual había sido un gran negocio para los Estados Unidos al convertirse en el principal proveedor de sus aliados. Al finalizar la Guerra EE.UU., no pudo vender tanto como antes, y se queda sin poder

colocar sus mercancías con lo cual se da una superproducción o si se quiere decir una sobre oferta. Pero y a pesar de la baja en la demanda el valor de los títulos cotizados en la Bolsa continúa subiendo ya que el dinero barato prestado por los bancos se invierte en la Bolsa con la seguridad de que va reportar grandes beneficios. La superproducción de bienes se encuentra en una situación difícil dado el exceso de oferta lo cual hace que los precios empiecen a bajar, con lo cual aparecen las dudas, los miedos y el nerviosismo entre los inversores poniendo a la venta grandes cantidades de acciones y el valor de las mismas cae en picada.

La Crisis del Petróleo

Tras el estallido de la guerra del Yom Kippur en octubre de 1973, los principales países árabes exportadores de petróleo, declararon un embargo en los envíos a los Estados Unidos de Norte América, así como a otras naciones partidarias de Israel.

De igual manera, se unieron a otros proveedores de petróleo para elevar los precios del crudo. La crisis del petróleo en 1973 desencadenó la peor crisis económica desde la Segunda Guerra Mundial en algunas de las principales naciones industrializadas, provocando un descenso del 14% en la producción de Estados Unidos y más del 20% en el caso de Japón.

Crisis de la Deuda Externa de América Latina

En la década de 1960, los países latinoamericanos comenzaron a recibir fuertes empréstitos para desarrollar sus industrias nacionales. A inicios de la década de 1980, la deuda externa excedió a los 300.000 millones de dólares estadounidenses. Poco después, en 1982, México se declaró incapaz de pagar la deuda, provocando una agitación mundial con la crisis de la deuda externa, durante la cual el producto interno bruto (PIB) per-cápita decayó un 10% en los países de América Latina.

De igual manera para la década de 1990: se da el colapso de la burbuja de activos japonesa, en la cual los precios de los bienes raíces y el mercado de valores sufrieron un desplome catastrófico en 1990, después de años de inflación.

En la década siguiente, Japón sufrió un proceso de deflación crónico y una recesión económica debido a la devaluación de sus activos. La economía japonesa, entró en una fase de crecimiento cero en la mitad de la década de los años noventa.

Periodo en el cual, el Banco Central de Japón ante el riesgo inflacionario de la economía y la depreciación del yen frente al dólar decidió aumentar el tipo de interés bancario de 2,5% al 6%, originando así que los precios de las acciones sufrieron un fuerte descenso y los precios de los bienes inmuebles cayeron. Dado que las acciones tenían como garantía los bienes inmuebles el sistema financiero entró en una grave crisis.

Crisis Financiera Asiática

El aumento de valor del dólar estadounidense provocó que las exportaciones de varios países asiáticos, cuyas monedas se encontraban atadas al dólar, se hicieran menos competitivas.

En julio de 1997, surgió una devaluación expandida tras la decisión de Tailandia de fluctuar su moneda, dando inicio a la crisis financiera asiática, de la cual Indonesia, Tailandia y Corea del Sur fueron los más afectados, con una contracción durante la crisis del 83,4%; 40,4% y 34,2%, respectivamente.

Crisis de las Hipotecas Sub-Prime.

La crisis de los créditos de alto riesgo se desató en Estados Unidos durante el verano de 2007. Sus orígenes están en las hipotecas hechas a los prestatarios con menor capacidad para pagar los préstamos. El resultado ha sido el cierre de muchas compañías que invirtieron fuertes sumas de dinero en productos relacionados con las hipotecas sub-primas y a la reducción de créditos alrededor del mundo.

La bancarrota de Lehman Brothers y la adquisición de Merrill Lynch, en septiembre de 2008, marcaron el inicio de la crisis financiera global, la cual ha provocado la desaceleración del crecimiento económico mundial, una contracción en el comercio internacional y el aumento en el desempleo.

Tipos y Metodología de la Investigación

Con base en (Barrantes Echavarría, 1999), los criterios para clasificar las investigaciones pueden ser: finalidad, alcance temporal, profundidad y carácter de la media. Estos pueden abordarse metodológicamente en cualquier enfoque y pueden combinarse entre sí, pero se debe determinar el tipo que más se ajusta a un determinado estudio. A continuación, se detalla la clasificación de los tipos de investigaciones:

Según Finalidad

La investigación básica, es aquella actividad orientada a la búsqueda de nuevos conocimientos y campos de investigación sin un fin práctico, específico e inmediato. Su objetivo es crear un cuerpo de conocimientos teóricos en algún campo de la ciencia.

Por otra parte, la investigación aplicada, su finalidad es la solución de problemas prácticos para transformar las condiciones de un hecho que preocupa.

Según el Alcance Temporal

Según su alcance en el tiempo, existen dos tipos de investigaciones a saber: los estudios transversales que estudian aspectos de desarrollo de los sujetos en un momento dado y los estudios longitudinales, basados en investigaciones que estudian un aspecto o problema en distintos momentos, niveles o edades.

Según Profundidad u Objetivo

Para este tipo se pueden definir las siguientes metodologías:

- ✓ Exploratoria: Se realiza para tener un primer conocimiento de una situación para luego realizar una posterior más profunda, por eso se dice que tiene un carácter provisional. Por lo general es descriptiva, pero puede llegar a ser explicativa.

- ✓ Descriptiva: Su objetivo central es la descripción de fenómenos. Se sitúa en un primer nivel del conocimiento científico. Usa la observación, estudios correlacionales y el desarrollo.
- ✓ Explicativa: Explica los fenómenos y el estudio de sus relaciones para conocer su estructura y los aspectos que intervienen en su dinámica.
- ✓ Experimental: Estudia las relaciones de causalidad utilizando la metodología experimental con la finalidad de controlar los fenómenos. Se fundamenta en la manipulación activa y el control sistemático de las variables independientes.

Según el Carácter de la Media

- ✓ Cuantitativo: Se fundamenta en aspectos observables y susceptibles de cuantificar. Utiliza la metodología empírico-analítica y se sirve de la estadística para el análisis de los datos.
- ✓ Cualitativa: Estudia, especialmente, los significados de las acciones humanas y de la vida social. Utiliza la metodología interpretativa (etnografía, fenomenología, interaccionismo, etc.). El tratamiento de los datos es generalmente cualitativo.

Según el Marco en que Tiene Lugar

- ✓ De laboratorio: Sus acciones se realizan en un laboratorio, conlleva la acción intencionada de las condiciones de la investigación.
- ✓ De campo o sobre el terreno: Son estudios que se realizan en situaciones naturales y que permiten con mayor libertad generalizar los resultados a situaciones afines.

Según la Concepción del Fenómeno

- ✓ Nomotética: Pretende establecer leyes, orientándose a explicaciones generales. Utiliza la metodología empírico-analítica y se apoya básicamente en la experimentación.

- ✓ Ideográfica: Enfatiza lo particular e individual. Se basa en la singularidad de los fenómenos y su objetivo no es llegar a leyes generales ni ampliar el conocimiento teórico.

Según la Dimensión Temporal

- ✓ Histórica: Estudia los fenómenos ocurridos en el pasado, reconstruyendo los acontecimientos y explicando su desarrollo, fundamentando su significado en el contexto en que ha surgido.
- ✓ Descriptiva: Estudia los fenómenos tal y como aparecen en el presente, en el momento de realizar la investigación. Incluye gran variedad de estudios cuyo objetivo es describir los fenómenos (diagnósticos, estudio de casos, correlaciones, etc.)
- ✓ Experimental: El investigador introduce cambios deliberados con el fin de observar los efectos que producen. Su característica esencial es el escogimiento al azar de las muestras y la manipulación de las variables.

Según la Orientación que Asume

- ✓ Orientada a la comprobación: Su objetivo básico es contrastar teorías, empleando la metodología empírico-analítica, casi experimental (investigación donde la muestra no es seleccionada aleatoriamente) o ex post facto.
- ✓ Orientada al descubrimiento: Su objetivo básico es generar o crear conocimiento desde una perspectiva inductiva. Emplea una metodología interpretativa, como la etnografía, para comprender los fenómenos.
- ✓ Orientada a la explicación: Busca dar respuestas a problemas concretos para la toma de decisiones, ya sea para cambiar o mejorar la práctica (investigación acción, investigación in situ).

Técnicas de Recolección de Información

Las técnicas a utilizar en un estudio dependen de las características del mismo, por lo que para fines de este proyecto solo se explicaran las técnicas de entrevista y observación.

Las Encuestas

Hay dos tipos de encuestas: las que se aplican en forma escrita (cuestionario) y las que se aplican oralmente (entrevista). La entrevista es “una conversación, generalmente entre dos personas, de los cuales uno es el entrevistador y el otro el entrevistado” (Barrantes Echavarría, 1999).

Para que la encuesta sea una fuente de información científica, es necesario que forme parte de un proceso sistemático, donde se inicie con la definición de la población y unidad muestral, selección del tamaño de la muestra, material para realizar la encuesta, organización del trabajo de campo, tratamiento estadístico y discusión de los resultados. (Barrantes Echavarría, 1999)

El cuestionario es el instrumento utilizado para realizar las encuestas. Consta de una serie de preguntas escritas para ser resuelto sin intervención del investigador. Las funciones básicas son obtener, por medio de preguntas adecuadas, las respuestas que suministren los datos necesarios para cumplir con los objetivos de la investigación. Las preguntas de un buen cuestionario deben resumir dos cualidades fundamentales: confiabilidad y validez. (Barrantes Echavarría, 1999)

El cuestionario consta de 3 partes fundamentales:

- ✓ La introducción.
- ✓ Las instrucciones.
- ✓ El cuerpo o grupo de preguntas.

Por su tipo de administración pueden clasificarse como:

- ✓ Autoadministrados.
- ✓ Por entrevista personal.
- ✓ Por teléfono.

- ✓ Autoadministrado, pero enviado por correo postal, electrónico o por mensajería.

Existen tres formas de realizar una encuesta: de modo personal, entrevista telefónica y por correo. La primera suele ser muy costosa ya que se requiere de tiempo y dinero para adiestrar a los encuestadores, para que estos tomen de forma hábil, clara y directa la respuesta que se quiere obtener y eliminar las ambigüedades en lo que contestan los encuestados, pero la técnica es igualmente efectiva y el porcentaje de respuestas suele ser el máximo. (Kinnear, T y Taylor, J, 2005)

De igual forma la telefónica, es costosa por este tiempo de capacitación, igualmente esta técnica es efectiva, no en tanto porcentaje como la personal ya que es más difícil entablar el contacto y la confianza entre el entrevistador y entrevistado además de que se omite el lenguaje corporal que en ocasiones suele ser importante.

La entrevista vía correo es la menos costosa de todas, pero es la que mayormente tiene respuestas incompletas o ambiguas. Además, es una técnica que retrasa el proceso de investigación, ya que los entrevistados posponen el envío de su respuesta debido a sus labores diarias.

Observación

La observación permite la grabación del comportamiento en que ocurre, eliminando de esta manera errores asociados a la evocación del comportamiento. En definitiva, la observación es “el proceso de reconocer y tener en cuenta objetos y acontecimientos relevantes”.

Selección del Tamaño de Muestra

La selección de un tamaño de muestra adecuado colabora en la agilidad de la investigación, así como en la vinculación que tiene la misma con la población dependiendo de los márgenes de error y porcentajes de confianza.

Existen tres razones principales para preferir una muestra, primero que todo es el tiempo, segundo son los costos que se incurren en un censo y tercero es engorroso

y poco eficiente obtener un conteo completo de la población objetivo. Es por esto que el investigador se dedica a inferir a partir de los resultados obtenidos con la muestra. (Berenson, Mark L y Levine David M., 1982)

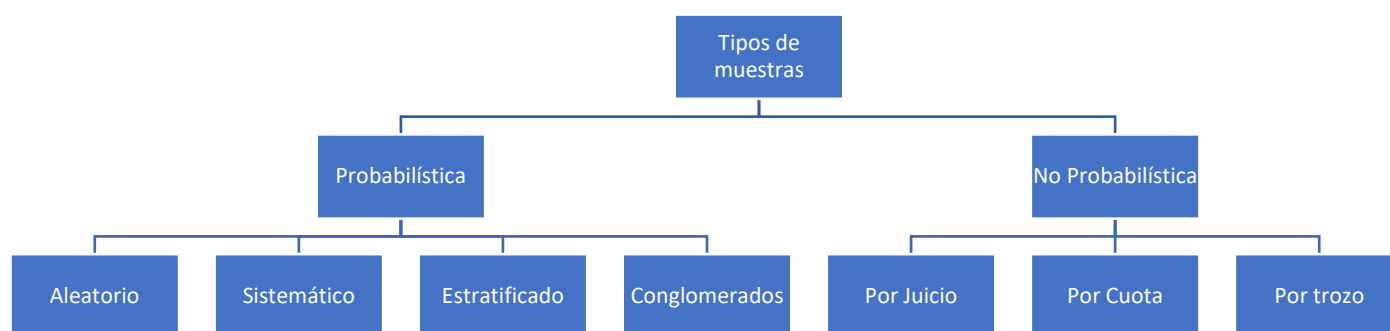
Tipos de Muestra

Existen dos tipos esenciales de muestras, la probabilística y la no probabilística, cada una utiliza diversos procedimientos o técnicas que las hacen aptas según el tipo de investigación.

La primera es aquella en la cual los sujetos de la muestra se seleccionan con base en probabilidades conocidas. (Berenson, Mark L y Levine David M., 1982). Es la más utilizada, además de ser la más compleja ya que posee procedimientos delicados en cada una de sus técnicas. Entre esas técnicas podemos citar muestreo aleatorio simple, sistemática, estratificado y de conglomerados.

La segunda es la más sencilla ya que comprende procedimientos como muestras de juicio, de cuotas trozos de pastel. La desventaja es que no hay forma probabilística de interpretar cuán representativa es la muestra de la población. (Berenson, Mark L y Levine David M., 1982)

IMAGEN 5: Tipos de Muestra



Fuente: (Berenson, Mark L y Levine David M., 1982)

Coeficiente de Correlación Lineal

La correlación, también conocida como coeficiente de correlación lineal de Pearson, es una medida de regresión que pretende cuantificar el grado de variación conjunta entre dos variables.

Por tanto, es una medida estadística que cuantifica la dependencia lineal entre dos variables donde sus valores absolutos oscilan entre 0 y 1. Esto es, si tenemos dos variables X e Y , y definimos el coeficiente de correlación de Pearson entre estas dos variables como r_{xy} entonces: $0 \leq r_{xy} \leq 1$.

Definición de Correlación Lineal

La correlación es una medida de la relación (covariación) lineal entre dos variables cuantitativas continuas (x , y). La manera más sencilla de saber si dos variables están correlacionadas es determinar si covarían (varían conjuntamente).

Es importante hacer notar que esta covariación no implica necesariamente causalidad, la correlación puede ser fortuita, como en el caso clásico de la correlación entre el número de venta de helados e incendios, debido al efecto de una tercera variable, la temperatura ambiental.

La correlación es en esencia una medida normalizada de asociación o covariación lineal entre dos variables. Esta medida o índice de correlación r puede variar entre -1 y +1, ambos extremos indicando correlaciones perfectas, negativa y positiva respectivamente. Un valor de $r = 0$ indica que no existe relación lineal entre las dos variables. (Vinuesa, 2019)

Fórmula del Coeficiente de Correlación

Estadísticamente, La varianza de una muestra representa el promedio de la desviación de los datos con respecto a la media, como se expresa en la siguiente fórmula: (Vinuesa, 2019)

$$Varianza(s^2) = \frac{\sum (x_i - \bar{x})^2}{N - 1} = \frac{\sum (x_i - \bar{x})(x_i - \bar{x})}{N - 1}$$

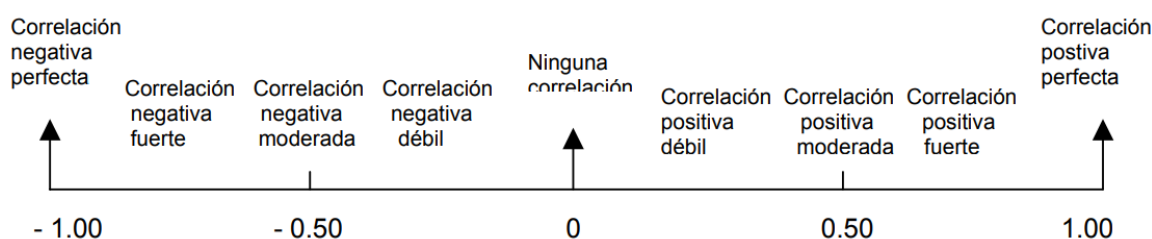
Por su parte, La covarianza entre dos variables x e y es una medida de la relación “promedio” éstas. Es la desviación promedio del producto cruzado entre ellas: (Vinuesa, 2019)

$$cov(x, y) = \frac{\sum (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{N - 1}$$

Interpretación del coeficiente de correlación.

Como se ha indicado el coeficiente de correlación de Pearson es un índice cuyos valores absolutos oscilan entre 0 y 1. Cuanto más cerca de 1 mayor ser la correlación, y menor cuanto más cerca de cero. ¿Pero cómo interpretar un coeficiente determinado? ¿Qué significa un coeficiente de 0?6? ¿Es alto o bajo? No puede darse una respuesta precisa. Depende en gran parte de la naturaleza de la investigación. Por ejemplo, una correlación de 0.6 sería baja si se trata de la fiabilidad de un cierto test, pero, sin embargo, sería alta si estamos hablando de su validez. (Camacho Martinez, 2019)

IMAGEN 6. Diagrama de Correlación entre dos variables



Fuente: (Alicia Vila, Máximo Sedano , Ana López, Ángel A. Juan, 2019)

Tipos de Variables

Las variables son las propiedades, cualidades, atributos o características de un evento, situación u objeto de investigación (personas, cosas, situaciones, etc.). Toda investigación gira en torno a la medición –cuantitativa o cualitativa- de las variables y sus relaciones.

La variable independiente es la que produce modificaciones o incidencias en otra variable con la cual está relacionada y la variable dependiente es la que experimenta modificaciones o efectos, siempre que la variable independiente cambia de valor o modalidad de darse. Por ello, también, puede decirse que esta variable es efecto o consecuencia de la variable independiente. (Ramírez Artavia, 2010)

CAPÍTULO METODOLOGÍA

El enfoque de investigación consiste en la forma en que se va conducir la investigación para obtener el conocimiento, por lo que el tercer capítulo orienta al lector sobre el diseño, técnicas e instrumentos para investigar.

Diseño de la investigación

Esta investigación de combinación entre la investigación exploratoria, la concluyente o descriptiva y la explicativa, siendo utilizadas en el orden respectivo durante el desarrollo de la misma, todas con un enfoque cuantitativo ya que efectúa una recolección y análisis de datos para contestar las incógnitas planteadas en el problema de investigación.

Se considera que esta investigación es de tipo exploratoria porque se recopiló información variada, que incluía revisiones bibliográficas para guiar y fundamentar el desarrollo del trabajo.

Una vez recopilada toda la información necesaria para realizar el proyecto, se procedió con la investigación descriptiva en la cual se desarrolló una entrevista estructurada vía correo electrónico a los gerentes de los fondos de inversión inmobiliarios escogidos, según la metodología de selección que se describe más adelante; de donde se obtuvo la información que permite analizar y describir, en combinación con los resultados recolectados por la investigación exploratoria.

La información sirvió como insumo para generar las conclusiones y recomendaciones que son necesarias para concretar, y comprobar si lo planteado en los objetivos se cumple.

Finalmente, con el análisis de los datos recabados se buscará de determinar las relaciones de dependencia causa-efecto por medio de las correlaciones de las variables.

Descripción del procedimiento para seleccionar a los y a las participantes

Para la elección de la muestra de la encuesta a realizar se definió una muestra no probabilística por juicio, por cuanto se eligieron personas expertas de la industria, con puesto ejecutivos y que dentro de su administración se encuentren fondos de inversión. De esta manera se asegura que los aportes dados a la investigación no posean sesgos importantes por desconocimiento del mercado o negocio.

La muestra está compuesta por 8 Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y una cámara de la industria, a saber:

- ✓ BCR SAFI
- ✓ BN SAFI
- ✓ BCT SAFI
- ✓ Grupo Financiero ACOBO
- ✓ Popular SAFI
- ✓ Improsa SAFI
- ✓ PRIVAL Fondos de Inversión
- ✓ Mercado de Valores
- ✓ Cámara de Fondos de Inversión

Posteriormente, para la selección de los Fondos de Inversión Inmobiliarios a escoger, se definieron los siguientes criterios:

- ✓ Primer filtro: Información disponible desde el 2008
- ✓ Segundo Filtro: No ser un Fondo Inmobiliario de Desarrollo
- ✓ Tercer Filtro: Tamaño de la cartera de activos, de manera que nos permita un mejor análisis.
- ✓ Cuarto Filtro: Concentración por sector (diversificado)

Descripción de los instrumentos para recolectar la información

Por medio de la revisión de la literatura se pretende detectar, consultar y obtener la bibliografía de aquella información relevante y necesaria relacionada con el

problema de investigación (Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P., 2006)

Para el presente estudio se consultaron varias fuentes de información, entre las que se encuentran como fuentes primarias:

- ✓ Artículos de estudios y de periódicos.
- ✓ Prospectos e informes trimestrales de los fondos de inversión en estudio.
- ✓ Reportes mensuales, trimestrales y anuales de SUGEVAL.
- ✓ Encuestas realizadas a gerentes de Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión que poseen Fondos de Inversión Inmobiliarios
- ✓ Boletines informativos (Cámara de Fondos de Inversión).

En cuanto a las encuestas se diseñó un instrumento con preguntas abiertas y cerrada, autoadministrado enviado por correo electrónico a los ejecutivos de las SAFIs seleccionados, bajo los criterios del apartado anterior.

Como fuentes secundarias se poseen:

- ✓ Libros.
- ✓ Páginas Web.
- ✓ Informes publicados en el sitio web de la Superintendencia de Valores.

Descripción de los procedimientos y técnicas para analizar y sistematizar la información

El análisis y la sistematización de la información en un primer plano será con un enfoque cualitativo que recurre a la recolección de datos, revisión de documentos y al criterio de expertos ya sea en persona o por medio de la investigación documental, con el fin de entender las características de los fondos de inversión en Costa Rica así como sus posibles riesgos asociados (Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P., 2006)

La sistematización de los datos resultantes de las encuestas a los gerentes se presentará por medio de tablas con mapas de calor, donde se el color rojo representa los niveles más bajos, amarillo los intermedios y verde los más altos,

pasando por una degradación de cada tonalidad según la ubicación de las respuestas; gráficos y descripción de la información recolectada.

Por otra parte, se dará un enfoque cuantitativo por cuanto se recogen datos que están presentados mediante números y con ayuda de la estadística y análisis de ciclos y tendencias se ubicaran los hitos que marcaron momentos recesivos o críticos en los diferentes fondos de inversión inmobiliario y compararlos con los ciclos económicos analizados anteriormente. (Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P., 2006)

Para lo anterior se utilizará la técnica estadística de correlación lineal, donde se define como variable independiente a cada uno de los indicadores macroeconómicos en estudio y como variable dependiente los rendimientos de las participaciones de los fondos de inversión inmobiliario escogidos para análisis.

En aras de minimizar los sesgos externos y transitorios de las variables independientes, el equipo investigador ha determinado que el valor aceptable para considerar una correlación como significativa es un valor absoluto igual o superior a 0.80.

Con el fin de poder generar la correlación de manera expedita, se construye la misma mediante la fórmula de correlación dentro de la herramienta de Microsoft Office, mediante la sintaxis “COEF.DE.CORREL(matriz1;matriz2)”.

Descripción de los procedimientos para generar la propuesta

Para desarrollar la caracterización y clasificación de los fondos de inversión inmobiliarios, así como la definición de los hitos se recopiló información mediante la revisión de documentos de los principales entes como SUGEVAL, la Cámara de Fondos de Inversión y el Banco Central de Costa Rica, entre otros.

Por otra parte, se tomaron datos macroeconómicos del periodo de estudio, para luego comparar los resultados de los hitos más importantes y correlacionarlos con los de los hitos encontrados para los Fondos de Inversión Inmobiliarios.

Para realizar el análisis de tendencias de los fondos de inversión se recolectó información numérica relacionada con los fondos, tales como: tamaño, número de

participantes, valor total de los activos, rendimiento, desviación estándar, entre otros, y se efectuó un análisis mediante el uso de métodos estadísticos, dicha información fue obtenida de los informes mensuales, bimestrales y quincenales desarrollados por la SUGEVAL.

Se realizan, además, nueve entrevistas cualitativas a gerentes de SAFIs, enviadas por correo electrónico por medio de un cuestionario con preguntas cerradas y abiertas.

Fondos de Inversión Inmobiliario Seleccionados

Conforme a los criterios indicados en el apartado 3.2 sobre la descripción del procedimiento para seleccionar a los y a las participantes del estudio, se tiene definieron por el grupo investigador los siguientes 5 fondos de inversión inmobiliario.

BCR Fondo de Inversión Inmobiliario del Comercio y la Industria (FCI) No Diversificado

Tal como se describe en su prospecto, el Fondo está dirigido a inversionistas que cuentan con un alto grado de conocimiento de las características tanto del mercado de valores costarricenses, así como del mercado inmobiliario de este país, que cuentan con un alto poder adquisitivo. Asimismo, estos cuentan con algún grado de asesoría sobre inversiones diferentes a las inversiones en activos financieros, de tal forma que son capaces de comprender cómo las técnicas de gestión de activos, utilizadas por los administradores de carteras colectivas de inversión, son aplicadas en este caso a cosas del mercado inmobiliario.

Este es un Fondo que se dirige a inversionistas con un horizonte de inversión de largo plazo, que desean participar de una cartera inmobiliaria y cualquier plusvalía de estos activos, como resultado de la revalorización de los mismos, únicamente será observada en el largo plazo.

El Fondo de Inversión Inmobiliaria del Comercio y la industria es un fondo cerrado, no diversificado, en dólares estadounidenses que invierte en el mercado local y el objetivo es de ingreso. El valor nominal de la participación es de US\$5.000.

El fondo puede invertir en inmuebles de comercio, oficinas, bodegas, condominio, casas, departamentos y centros de negocios.

BCR Fondo de Inversión Inmobiliario No Diversificado

Al igual que el fondo BCR Fondo de Inversión Inmobiliario del Comercio y la Industria (FCI) No Diversificado es un fondo que según su prospecto está dirigido a inversionistas que cuentan con un alto grado de conocimiento de las características, tanto del mercado de valores costarricenses, así como del mercado inmobiliario de este país, que cuentan con un alto poder adquisitivo. Asimismo, estos cuentan con algún grado de asesoría sobre inversiones diferentes a las inversiones en activos financieros, de tal forma que son capaces de comprender como las técnicas de gestión de activos, utilizadas por los administradores de carteras colectivas de inversión, son aplicadas en este caso a cosas del mercado inmobiliario.

Este es un Fondo que se dirige a inversionistas con un horizonte de inversión de largo plazo, que desean participar de una cartera inmobiliaria y cualquier plusvalía de estos activos, como resultado de la revalorización de los mismos, únicamente será observada en el largo plazo.

BCR Fondo de Inversión Inmobiliario No Diversificado es un fondo cerrado, no diversificado, en dólares estadounidenses que invierte en el mercado local y el objetivo es de ingreso. El valor nominal de la participación es de US\$5.000.

El fondo puede invertir en inmuebles de comercio, oficinas, bodegas, condominio, casas y departamentos y centros de negocios.

Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar (Improsa)

Según el prospecto el fondo Inmobiliario Gibraltar se encuentra dirigido a inversionistas que cuentan con un alto grado de conocimiento del mercado Inmobiliario costarricense o con asesoría en inversiones inmobiliarias, siendo capaces de comprender como la gestión colectiva de la inversión financiera es aplicada en este caso a la inversión inmobiliaria. A inversionistas dispuestos a participar de una cartera inmobiliaria, a asumir riesgos por su participación indirecta

en el mercado Inmobiliario, buscando con ello obtener una plusvalía por la revalorización de los inmuebles.

Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar es un fondo cerrado, diversificado, en dólares estadounidenses que invierte en el mercado local y el objetivo es de ingreso. El valor nominal de la participación es de US\$5.000.

El fondo puede invertir en inmuebles de comercio, oficinas, restaurantes, bodegas, industrial, sector público o privado.

Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos (Mercado de Valores)

Según el prospecto del fondo de Inversión inmobiliario Multifondos se encuentra dirigido a inversionistas que desee participar de una cartera inmobiliaria, dispuesto a asumir riesgos por su participación indirecta en el mercado inmobiliario y que a su vez pretende obtener una plusvalía por la revalorización de los inmuebles (la cual puede ser positiva, nula o negativa). Que posea la capacidad de soportar pérdidas temporales o incluso permanentes en el valor de sus inversiones.

Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos es un fondo cerrado, diversificado, en dólares estadounidenses que invierte en el mercado local y el objetivo es de ingreso. El valor nominal de la participación es de US\$5.000.

El fondo puede invertir en inmuebles de locales comerciales, oficinas, hoteles, restaurantes, bodegas, parqueos, parques industriales, servicios de salud, residencia.

Fondo de Inversión Inmobiliario Vista (ACOBO)

La inversión en el Fondo Inmobiliario Vista está dirigido a inversionistas que desean participar en una cartera diversificada de bienes inmuebles a través de un fondo de inversión. Asimismo, cuentan con algún grado de asesoría sobre inversiones diferentes a las inversiones en activos financieros, de tal forma que son capaces de comprender como las técnicas de gestión nacidas en el mercado financiero (la

gestión colectiva de la inversión) son aplicadas en este caso a objetos del mercado inmobiliario.

Es un fondo dirigido a inversionistas que desean participar de una cartera inmobiliaria. Es decir, un inversionista que está dispuesto a asumir riesgos por su participación indirecta en el mercado inmobiliario y que a su vez pretende obtener una plusvalía por la revalorización de los inmuebles (la cual puede ser positiva, nula o negativa).

Fondo de Inversión Inmobiliario Vista es un fondo cerrado, diversificado, en dólares estadounidenses que invierte en el mercado local y el objetivo es de ingreso. El valor nominal de la participación es de US\$5.000. El fondo puede invertir en inmuebles viviendas, oficinas, estacionamientos, usos comerciales o industriales.

CAPÍTULO Análisis sobre el Impacto de los Ciclos Económicos en Costa Rica sobre la Rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios del 2008 al 2019

Desde el año 2008, el ritmo de crecimiento a nivel mundial sufrió una importante desaceleración, particularmente en el último trimestre del año ante el escenario de las crisis de las hipotecas “subprime” en Estados Unidos. Este último país -nuestro principal socio comercial- registró una contracción en su economía como consecuencia de la disminución de la inversión inmobiliaria, un mayor desempleo y un menor nivel de consumo privado, ante las expectativas más pesimistas de los agentes económicos en EE.UU. sobre el futuro a corto plazo.

Lo acontecido en esas economías como en la costarricense hacen inferir que los ciclos económicos tienen incidencia directa sobre la oferta y la rentabilidad de las participaciones de fondos inmobiliarios, hipótesis que será analizada y probada para identificar su validez durante este capítulo.

Desempeño de las Variables Macroeconómicas en Costa Rica del 2008 al 2019.

En los años previos a la crisis a nivel internacional, los fondos inmobiliarios en Costa Rica mostraban un índice de ocupación importante caso contrario a lo ocurrido en los fondos de desarrollo inmobiliario.

Tras la crisis del 2008, los fondos de desarrollo sí se vieron afectados ya que según Víctor Chacón, Director Ejecutivo de la Cámara de Fondos de Inversión, los inversionistas no quisieron invertir más en estos fondos, por lo que los proyectos que ya se habían iniciado no pudieron recibir más aportes lo que los obligó a buscar

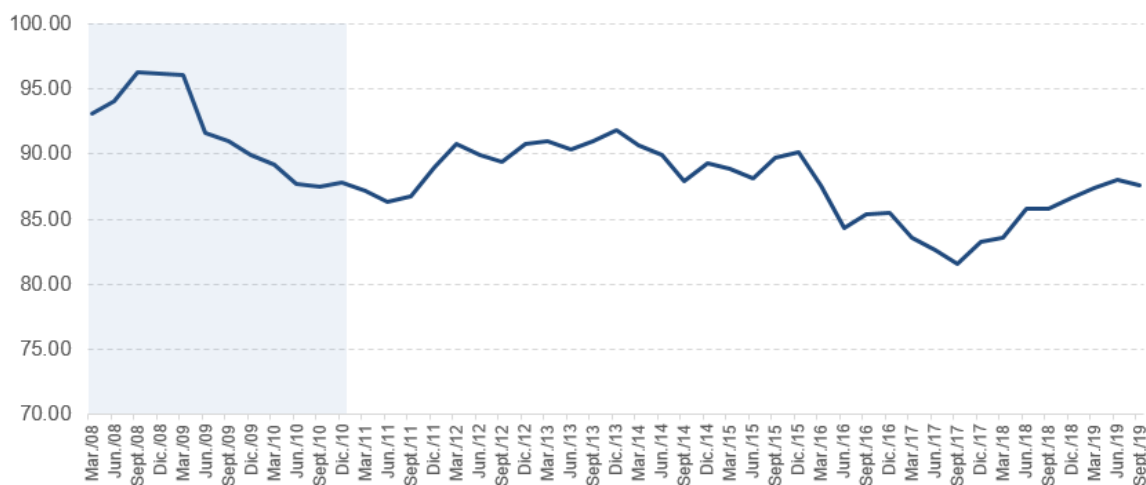
desesperadamente más créditos para financiar y terminar las obras o bien, entrar en negociaciones de liquidación total o parcial con activos de los fondos.

Así, propiamente el impacto de la crisis financiera en los Fondos Inmobiliarios se pudo percibir en el precio de los valores de algunos de estos Fondos en el mercado, ante la menor liquidez. El entorno de mayor riesgo se evidenció con exigencia por parte de los inversionistas de mayor rendimiento, lo que ajustó sus precios a la baja.

Jorge Baltodano, Gerente General de BCT, señala que la crisis financiera del 2008 disminuyó los niveles de liquidez en EE.UU y Europa y por lo tanto la oferta de fondos prestables hacia Costa Rica se redujo sustancialmente, en el sentido de que los bancos corresponsales solicitaron el repago de las líneas de crédito correspondientes. Ante esto, el nivel de liquidez local general se redujo y por lo tanto inversionistas tienen que disponer de inversiones para obtener liquidez. Algunos de esos activos fueron los fondos inmobiliarios y por ende se vieron afectados.

Además, como consecuencia de la crisis, muchas empresas que arrendaban espacios para sus operaciones se vieron en la obligación de reducir costos y maximizar el uso de los recursos para sostenerse en medio de la compleja situación económica, lo que los llevó a solicitar disminuciones en el precio de alquiler, disminuir el tamaño físico de sus operaciones y en algunos casos, al cierre definitivo de sus negocios. Estuvo, como era de esperar, tuvo un impacto directo en los indicadores de ocupación, morosidad y en la rentabilidad de los fondos inmobiliarios.

GRÁFICO 1: Porcentaje de ocupación de Fondos Inmobiliarios tras la crisis financiera del 2008

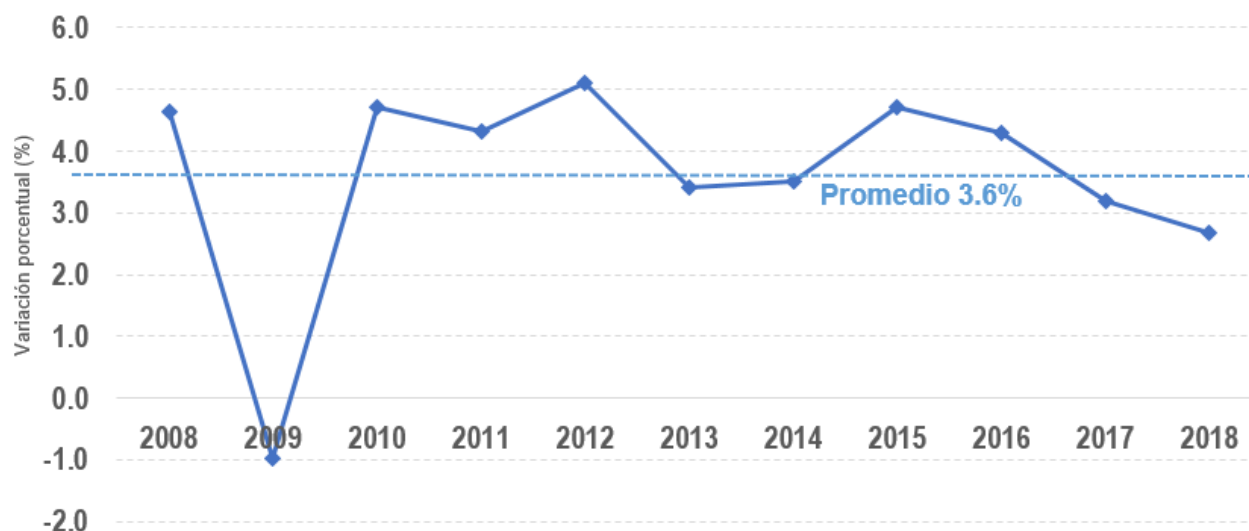


Fuente: Elaboración propia con datos de (SUGEVAL, 2019).

Considerando lo anterior, podríamos asumir que ¿los resultados de los Fondos de Inversión Inmobiliarios se ven directamente afectados por la coyuntura macroeconómica?

Sin duda el panorama económico costarricense ha cambiado mucho en los últimos diez años. La crisis económica y financiera originada en los países desarrollados, se evidenció en Costa Rica con una desaceleración significativa entre las exportaciones de bienes y los ingresos por concepto de turismo impactando además las exportaciones de manufacturas en zonas francas.

GRÁFICO 2: Crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB)



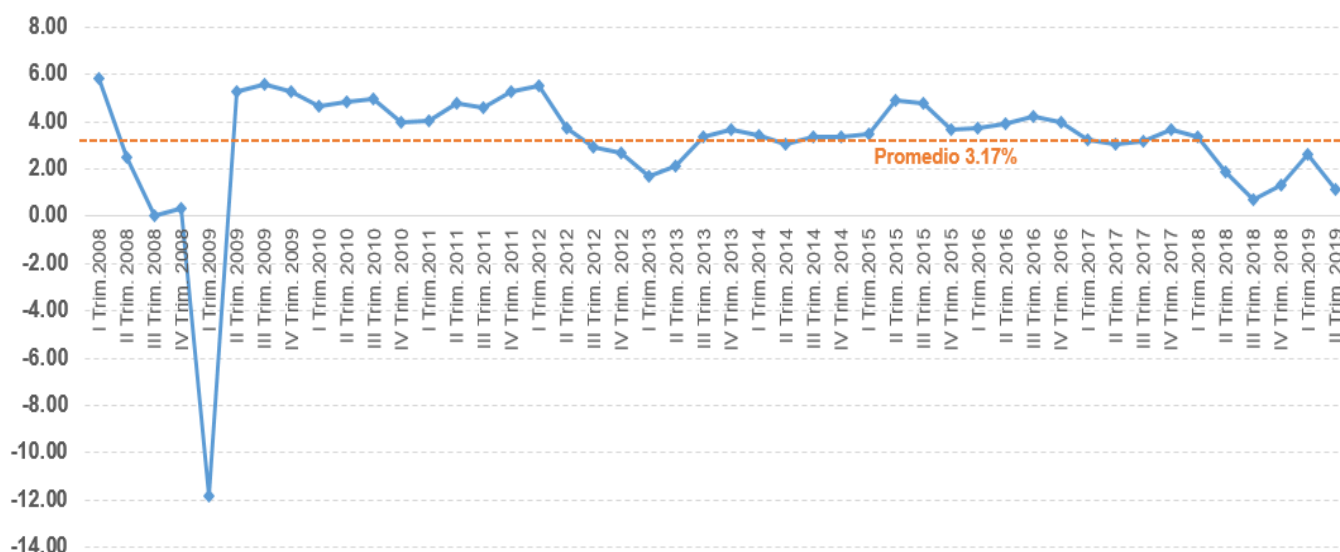
Fuente: Elaboración propia con datos del (BCCR, 2019).

Durante los años posteriores a la crisis del 2008, la actividad económica medida a través del Producto Interno Bruto (PIB), ha mostrado una volatilidad importante, hoy con un comportamiento por debajo del promedio y con una preocupante tendencia a la baja

Entre el 2009 y 2012, los datos trimestrales reflejan variaciones significativas pasando de una fuerte caída a finales del 2009 a un crecimiento relativamente sostenido hasta registrar una desaceleración la fecha.

Si mostramos los datos de manera trimestral se nota la misma tendencia del crecimiento, pero con una acentuación más marcada en ciertos periodos:

GRÁFICO 3: Producto Interno Bruto (Variación Porcentual Trimestral)



Fuente: Elaboración propia con datos del (BCCR, 2019)

Tal como se detalla en el informe trimestral sobre “Evolución del PIB real y Balanza de Pagos” del BCCR, “en el tercer trimestre del 2011 el PIB real creció a una tasa anualizada de 5.0%, producto del crecimiento tanto de la demanda interna como externa. Los factores determinantes de la evolución de la demanda interna fueron el consumo de los hogares y la formación bruta de capital en tanto que en la demanda externa destacó la aceleración en el ritmo de crecimiento de la exportación de servicios empresariales”. Sobre este último punto, destaca el auge en el sector servicios, particularmente ligado a servicios de informática (“software”) y centros de llamadas (“call centers”) los cuales se concentran en Zonas Francas.

Sobre la Inversión Extranjera Directa (IED), Costa Rica guarda en su historia económica un “antes y después de INTEL”. En 1996 la entrada de esta fábrica de microprocesadores al país trajo consigo un impacto positivo en la economía al cambiar el modelo productivo, pasando de ser una economía exportadora de bienes primarios (como café y banano) a ser exportadora de bienes sofisticados.

Así, el inicio de las operaciones de esta transnacional en el país abrió el camino a la entrada de nuevas empresas transnacionales que han encontrado en el país las condiciones necesarias para establecerse a través de los fondos inmobiliarios, esto

en cuanto la oferta de arquitectura, ubicación y acceso. Según datos de CINDE, al 2017, había poco más 300 empresas multinacionales instaladas en el país las cuales se ubican entre oficentros, zonas francas y parques industriales, muchos de los cuales forman parte de los inmuebles de los fondos inmobiliarios.

Sobre el comportamiento de los precios, los niveles de inflación subieron notablemente tras la crisis en un entorno de altos precios en materias primas hasta registrar incluso cifras de dos dígitos en nuestro país. Sin embargo, el efecto se revirtió a partir del 2009, tras la fuerte desaceleración que tuvieron los precios producto de la recesión económica local y la caída en los precios internacionales de las materias primas, principalmente del petróleo.

Durante 2015, particularmente en el período entre enero y mayo, a nivel mundial no sólo el nivel de precios resultó bajo sino, además, el crecimiento económico fue moderado influenciado por la desaceleración la mayor economía en el mundo así como parte de las economías emergentes (incluyendo China). Caso contrario se registró en Europa, concretamente en la Zona Euro, donde se empezaba a registrar una mejora en su dinamismo. Este panorama -tal como se menciona en el Informe Mensual de Inflación del BCCR para mayo 2015- llevó a los bancos centrales, incluyendo el BCCR a mantener sus políticas monetarias con un tono flexible. En Estados Unidos, para el año 2015 la economía sumaba casi una década con sus tasas de interés cercanas a cero. Particularmente después de la crisis financiera del 2008, la Reserva Federal (Fed) de EE. UU había estimado conveniente rebajar al máximo posible el costo del crédito del dinero a fin de reactivar la economía que atravesaba su peor recesión desde la década de 1930.

Para diciembre 2015, la Fed anunció el primer su ajuste al alza, pasando de 0,25% a ubicarse entre 0,25% y 0,50%.

Costa Rica no fue la excepción. En los primeros cinco meses del 2015, el BCCR redujo gradualmente su Tasa de Política Monetaria (TPM) en 150 puntos base (p.b). La decisión de la Autoridad Monetaria consideró entre sus variables la desaceleración de la inflación local; la ausencia de presiones adicionales de demanda agregada de origen monetaria –con inflación subyacente que en los

últimos 24 meses se había mantenido dentro del rango de inflación- además de que los precios de las materias primas a nivel internacional se mantenían históricamente bajos, lo cual aunado al comportamiento del tipo de cambio, reducía la presión inflacionaria de origen externo.

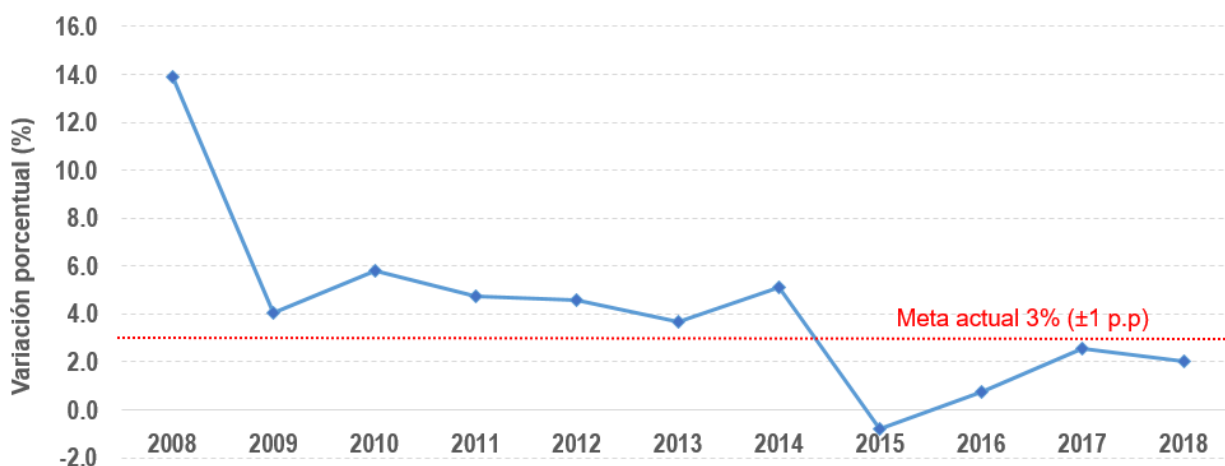
De este modo, esta rebaja aplicada en la TPM trajo consigo disminuciones en las tasas del interés en el mercado local en distintas magnitudes. La tasa básica pasiva disminuyó en 40 p.b mientras que la tasa activa contractual promedio en 12 p.b.

En Costa Rica, la inflación interanual promedio para el primer trimestre del 2015 de nuestros principales socios comerciales se estimó en 0,85% y el diferencial entre dicho indicador y la tasa de inflación promedio local fue de 2,8 puntos porcentuales (p.p.).

Hoy, el nivel de precios cumple más de tres años de ubicarse por debajo de la meta de inflación del Banco Central, en un entorno donde a nivel internacional, la inflación de los principales competidores comerciales también se mantiene por debajo de los niveles esperados.

Particularmente para el cierre del 2018, la inflación se ubicó en 2,0%, con lo cual cumplió quince meses de estar contenida dentro del rango entre 2 y 4%, al igual que los indicadores de inflación subyacente (ISI) que cerraron en promedio en 2,3%.

GRÁFICO 4: Comportamiento nivel de precios



Fuente: Elaboración propia con datos del (BCCR, 2019)

A lo largo de los últimos diez años, sin duda uno de los puntos más críticos en nuestro país ha sido el tema fiscal. Durante el 2008 el país registró su último dato de superávit fiscal, que, si bien fue una cifra menor a 1%, al menos el dato reflejaba un panorama en el manejo de las finanzas públicas menos comprometido que el actual.

En 2008, el nivel de endeudamiento del país era por mucho menor y, por ende, la presión sobre las tasas de interés era también menor, situación que se revirtió con mayor fuerza en los últimos dos años ante la necesidad recursos del Ministerio de Hacienda para hacer frente a los compromisos de corto plazo.

Las elevadas cifras fiscales que Costa Rica enfrenta desde entonces han generado una preocupación importante -que se ha evidenciado con una menor calificación de riesgo país- además del reto de caminar hacia la consolidación fiscal.

Como bien lo ha planteado el Gobierno, el país requiere de una serie de esfuerzos sostenidos en el tiempo para lograr encaminar las finanzas públicas, sin embargo, desde finales del 2018, con la aprobación de la Reforma Fiscal, el país dio un paso importante en este tema además de enviar al mercado una señal de su compromiso con sanear las finanzas.

Esta difícil situación financiera por la que atravesó el Gobierno también tuvo repercusiones en el mercado cambiario, debido a que éste pasó de ser un oferente neto de divisas en Monex en el primer semestre del 2018 a ser un demandante neto en la segunda parte del año (hasta noviembre), justo en un periodo cuando, de acuerdo con los patrones de estacionalidad, el mercado de divisas nacional tiende a ser más “seco”. Estos hechos se reflejaron en las expectativas de variación cambiaria a 12 meses, que aumentaron de 3.6% en diciembre de 2017 a 5.8% en octubre de 2018 (aunque en noviembre y diciembre disminuyeron a 4.1% y 3.9%, respectivamente), una variable que se vio fuertemente reflejada en los resultados de los fondos de inversión inmobiliarios (BCCR, 2019).

Este 2019, la situación en el mercado cambiario ha sido diferente, con un exceso de oferta en ventanilla durante la mayor parte del año y con una apreciación acumulada a setiembre de -4.5%.

En este período nuestra economía también ha mostrado cambios en sus regímenes cambiarios. Entre octubre 2006 y enero 2015 el Banco Central aplicó un régimen de banda cambiaria para dar paso posteriormente al actual régimen de flotación administrada.

En febrero 2015 –tras mantenerse irrelevantes los límites de intervención de las bandas cambiarias casi desde el 2013- el BCCR adoptó un esquema cambiario de flotación administrada, donde el tipo de cambio nominal es determinado por las fuerzas del mercado, dejando la posibilidad de que sea la Autoridad Monetaria quien intervenga para acotar movimientos abruptos en este macro precio sin contradecir su tendencia (BCCR, 2019), siguiendo además los procedimientos y herramientas que hasta hoy ha utilizado.

Viabilidad de un Modelo de Correlación entre las Variables Macroeconómicas y la Rentabilidad de los Fondos de Inversión Inmobiliaria.

Viabilidad es la probabilidad de llevarse a cabo o de concretarse gracias a sus circunstancias o características de un proyecto o idea. En el caso que nos compete, a continuación, se analizarán casos de estudio en otros países con economías importantes, que permitan determinar si existe viabilidad para correlacionar variables macroeconómicas con la rentabilidad de las participaciones de los Fondos de Inversión Inmobiliarios.

Caso Australia

De dicho estudio, se tomaron las siguientes conclusiones relevantes:

Se consideran como factores las expectativas de ajuste en la inflación, la producción nacional, la confianza de los inversores y la curva de rendimiento. Para nuestro caso, adicional a estas variables se ha incluido el IMAE e Inversión Extranjera Directa.

Los REIT derivan principalmente sus ingresos por rentas, las expectativas inflacionarias más altas tienden a mejorar los rendimientos de las rentas. Para nosotros, los niveles de inflación son bajas, incluso son de un dígito y en muchas ocasiones, se han mantenido inferiores a la meta de inflación del BCCR, lo que impide grandes ajustes en las rentas.

Este estudio incluye los REIT que cotizan en la Bolsa de Valores de Australia (ASX) entre 1995 y 2015. Todas las variables financieras incluyen: precios de cierre ajustados, número de acciones en circulación, coeficientes de deuda a capital, capitalización de mercado e índices de precios de mercado obtenidos de Datastream. Los rendimientos se calcularon como el logaritmo natural de las relaciones de precios en períodos secuenciales. Todas las variables financieras estaban disponibles con frecuencia mensual. Para nuestro caso, estamos bajo un mercado de valores poco desarrollado, lo que lo hace incomparable con el Mercado de Australia.

En cuanto a los efectos de tamaño de los REITs y la inflación, el estudio australiano logró las siguientes conclusiones: los fondos de pequeña capitalización mostraron un mayor grado de exposición al riesgo de mercado, inflación inesperada, cambios en la estructura de plazos y riesgo de incumplimiento, mientras que los fondos medianos y grandes fueron impulsados principalmente por el riesgo de mercado. Los fondos con menos de AUD\$ 1bn (aprox. US\$680.000.000.000) en capitalización de mercado se consideraron pequeños, mientras que los fondos con una capitalización de mercado entre AUD \$ 1 - 3bn se consideraron medianos y los fondos con una capitalización de mercado superior a AUD \$3bn (aprox. US\$2.040MM) se consideraron grandes. En Costa Rica, el mercado de valores no cubre esos tamaños.

Caso Estados Unidos

Una de las economías más desarrolladas y líder en la gestión de portafolios e inversiones como lo es Estados Unidos, posee un estudio similar al presente, sin embargo, posee variables más consolidadas por las estructuras y profundidad de

sus mercados y conclusiones determinantes que son importantes rescatar. El estudio corresponde a una Tesis para optar por el grado de Master de Ciencias en Desarrollo Inmobiliario del Instituto Tecnológico de Massachusetts, realizada por William B. Strange III y Duo Tang.

El proceso de investigación examinó los datos financieros históricos de valores negociados públicamente emitidos por Fideicomisos de Inversión Inmobiliaria (REITS). La investigación aísla ciertas firmas cuantificables de datos financieros específicos y organiza esos datos en secciones transversales de series de tiempo agrupadas. (William B. Strange III, Duo Tang, 2000)

La gran diversidad y cantidad de datos disponibles por la amplia cuantía de transacciones les permitió tomar los rendimientos anuales al capital que se determinan para ciertos REITS de capital de 1990 a 1999 y se usan como la variable dependiente en un análisis de regresión estadística. (William B. Strange III, Duo Tang, 2000)

Luego de ajustes por factores macroeconómicos y tendencias generales del mercado, los resultados de regresión identifican varias variables específicas que muestran una relación estadística significativa con los rendimientos relativos del capital en valores REIT a lo largo del tiempo. (William B. Strange III, Duo Tang, 2000)

Existen impactos negativos en los rendimientos por aumentos en el tamaño de la empresa y por ciertas deudas como deuda a tasa variable, deuda no garantizada y deuda total. (William B. Strange III, Duo Tang, 2000)

Los impactos positivos en los rendimientos están asociados con niveles más altos de crecimiento de activos, así como con niveles relativamente más altos niveles de deuda garantizada y acciones preferentes. (William B. Strange III, Duo Tang, 2000)

La correlación positiva esperada de los retornos con aumentos en índices bursátiles más amplios y correlación negativa con el aumento no se muestran las tasas de interés a corto plazo. (William B. Strange III, Duo Tang, 2000)

Para el período de 1993 a 1999, los datos indican una correlación inversa de los rendimientos REIT al mercado de valores como se representa por el índice S&P 500 y una relación directa con las tasas de interés a corto plazo. (William B. Strange III, Duo Tang, 2000)

Como conclusión general Strange y Tang determinan que al examinar los últimos 10 años de datos los rendimientos se ven afectados positiva o negativamente dependiendo de las diferencias entre los REITS. Después de ajustar para variables macroeconómicas y para los efectos del mercado general, parece que varias variables a nivel de empresa tienen un impacto significativo en los rendimientos totales del capital; siendo los factores importantes la deuda, tamaño y crecimiento: (William B. Strange III, Duo Tang, 2000)

- ✓ **Deuda:** El factor principal que impacta negativamente en los rendimientos es un alto nivel de deuda. Además, las empresas que tienen una deuda de duración más corta o una deuda de tasa variable experimentan resultados negativos. La implicación bastante obvia de estos resultados es que el mercado castiga REITS con una estructura de capital apalancada.
- ✓ **Tamaño:** Entre más grande los REITS los retornos de capital son más bajos. Es muy probable que este resultado esté relacionado con el bajo riesgo de diversificación por tamaño. Además, el comportamiento de los inversores institucionales impacta desproporcionadamente en REITS más grandes; durante los últimos años de "depresión" en el Sector REIT, las grandes empresas experimentan la desventaja de esa relación.
- ✓ **Crecimiento:** El mercado recompensa el crecimiento de los activos. Las empresas crecen por adquisición indirecta y directa de activos. Las adquisiciones directas tuvieron lugar durante gran parte del período de estudio. Las empresas que compraron más "gangas" fueron recompensadas con mayores ganancias. Además, muchas empresas crecieron por fusión con REITS más pequeños y el mercado parece estar han recompensado a estas empresas también. Estas recompensas pueden reflejar ciertas economías de escala y las habilidades de gestión superiores de las empresas adquirientes.

Principales Hallazgos de la Encuesta a Ejecutivos de la Industria

Dentro de la metodología de estudio se definió una selección de una muestra de fondos de inversión inmobiliarios para realizar el análisis, sin embargo, el proceso de entrevistas se amplió a los 8 gerentes de sociedades administradores de fondos de inversión que administran fondos inmobiliarios y la Cámara de Fondos de Inversión, a fin de contar con la preceptiva amplia de la industria y poder compararla con los resultados de los fondos elegidos.

De las 9 entrevistas enviadas y requeridas se recibió una respuesta positiva de 7 representantes, sobre los cuales se basan los datos suministrados en este apartado, a saber: BCR SAFI, BN SAFI, BCT SAFI, Grupo Financiero ACOBO, Popular SAFI, Improsa SAFI y Cámara de Fondos de Inversión.

Sin duda el panorama económico costarricense ha cambiado mucho en los últimos diez años. La crisis económica y financiera originada en los países desarrollados, se evidenció en Costa Rica con una desaceleración significativa entre las exportaciones de bienes y los ingresos por concepto de turismo impactando además las exportaciones de manufacturas en zonas francas. En el mercado de valores, los efectos de crisis inmobiliaria de EE.UU. fueron diversos.

Existen diversas opiniones sobre el impacto en la industria de fondos inmobiliarios tras la crisis financiera del 2008, sin embargo, la opinión general apunta a que a los fondos inmobiliarios de renta no se afectaron pues en Costa Rica, la crisis se puntualizó en la construcción en general de manera que estuvo vinculado con inmuebles de uso turístico.

Los fondos inmobiliarios no hacen construcción, y lo que habían invertido en ese entonces en inmuebles de uso turístico o zonas costeras, era insignificante. El perfil de compras era más orientado a las oficinas, bodegas, comercios y zonas francas, todos ubicados en el Gran Área Metropolitana.

TABLA 2: Composición de los principales F. I. Inmobiliarios durante el 2008:

Actividad Económica	BCR Comercio e Industria	BCR	Gibraltar	Multifondos	Vista
Bodegas			√		√
Comercial	√	√	√	√	√
Oficinas	√	√	√	√	√
Parques Industriales	√			√	
Supermercados	√				

Fuente: Elaboración Propia con datos de (SUGEVAL, 2019).

Dado el contexto antes mencionado, se ha considerado la opinión de Gerentes actuales de Fondos de Inversión Inmobiliarios en Costa Rica a fin de definir qué variables macroeconómicas tienen mayor relevancia dentro del desempeño de la rentabilidad de los Fondos, logrando lo siguientes resultados:

TABLA 3: Variables macroeconómicas más relevantes según Encuesta

Variable macroeconómica	1 (bajo)	2	3 (medio)	4	5 (alto)
Tipo de cambio	1	1	3	2	
Inflación			4	2	1
Tasa de interés			2	2	3
IED			1	3	3
Actividad económica				1	6
Política Fiscal			3	1	3
Confianza del consumidor		1	1	1	4

Fuente: Elaboración Propia con datos recolectados en la entrevista a gerentes de las SAFI elegidas para el estudio.

A partir de los resultados anteriores, se realizó un análisis de correlación entre el rendimiento de los Fondos de Inversión Inmobiliarios elegidos y las variables macro incluidas en la encuesta con datos mensuales desde enero 2008 hasta setiembre 2019.

TABLA 4: Resultados de correlación²

Variable	Correlación
IMAE	-0.19
IPC	0.64
TBP	0.27

Fuente: Elaboración Propia con datos recolectados en la entrevista a gerentes de las SAFI elegidas para el estudio

Sobre la tabla anterior se debe considerar que los datos correspondientes a la confianza del consumidor no han sido incluidos pues la serie se empezó a publicar a partir del 2013, por lo que la información resulta insuficiente. Además, no se incluye tipo de cambio pues los rendimientos son en dólares. Asimismo, para el caso del IMAE, los datos han sido suavizados con el fin de eliminar las variaciones más bruscas en la tendencia.

Así, los resultados obtenidos nos demuestran que los indicadores macroeconómicos por sí solos, no llevan a conclusiones sólidas para vincularlos con la rentabilidad del Fondo Inmobiliario a largo plazo, es decir, su comportamiento en el ciclo económico no podría ser directamente relacionado para determinar un impacto sobre la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios.

Posibles explicaciones a nivel micro:

- ✓ IPC: el nivel de precios muestra una correlación positiva (0.64). Su impacto podría ser un “efecto traslado” a costo final del consumidor (renta), lo que finalmente impacta la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios, tal como el caso de REITs en Australia. Sin embargo, a pesar de que tanto Costa Rica como Australia registran un nivel de precios en torno a 2%, en nuestro caso la correlación no resulta tan fuerte (o realmente significativa bajo los criterios definidos en esta investigación).

Para el caso de Costa Rica, vale mencionar que únicamente hay un Fondo Inmobiliario en colones (medida en que se calcula el IPC) y el resto son en

² Si la correlación es igual a -1, significa una correlación perfecta negativa,

dólares, lo que vendría de la mano con la no significativa correlación entre estas variables.

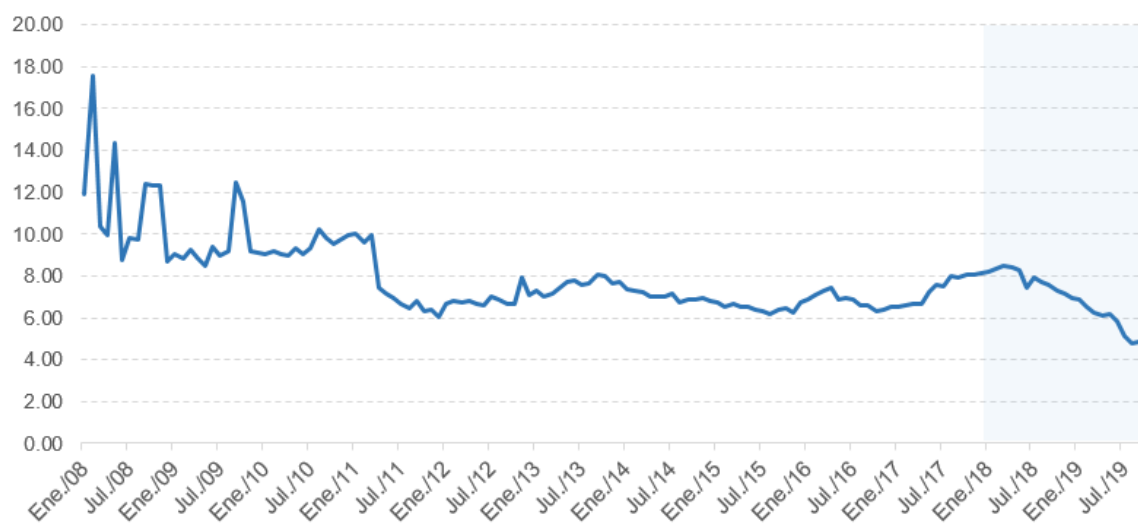
- ✓ Tasas de interés: encarece los préstamos y operaciones en empresas que eventualmente podrían cerrar operaciones o presencia en F.I.I. Asimismo, para los Fondos Inmobiliarios representa un costo pues encarece el acceso a nuevos inmuebles, lo que impacta su rentabilidad. En este caso, si bien es positiva (0.27), es bastante baja.
- ✓ Según la encuesta aplicada, los gerentes definen relaciones entre variables que pueden ser momentáneas o particulares, pero a largo plazo no es una relación estricta.

Validación de los Modelos Internacionales para su aplicación en Costa Rica

En ambos estudios analizados anteriormente, existe un factor de éxito determinando, que es la historia de los datos, y en el siguiente apartado se estudiarán aquellas de las que se tiene suficiente información para analizar. En lo que corresponde a la confianza del consumidor, como variable independiente, no es posible incluirla en el análisis, por no tener la suficiente historia disponible para realizar una comparación estadística certera.

Ahora bien, en cuanto a la variable dependiente, el rendimiento de los F.I. posee una tendencia bajista estable, es decir, entre los años 2008 y 2010 tuvo fluctuaciones fuertes, pero manteniendo una tendencia a la baja, mientras que para los años posteriores hasta la fecha su tendencia continúa pero con variaciones no tan abruptas.

GRÁFICO 5: Rendimiento mensual histórico para la Industria de Fondos de Inversión Inmobiliarios



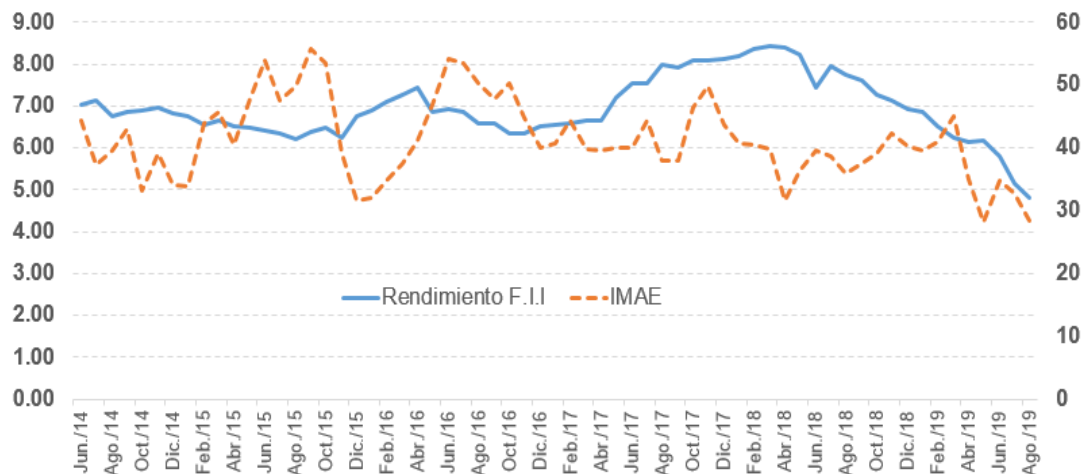
Fuente: Elaboración propia con datos de (SUGEVAL, 2019)

A nivel macroeconómico, países como EE.UU. y Australia, han logrado determinar una relación entre la rentabilidad de sus F.I.I y algunas variables macro, sin embargo, vivimos en una economía muy pequeña y un mercado de valores muy poco profundo, lo que nos dificulta hacer este tipo de análisis.

Ahora bien, si analizamos las diferentes variables utilizadas en esos estudios, comparando el comportamiento histórico entre ellas y el rendimiento de la industria, obtenemos las correlaciones descritas en el apartado anterior, mismas que se logran sustentar con la siguiente serie de gráficos comparativos de las variables más significativas del proceso de análisis a saber, IMAE, IPC y TBP.

Durante la gestión de los datos, se comparó el rendimiento de los F.I.I. seleccionados con cada una de las variables, lo cual no brindó resultados significativos, desde la perspectiva estadística, como se muestra en la comparación para el caso del IMAE:

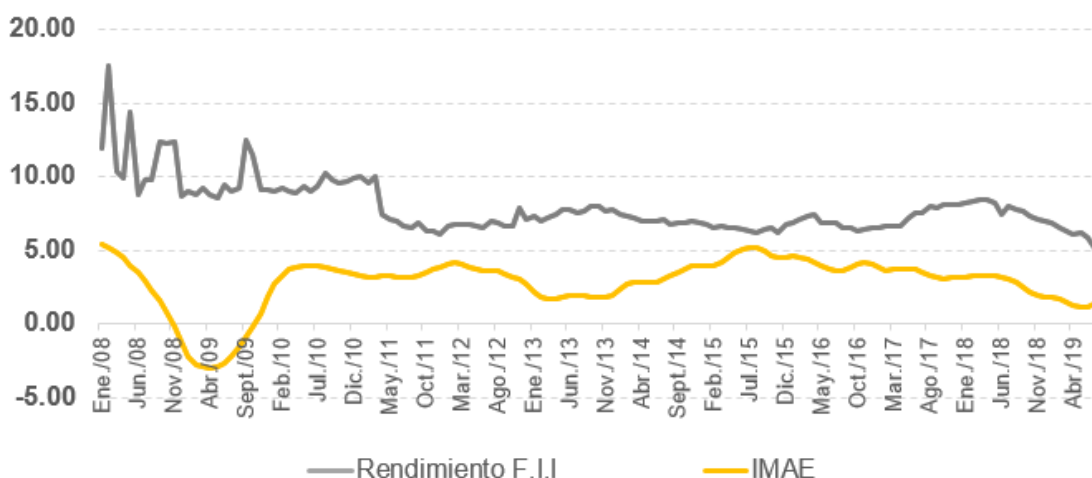
GRÁFICO 6: Comportamiento mensual del Rendimiento de los F.I.I vs IMAE sin ajustar



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR, noviembre 2019

Ante esto, se decide ajustar la variable del IMAE a fin de poder adaptar la dispersión de la data y encontrar una mejor curva de ajuste, sin embargo, la correlación entre la variable dependiente (rendimiento) y la independiente (IMAE) resultó con una significancia baja, a saber -0.19:

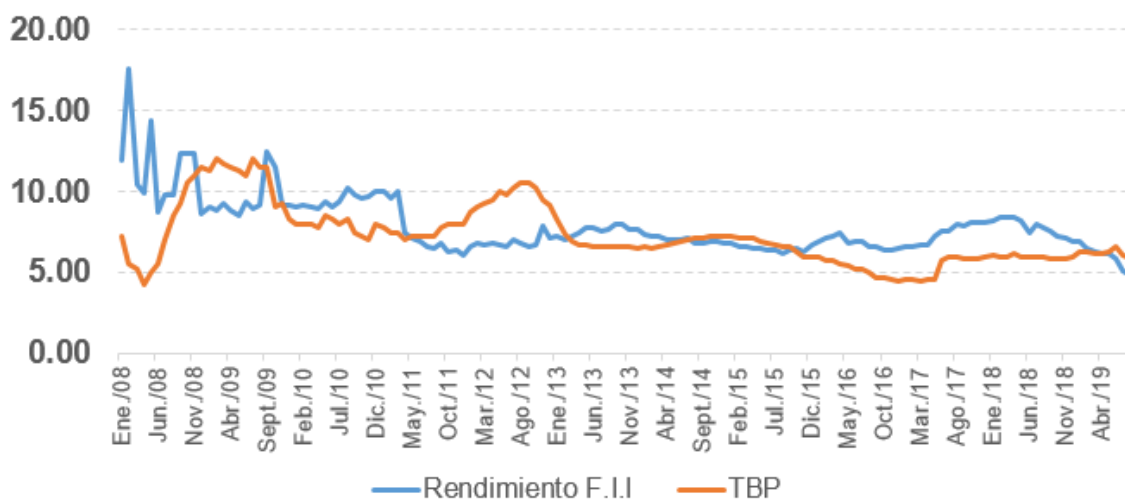
GRÁFICO 7: Comportamiento mensual del Rendimiento de los F.I.I vs IMAE ajustado



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR, noviembre 2019

Ante la experiencia del análisis del IMAE, un valor ajustado para la variable independiente no determina el resultado, por lo que para las demás variables se exponen el resultado de la correlación lineal sin ajustar. A continuación, se muestra la tasa básica pasiva (TBP), que su índice de correlación es de un 0.27, nivel muy bajo y que se ilustra en el siguiente gráfico:

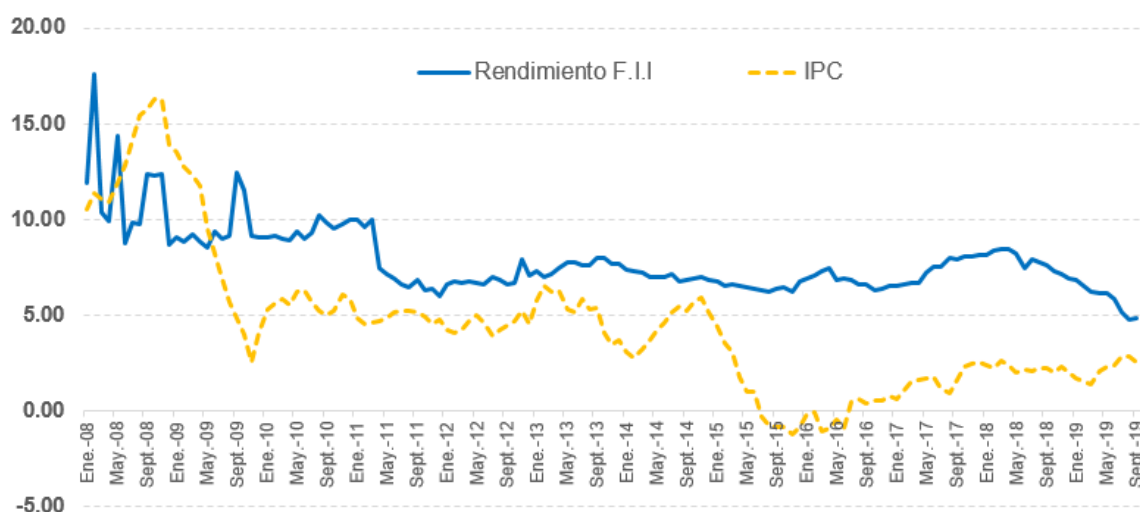
GRÁFICO 8: Comportamiento mensual del Rendimiento de los F.I.I vs TBP



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR, noviembre 2019

Finalmente, la variable de mayor correlación, con un valor absoluto de 0.64, es el IPC, no obstante, para el equipo evaluador el valor de significancia fue fijado en 0.80, considerando los estudios de EEUU y Australia y la importancia relativa bajo los criterios expertos de los encuestados. A continuación, se muestra la comparación entre el IPC y el rendimiento de los FII:

GRÁFICO 9: Comportamiento mensual del Rendimiento de los F.I.I vs IPC



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR, noviembre 2019

Aunado a lo anterior y considerando qué variables influyen más sobre la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios, se añadió dentro del análisis variables financieras logrando definir como relevantes las siguientes variables:

TABLA 5: Resultados de variables financieras

Indicador	1 (bajo)	2	3	4	5 (alto)
Rotación de activos			2	1	4
Calidad de inmuebles			1	1	5
Nivel de deuda		1	1	3	2
Nivel de ocupación					7
Permanencia del inquilino			1	1	5
Otras					

Fuente: Elaboración Propia con datos recolectados en la entrevista a gerentes de las SAFI elegidas para el estudio.

Los resultados refuerzan que más allá de vincular el comportamiento con el entorno macroeconómico, existen variables que están estrechamente más vinculadas con la rentabilidad de estos Fondos. Según los resultados, el nivel de ocupación resulta

ser la variable de mayor peso seguida por la permanencia del inquilino y la calidad del inmueble.

Adicional a estas variables financieras, los Gerentes participantes señalan como relevantes:

- ✓ Plazo de los contratos.
- ✓ Cláusulas de penalización en los contratos de arrendamientos
- ✓ Calidad del inquilino
- ✓ Versatilidad del inmueble
- ✓ Gastos de mantenimiento

Al revisar la composición de los Fondos Inmobiliarios por sector, podemos identificar la incorporación de Parques Industriales a su cartera en los últimos años, como se muestra en la siguiente tabla donde se marcan con un √ los presentes en el 2008 y con una “X” los nuevos sectores de actividad económica añadidos en relación con los datos de la tabla 2:

TABLA 6: Composición de los principales F. I. Inmobiliarios durante el 2018:

Actividad Económica	BCR Comercio e Industria	BCR	Gibraltar	Multifondos	Vista
Bodegas	X	X	√		√
Comercial	√	√	√	√	√
Oficinas	√	√	√	√	√
Parques Industriales	√	X		√	
Supermercados	√			X	X

Fuente: Elaboración Propia con datos de (SUGEVAL, 2019).

Estrategias en Fondos Inmobiliarios en Costa Rica

Sin duda la estrategia implementada dentro de un Fondo de Inversión está estrechamente vinculada con el éxito del instrumento. Dentro de éstas, un adecuado plan de rotación de activos, administración eficiente y eficaz de los recursos generados por los activos del fondo, manejo adecuado de los niveles de

apalancamiento y una buena gestión comercial para la colocación de los espacios disponibles.

Como se explicó en el Marco Teórico el prospecto es la guía con la que la persona inversionista debe tomar la decisión de inversión conforme su apetito y perfil de riesgo. A continuación, se muestra un análisis de los prospectos de cada uno de los fondos escogidos para el presente estudio, así como de su informe financiero más reciente.

BCR Fondo de Inversión Inmobiliario del Comercio y la Industria (FCI) No Diversificado

Con operaciones desde el 2001, el BCR Fondo de Inversión Inmobiliario del Comercio y la Industria (FCI) No Diversificado está dirigido a inversionistas que cuentan con un alto grado de conocimiento de las características tanto del mercado de valores costarricenses, así como del mercado inmobiliario de este país y que cuentan con un alto poder adquisitivo.

Este es un Fondo que se dirige a inversionistas con un horizonte de inversión de largo plazo, que desean participar de una cartera inmobiliaria y cualquier plusvalía de estos activos, como resultado de la revalorización de los mismos, únicamente será observada en el largo plazo. (BCCR, 2019)

Las características del Fondo se muestran en el siguiente cuadro resumen:

TABLA 7: Tipo de Fondo

Característica	Valor
Naturaleza	Cerrado
Diversificación	No posee
Moneda	Dólar Estadounidense
Objetivo	Ingreso
Mercado que invierte	Local
Especialidad de Cartera	Inmobiliario
Calificadora de Riesgo	SCRiesgo
Calificación de Riesgo	scr AA+3
Valor nominal de la participación	\$1.000
Número de Participaciones	600.000
Monto mínimo para lograr la política de inversión	\$10.000.000

Fuente: Elaboración propia con datos del Prospecto (BCCR, 2019)

En cuanto a su política de inversión, los datos más relevantes del BCR Fondo de Inversión Inmobiliario del Comercio y la Industria (FCI) No Diversificado son los siguientes en cuanto a los activos financieros:

- ✓ Las inversiones inmobiliarias y Financieras del Fondo se realizarán exclusivamente en Costa Rica y contendrá valores que representen pasivos para los emisores de los mismos, tales como papel comercial, bonos, certificados de inversión, certificados de depósito, títulos de propiedad, y en general títulos de emisores del sector público y privado con un porcentaje máximo del 20% del promedio anual de los saldos mensuales de los activos totales del fondo.
- ✓ La concentración en un solo emisor es hasta un 10% de sus activos financieros invertido en valores emitidos o avalados por una misma entidad privada y no más del 15% de los mismos se pueden invertir en títulos accionarios de una misma entidad privada. Tampoco podrá adquirirse más del 10% de los valores en circulación emitidos por una misma entidad. Por otra parte, se avala el 100% en una emisión.

- ✓ Permite una concentración del 100% de la cartera financiera³ en operaciones de reporto.
- ✓ Finalmente, el nivel máximo de endeudamiento será del 50%.

Para los activos inmobiliarios la política de inversión establece:

- ✓ Los tipos de inmueble puede ser comercio, oficina, condominio, casa, departamento o centro de negocios.
- ✓ Porcentaje mínimo de inversión en activos inmobiliarios es del 80% del promedio mensual de los saldos mensuales de los activos invertidos en bienes inmuebles.
- ✓ En cuanto a los inmuebles la antigüedad del edificio debe ser preferiblemente de 5 años o menos, salvo casos de excepción que tendrán un proceso de justificación. El nivel de ocupación deberá ser mayor o igual al 90% de los ingresos de la cartera. Inmobiliaria.
- ✓ La concentración máxima en un solo inquilino no podrá ser mayor al 50% del promedio mensual de los ingresos totales del Fondo.

En el informe trimestral de setiembre 2019 reflejan un rendimiento líquido de los últimos 12 meses de 6,63%, cifra superior al rendimiento de la industria de un 6,00%. En cuanto al activo neto administrado del fondo alcanzó la cifra de USD\$211.109.487,02, siendo el precio de la participación en libros de USD\$1.153,14.

La diversificación del fondo, la estructura del portafolio está compuesta por 38 inmuebles, siendo el más representativo Global Park con una participación del 20,40%. Finalmente exponen una diversificación por inquilino, al 30 de septiembre del año 2019 que se mantienen 409 contratos de arrendamiento vigentes; suscritos con 323 empresas inquilinas. (BCCR, 2019)

³ Corresponde a * no más del 20% del promedio anual de los saldos mensuales de los activos del fondo debe ser mantenido en valores financieros.

BCR Fondo de Inversión Inmobiliario No Diversificado

Dio inicio de operaciones en el año 2000, Es un fondo dirigido a inversionistas que cuentan con un alto grado de conocimiento de las características, tanto del mercado de valores costarricenses, así como del mercado inmobiliario de este país, y que poseen un alto poder adquisitivo.

No obstante, estas personas inversionistas cuentan con algún grado de asesoría sobre inversiones diferentes a las inversiones en activos financieros, de tal forma que son capaces de comprender como las técnicas de gestión de activos, utilizadas por los administradores de carteras colectivas de inversión, son aplicadas en este caso a cosas del mercado inmobiliario. (BCCR, 2019)

Las características del Fondo se muestran en el siguiente cuadro resumen:

TABLA 8: Tipo de Fondo

Característica	Valor
Naturaleza	Cerrado
Diversificación	No posee
Moneda	Dólar Estadounidense
Objetivo	Ingreso
Mercado que invierte	Local
Especialidad de Cartera	Inmobiliario
Calificadora de Riesgo	SCRiesgo
Calificación de Riesgo	scr AA+3
Valor nominal de la participación	\$1.000
Número de Participaciones	600.000
Monto mínimo para lograr la política de inversión	\$10.000.000

Fuente: Elaboración propia con datos del Prospecto (BCCR, 2019)

En cuanto a su política de inversión, los datos más relevantes del BCR Fondo de Inversión Inmobiliario No Diversificado son los siguientes en cuanto a los activos financieros:

- ✓ Las inversiones inmobiliarias y Financieras del Fondo se realizarán exclusivamente en Costa Rica y contendrá valores que representen pasivos para los emisores de los mismos, tales como papel comercial, bonos,

certificados de inversión, certificados de depósito, títulos de propiedad, y en general títulos de emisores del sector público y privado con un porcentaje máximo del 20% del promedio anual de los saldos mensuales de los activos totales del fondo.

- ✓ La concentración en un solo emisor es hasta un 10% de sus activos financieros invertido en valores emitidos o avalados por una misma entidad privada y no más del 15% de los mismos se pueden invertir en títulos accionarios de una misma entidad privada. Tampoco podrá adquirirse más del 10% de los valores en circulación emitidos por una misma entidad. Por otra parte, se avala el 100% en una emisión.
- ✓ Permite una concentración del 100% de la cartera financiera⁴ en operaciones de reporto.
- ✓ Finalmente, el nivel máximo de endeudamiento será del 50%.

Para los activos inmobiliarios la política de inversión establece:

- ✓ Los tipos de inmueble puede ser local, comercial, oficina, condominio, casa, departamento o centro de negocios.
- ✓ Porcentaje mínimo de inversión en activos inmobiliarios es del 80% del promedio mensual de los saldos mensuales de los activos invertidos en bienes inmuebles.
- ✓ En cuanto a los inmuebles la antigüedad del edificio debe ser preferiblemente de 5 años o menos, salvo casos de excepción que tendrán un proceso de justificación. El nivel de ocupación deberá ser mayor o igual al 90% de los ingresos de la cartera. Inmobiliaria.
- ✓ La concentración máxima en un solo inquilino no podrá ser mayor al 50% del promedio mensual de los ingresos totales del Fondo.

El desempeño financiero para el cierre al mes de septiembre 2019 determino un rendimiento líquido de los últimos 12 meses de 6,76%, cifra superior al rendimiento líquido de la industria de un 6,00%. Por su parte, el activo neto administrado del

⁴ Corresponde a * no más del 20% del promedio anual de los saldos mensuales de los activos del fondo debe ser mantenido en valores financieros.

fondo alcanzó la cifra de USD\$281.020.294,21, siendo el precio de la participación en libros de USD\$1.135,09.

En lo que respecta a la diversificación del fondo, la estructura del portafolio está compuesta por 25 inmuebles, siendo el más representativo Zona Franca Coyol con una participación del 17,75%. Por otra parte, la administración ha logrado la diversificación de sus ingresos en diecisiete actividades económicas, siendo el sector Industrial y de actividades empresariales las más representativas.

Así mismo, en lo que respecta a la diversificación por inquilino, al 30 de septiembre del año 2019 se mantienen 187 contratos de arrendamiento vigentes; suscritos con 150 empresas inquilinas. (BCCR, 2019)

Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar

Con fecha de inicio de funciones en mayo del año 2000, el fondo Inmobiliario Gibraltar se encuentra dirigido a inversionistas que cuentan con un alto grado de conocimiento del mercado Inmobiliario costarricense o con asesoría en inversiones inmobiliarias, siendo capaces de comprender como la gestión colectiva de la inversión financiera es aplicada en este caso a la inversión inmobiliaria. A inversionistas dispuestos a participar de una cartera inmobiliaria, a asumir riesgos por su participación indirecta en el mercado Inmobiliario, buscando con ello obtener una plusvalía por la revalorización de los inmuebles. (Grupo Financiero Improsa, 2019)

Las características del Fondo se muestran en el siguiente cuadro resumen:

TABLA 9: Tipo de Fondo

Característica	Valor
Naturaleza	Cerrado
Diversificación	Diversificado
Moneda	Dólar Estadounidense
Objetivo	Ingreso
Mercado que invierte	Local
Especialidad de Cartera	Inmobiliario
Calificadora de Riesgo	SCRiesgo
Calificación de Riesgo	scr AA+3
Valor nominal de la participación	\$5.000
Número de Participaciones	13.200
Monto mínimo para lograr la política de inversión	\$10.000.000

Fuente: Elaboración propia con datos del Prospecto (Grupo Financiero Improsa, 2019)

En cuanto a su política de inversión, los datos más relevantes del Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar son los siguientes, en cuanto a los activos financieros:

- ✓ Las inversiones Financieras del Fondo se realizarán El sector público o privado nacional con calificación mínima de AA por parte de las calificadoras de riesgo autorizadas, siempre que dichos instrumentos se encuentren debidamente inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios en la Superintendencia General de Valores.
- ✓ Un máximo de concentración en un solo emisor del 20% del total que tiene Fondo disponible para invertir en la cartera financiera de sus activos.
- ✓ La concentración en una sola emisión es hasta un 20% de sus activos financieros.
- ✓ Permite una concentración del 20% de la cartera financier en operaciones de reporto.
- ✓ Finalmente, el nivel máximo de endeudamiento será del 35%.

Para los activos inmobiliarios la política de inversión establece: (Grupo Financiero Improsa, 2019)

1. Los tipos de inmueble puede ser comercial, oficina, restaurantes, bodegas, industrial, sector público o privado; con un máximo del 60% de la cartera fuera del área metropolitana y un 100% de concentración dentro de la zona céntrica.
- ✓ En cuanto a las edificaciones el Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar solamente podrá adquirir inmuebles contruidos y libres de derecho de usufructo, uso y habitación. Los inmuebles deberán estar en buen estado de conservación y podrán estar destinados a cualquier actividad privada o pública, industrial o comercial, en la que se tenga la expectativa de generar alquileres o plusvalías atractivas para el Fondo
- ✓ La concentración máxima en un solo inquilino no podrá ser mayor al 25% de los ingresos mensuales del Fondo.

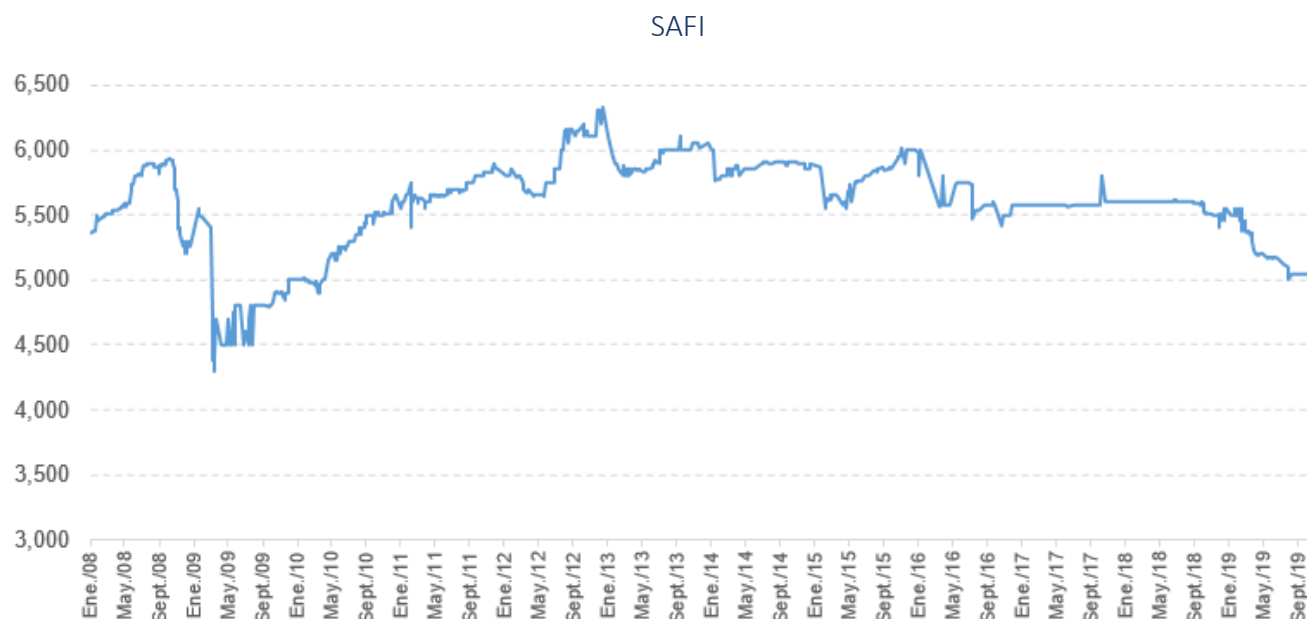
En su informe financiero reciente, exaltó los siguientes logros y resultados: (Grupo Financiero Improsa, 2019)

- ✓ El activo total administrado del Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar registró al cierre de setiembre del 2019 un total de \$394 millones, presentando un incremento de 20,66% con respecto al activo total administrado del mismo período del 2018. El cambio se debió principalmente a un crecimiento de 27,81% en la partida de bienes inmuebles. Dicha variación al alza se explica principalmente por las compras ejecutadas por el Fondo en junio 2019, por una suma total de \$81 millones.
- ✓ La utilidad neta distribuible y acumulada al cierre de setiembre del 2019 es de \$13.359.961, superior al mismo trimestre del año anterior en 17,74%, lo que se explica por lo siguiente:
- ✓ Los ingresos totales del Fondo, excluyendo las ganancias no realizadas por ajustes en el valor de los inmuebles, aumentaron en 15,50% respecto a setiembre 2018, debido básicamente a un incremento de 16,43% en los ingresos por arrendamiento como resultado del reconocimiento de rentas por los nueve meses completos del 2019 de las compras de los inmuebles Tech Park (marzo, 2018), El Tobogán (mayo, 2018), Hooters Moravia (agosto,

2018) y AeroCentro (octubre, 2018), así como tres meses de rentas por las compras ejecutadas en junio de 2019.

- ✓ Los gastos totales del Fondo, excluyendo las pérdidas no realizadas por ajustes en el valor de los inmuebles, aumentaron en 4,00% respecto al mismo trimestre del año anterior, debido principalmente al aumento en la partida de gastos financieros como resultado del aumento en los pasivos de largo plazo que financiaron las compras ejecutadas en junio de 2019. Es importante resaltar que los gastos operativos del Fondo disminuyeron en 15,92% con respecto a setiembre de 2018, como resultado de los esfuerzos realizados para mejorar la eficiencia operativa de la cartera inmobiliaria del Fondo.
- ✓ El rendimiento líquido de los últimos doce meses del Fondo Gibraltar al 30 de setiembre del 2019 fue de 5,82%.
- ✓ Sobre el mercado En los primeros seis meses de 2019, el mercado de oficinas de la Gran Área Metropolitana mostró sólidas bases de oferta y demanda y un precio promedio de alquiler en aumento. Sin embargo, la disponibilidad subió un 16%, agregando 46.000m² de espacio nuevo disponible. Los submercados con mejor desempeño en términos de demanda fueron Alajuela con 6.690 m², relacionados con ocupaciones en Plaza Real Alajuela y Plaza Aeropuerto y Heredia con 5.720 de absorción neta con colocaciones en El Cafetal II. Actualmente se encuentran en construcción 122.843 m², de los cuales 38.500 se completarían en 2019.

GRÁFICO 10: Precio Participaciones Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar de IMPROSA



Fuente: Elaboración propia con datos de SIBO (sistema de información de la Bolsa Nacional de Valores)

Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos

El fondo de Inversión inmobiliario Multifondos dio inicio en el año 2002 se encuentra dirigido a inversionistas que desee participar de una cartera inmobiliaria, dispuesto a asumir riesgos por su participación indirecta en el mercado inmobiliario y que a su vez pretende obtener una plusvalía por la revalorización de los inmuebles (la cual puede ser positiva, nula o negativa). Que posea la capacidad de soportar pérdidas temporales o incluso permanentes en el valor de sus inversiones.

Las características del Fondo se muestran en el siguiente cuadro resumen:

TABLA 10: Tipo de Fondo

Característica	Valor
Naturaleza	Cerrado
Diversificación	Diversificado
Moneda	Dólar Estadounidense
Objetivo	Ingreso
Mercado que invierte	Local
Especialidad de Cartera	Inmobiliario
Calificadora de Riesgo	SCRiesgo
Calificación de Riesgo	scr AA 3
Valor nominal de la participación	\$5.000
Número de Participaciones	80.000

Fuente: Elaboración propia con datos del Prospecto (Mercado de Valores, 2019)

En cuanto a su política de inversión, los datos más relevantes del Fondo de Mercado de Valores Multifondos son los siguientes, en cuanto a los activos financieros:

- ✓ Las inversiones Financieras del Fondo se realizarán El sector público o privado nacional hasta en un 20% para cada caso.
- ✓ Un máximo de concentración en un solo emisor del 15% del total que tiene Fondo disponible para invertir en la cartera financiera de sus activos.
- ✓ La concentración en una sola emisión es hasta un 15% de sus activos financieros.
- ✓ Permite una concentración del 15% de la cartera financiera en operaciones de reporto.
- ✓ Finalmente, el nivel máximo de endeudamiento será del 60%.

Para los activos inmobiliarios la política de inversión establece: (Mercado de Valores, 2019)

- ✓ Los tipos de inmueble puede ser locales comerciales, oficinas, hoteles, restaurantes, bodegas, parqueos, parques industriales, servicios de salud y residencia.
- ✓ En cuanto a las edificaciones el Multifondos de Mercado de Valores determina que la ubicación geográfica de los inmuebles se escogerá con

base al comportamiento histórico y expectativas de la zona en relación con las plusvalías presentadas, la cercanía a los diferentes servicios y la proyección de desarrollo, con antigüedades inferiores a los 15 años o que en ocasión de las mejoras realizadas a los mismos reflejen esta antigüedad, según criterio de un ingeniero o especialista en la materia. Los niveles de ocupación mínimos para un inmueble a ser adquirido por el fondo serán de un 85%, siempre y cuando dicho inmueble esté generando una rentabilidad que le permita al fondo mantener un rendimiento competitivo dentro de la industria. Caso contrario el nivel mínimo de ocupación deberá incrementarse antes de la compra.

- ✓ La concentración máxima en un solo inquilino no podrá ser mayor al 25% de los ingresos mensuales del Fondo.

En su informe financiero reciente, exaltó los siguientes logros y resultados: (Mercado de Valores, 2019)

- ✓ El rendimiento liquido de los últimos 12 meses fue de 6.89%, un 0.89 puntos porcentuales por encima de la industria, con un rendimiento total del 7.64%, casi el doble de la industria.
- ✓ La cartera financiera del fondo mantiene posiciones en bonos del Gobierno de Costa Rica con vencimiento al 2026 (tp\$26) y 2027 (tp\$27).
- ✓ Las principales propiedades que administra el Fondo Inmobiliario Multifondos son el Centro Corporativo El Cafetal y Zona Franca Metropolitana, además el Centro de Negocios Trilogía del Oeste, locales comerciales de Multiplaza y de Avenida Segunda, entre otros.
- ✓ En términos de ocupación, el fondo mantiene un nivel al cierre de setiembre en 93.46%, mientras que el mercado en promedio mantiene ocupaciones del 91%.
- ✓ El volumen transando durante este trimestre alcanza casi los \$4 millones.

Fondo de Inversión Inmobiliario Vista

La inversión en el Fondo Inmobiliario Vista está dirigido a inversionistas que desean participar en una cartera diversificada de bienes inmuebles a través de un fondo de inversión que dio inicio en el año 2000.

Es un fondo dirigido a inversionistas que desean participar de una cartera inmobiliaria. Es decir, un inversionista que está dispuesto a asumir riesgos por su participación indirecta en el mercado inmobiliario y que a su vez pretende obtener una plusvalía por la revalorización de los inmuebles (la cual puede ser positiva, nula o negativa).(ACOBO, 2019)

Las características del Fondo se muestran en el siguiente cuadro resumen:

TABLA 11: Tipo de Fondo

Característica	Valor
Naturaleza	Cerrado
Diversificación	Diversificado
Moneda	Dólar Estadounidense
Objetivo	Ingreso
Mercado que invierte	Local
Especialidad de Cartera	Inmobiliario
Calificadora de Riesgo	SCRiesgo
Calificación de Riesgo	scr AA 3
Valor nominal de la participación	\$5.000
Número de Participaciones	60.000

Fuente: Elaboración propia con datos del Prospecto (ACOBO, 2019)

En cuanto a su política de inversión, los datos más relevantes del Fondo de Mercado de Valores Multifondos son los siguientes, en cuanto a los activos financieros:

- ✓ Las inversiones Financieras del Fondo se realizarán El sector público o privado nacional hasta en un 20% para cada caso.
- ✓ Un máximo de concentración en un solo emisor del 15% en títulos accionarios, 10% en valores de deuda para emisores privados y hasta un 100% en emisores públicos. Posee una concentración en valores extranjeros del 20%.

- ✓ La concentración en una sola emisión es hasta un 10% de sus activos financieros.
- ✓ Permite una concentración del 10% de la cartera financiera en operaciones de reporto.
- ✓ No permite el endeudamiento del fondo.

Para los activos inmobiliarios la política de inversión establece: (ACOBO, 2019)

- ✓ Los tipos de inmueble puede ser viviendas, oficinas, estacionamientos, usos comerciales o industriales.
- ✓ En cuanto a las edificaciones el Fondo Vista considera que la ubicación será desde un punto de vista estratégico, tomando en cuenta la proyección, la plusvalía de la zona y el impacto en la cartera del Fondo. La antigüedad del bien inmueble deberá ser analizada por el comité, y éste valorará para cada caso específico la relevancia de ésta misma a la hora de compra, dándole énfasis a la estructura del mismo. Se debe considerar la actividad que desarrollan los inquilinos con el fin de procurar en el tiempo la ocupación del inmueble.
- ✓ La concentración máxima por inquilino es de un 25%; no obstante, el Fondo podrá establecer límites diferentes por acuerdo de la Asamblea de Inversionistas.

En su informe financiero reciente, exaltó los siguientes logros y resultados: (ACOBO, 2019)

- ✓ El rendimiento liquido de los últimos 12 meses fue de 5.65%, quedando por debajo del nivel de la industria, con un rendimiento total del 5.40%.
- ✓ El Fondo de Inversión Inmobiliario Vista considera entre los elementos que afectaron la rentabilidad del inversionista la nueva Ley 9635, Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas, ya que establece una tarifa del impuesto de renta de capital inmobiliario que pasa de 5% al 12% sobre los ingresos totales por arrendamiento, aunado al efecto por el cobro del IVA en los contratos de arrendamientos que mantiene el Fondo a la fecha.

- ✓ Como factores positivos detalla el informe: arrendar la totalidad del Edificio Dúo a partir del 08 de agosto al Ministerio de Hacienda; mejorar en la ocupación, pasando de 82% en junio a 85% al cierre de setiembre 2019 y mantiene su estrategia de bajo apalancamiento para evitar riesgos adicionales.

Comparación de las Estrategias Gerenciales para la Administración de Fondos de Inversión Inmobiliarios.

Mediante la encuesta realizada el señor Jaime Eduardo Ubilla Carro gerente general de Improsa Sociedad de Fondos de Inversión indica en relación a las estrategias para la administración de fondos de inversión inmobiliarios que *“la gestión debe administrarse en tres niveles: a) property management (gestión de los programas de mantenimiento de los bienes inmuebles que garantizan su continuidad operativa); b) asset management (evaluación del desempeño del activo y medición de los factores de riesgo y o económicos que inciden en el desempeño del activo); c) fund management (gestión integral del fondo de inversión). Debe contarse con la capacidad de gestión para desarrollar planes y programas en cada nivel de gestión”* (Ubilla Carro J. E., 2019)

Por otra parte el señor Orlando Soto Solera, gerente general de Corporación ACOBO menciona que en la gestión de Fondos de Inversión es importante el presupuesto de gastos de mantenimiento, y la gestión de desocupación. En el mismo sentido el señor Jorge Arturo Baltodano Parra, gerente general de BCT Valores Puesto Bolsa menciona lo siguiente respecto a la gestión de fondos inmobiliarios: “nos parecen claves la cuantificación de costos de mantenimiento de los inmuebles para una efectiva eficientización y reducción de los mismos en estos momentos de reducción de rentabilidad” además agrega que “la gestión de inquilinos también resulta muy relevante para la permanencia de los niveles de ocupación. Igualmente, la tasa de descuento de las compras de inmuebles debe de aumentar tal como aumentaron los rendimientos de los bonos de deuda interna. El

apego de la gestión a la regulación local es de suma importancia para evitar riesgo reputacional”

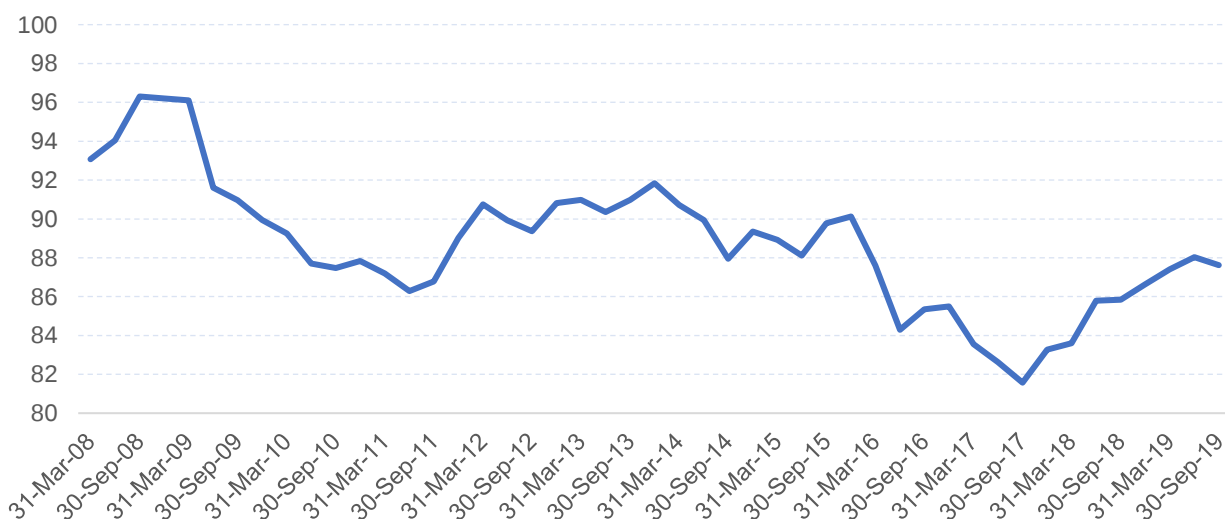
Diego Soto Solera, gerente general de Vista Sociedad Administradora de Fondos de Inversión menciona que es importante “*compras de inmuebles de alta calidad, búsqueda de mejores inquilinos, búsqueda de bajos niveles de desocupación y compras con precios adecuados a la industria*”. (Soto Solera D. , 2019)

Victor Chacón director ejecutivo de la Cámara de Fondos, indica como elementos importantes en la *gestión* “*la diversificación de inquilinos, ubicación y versatilidad de inmuebles. Análisis de potencial de plusvalías para saber el momento de vender para realizar. Un estricto due dilligence de los inquilinos.*” (Chacón R., 2019)

Como se puede mediante los datos obtenidos en las encuestas los encuestados mencionan el adecuado manejo de la ocupación y la gestión de los inquilinos como un factor clave en la administración de los fondos.

En el siguiente gráfico se muestra el porcentaje de ocupación promedio de los inmuebles de los fondos de inversión inmobiliarios analizados.

GRÁFICO 11. Porcentaje de ocupación histórico.



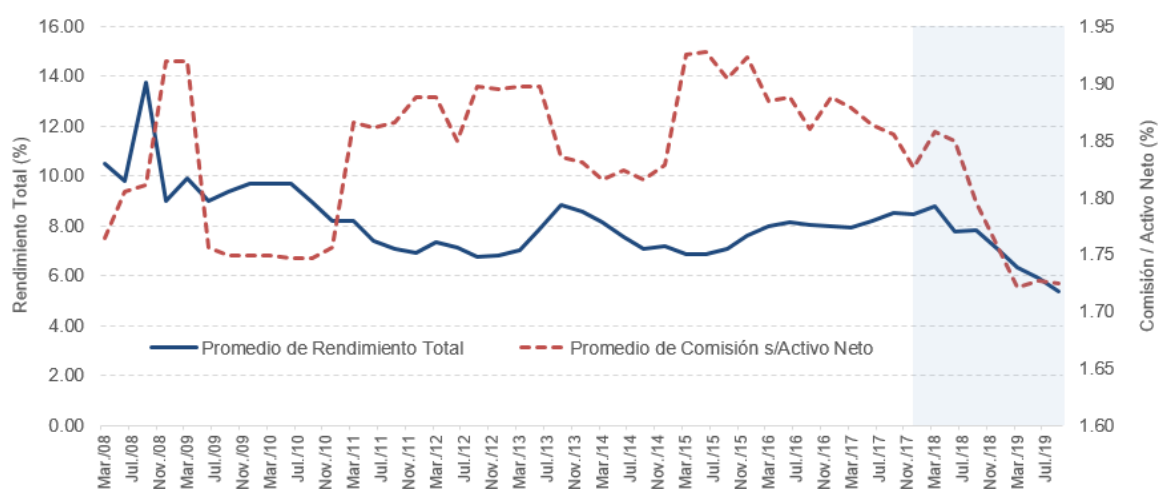
Fuente: Elaboración Propia con datos de (SUGEVAL, 2019).

Efectivamente se muestra los fondos de inversión inmobiliarios tienen una ocupación menor al 90% desde marzo de 2016, desde marzo de 2008 y hasta la actualidad esta nunca ha sido menor al 80%, lo que demuestra que es un factor que es altamente controlado en la gestión de los fondos.

En setiembre de 2017 la ocupación presentó su punto más bajo llegando cerca del 82% en promedio para los inmuebles de los 5 fondos analizados, pero han presentado una recuperación hasta llegar al 88% en setiembre de 2019, lo que valida una adecuada gestión en términos de administración de los activos y los inquilinos.

Finalmente, aunque no es un punto relevante mencionado por los ejecutivos entrevistados por medio de la encuesta, según datos de la SUGEVAL una de las estrategias gerenciales utilizada para mantener una estabilidad de los rendimientos es la administración de las comisiones sobre los activos netos, posiblemente como alternativa a las variaciones de la ocupación explicada posiblemente por factores como reforma fiscal, confianza del mercado y oferta inmobiliaria; variables que por alcances no son analizados en este estudio.

GRÁFICO 1: Comportamiento histórico de rendimientos totales vs Promedio de cobro de comisión sobre activo neto



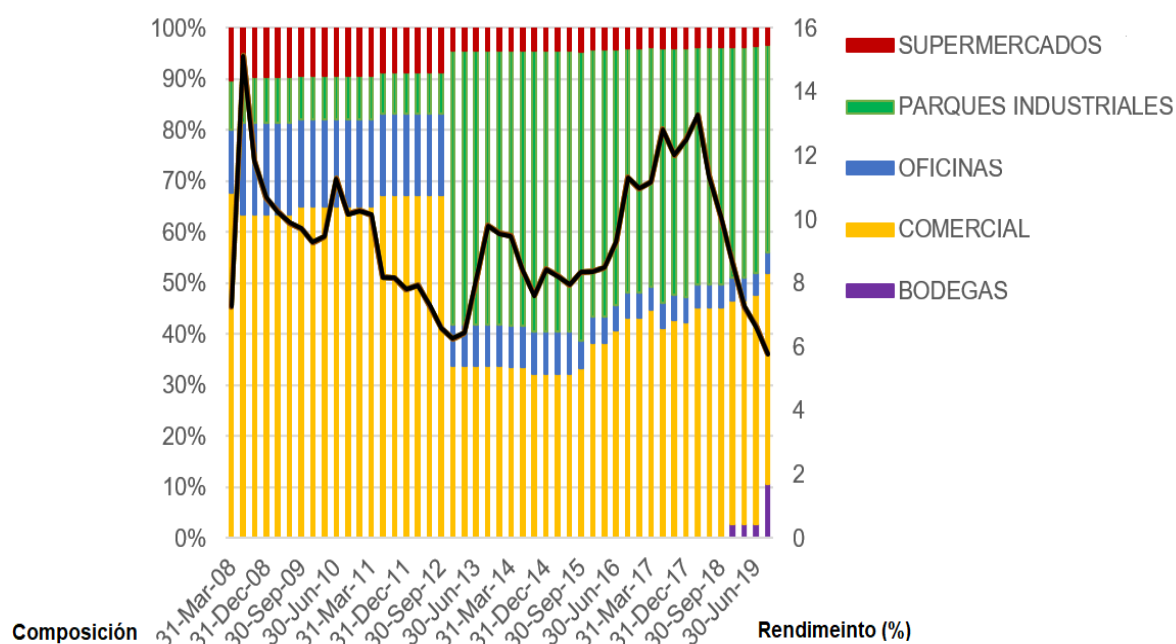
Fuente: Elaboración propia con datos de (SUGEVAL, 2019)

BCR Fondo de Inversión Inmobiliario del Comercio y la Industria (FCI)

El BCR Fondo de Inversión Inmobiliario del Comercio y la Industria (FCI) No Diversificado presenta desde 2008 y hasta setiembre de 2012 una marcada concentración en sector comercio que se ve en diciembre de ese año interrumpida por un fuerte posicionamiento del sector de parques industriales que hasta ese momento tenía una presencia menor del 10%.

En diciembre de 2012 hubo un cambio en la estrategia que permitió al sector de parques industriales alcanzar cerca de un 50% de la concentración en metros cuadrados del fondo. El cambio en la estrategia que se han mantenido constante desde 2012 provocó un aumento paulatino en la rentabilidad llegando al máximo punto desde 2012 en marzo de 2018, con una rentabilidad superior al 12%. Posterior a esa fecha el fondo ha venido con una disminución sostenida en su rentabilidad desde diciembre del año 2018 hasta llegar en setiembre de 2019 a un 5% de rentabilidad sobre el activo neto. El fondo ha venido creciendo su participación en bodegas y disminuyendo la participación en parque industriales llegando a tener en setiembre de 2019, una participación en bodegas de alrededor del 10%.

GRÁFICO 12: Composición del Fondo por Sector, BCR Comercio e Industria



Fuente: Elaboración propia con datos de la (SUGEVAL, 2019)

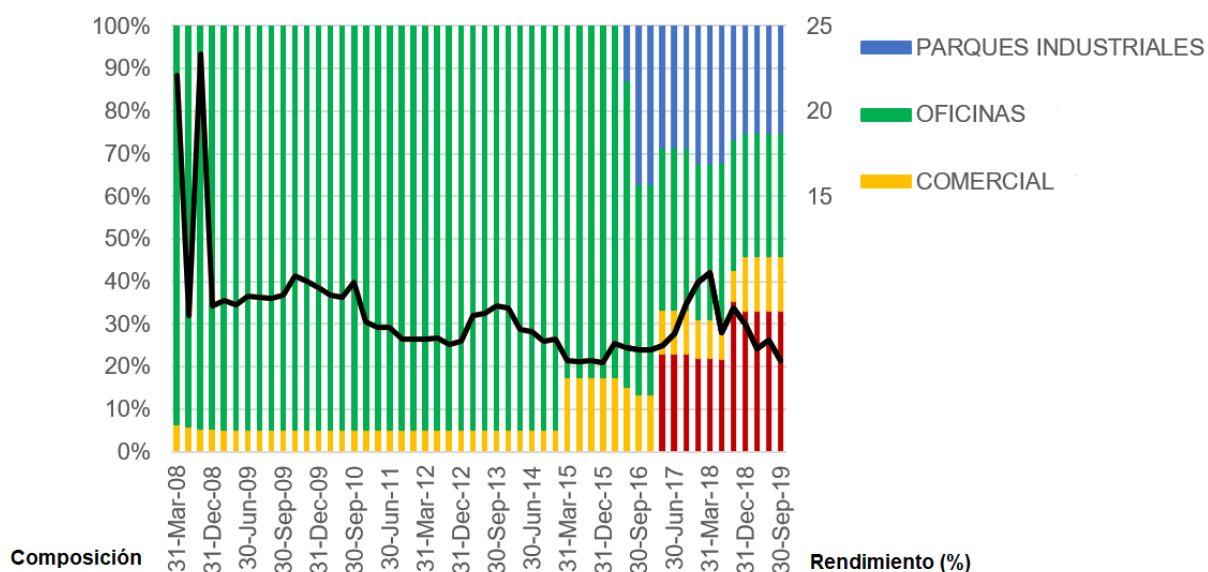
BCR Fondo de Inversión Inmobiliario No Diversificado

El fondo BCR Fondo de Inversión Inmobiliario No Diversificado, mantuvo desde 2008 hasta diciembre 2014 una alta concentración en oficinas lo que le permitió mantenerse la mayoría del tiempo en rentabilidades que van desde un 8.54% hasta un 6.59%.

Posterior al 2014 la estrategia cambió y aumentó la presencia en el área comercial, durante el 2017 se diversificó aún más el portafolio de inmuebles y el fondo incursionó en parques industriales y bodegas lo que le permitió llevar la rentabilidad a un 10.5% en marzo de 2018, en uno sus puntos más altos posterior al 2008.

Desde 2018 la presencia en oficinas ha disminuido todavía más y la rentabilidad ha caído hasta alcanzar un 5.37% en septiembre de 2019.

GRÁFICO 13: Composición del Fondo por Sector, BCR No Diversificado



Fuente: Elaboración propia con datos de la (SUGEVAL, 2019)

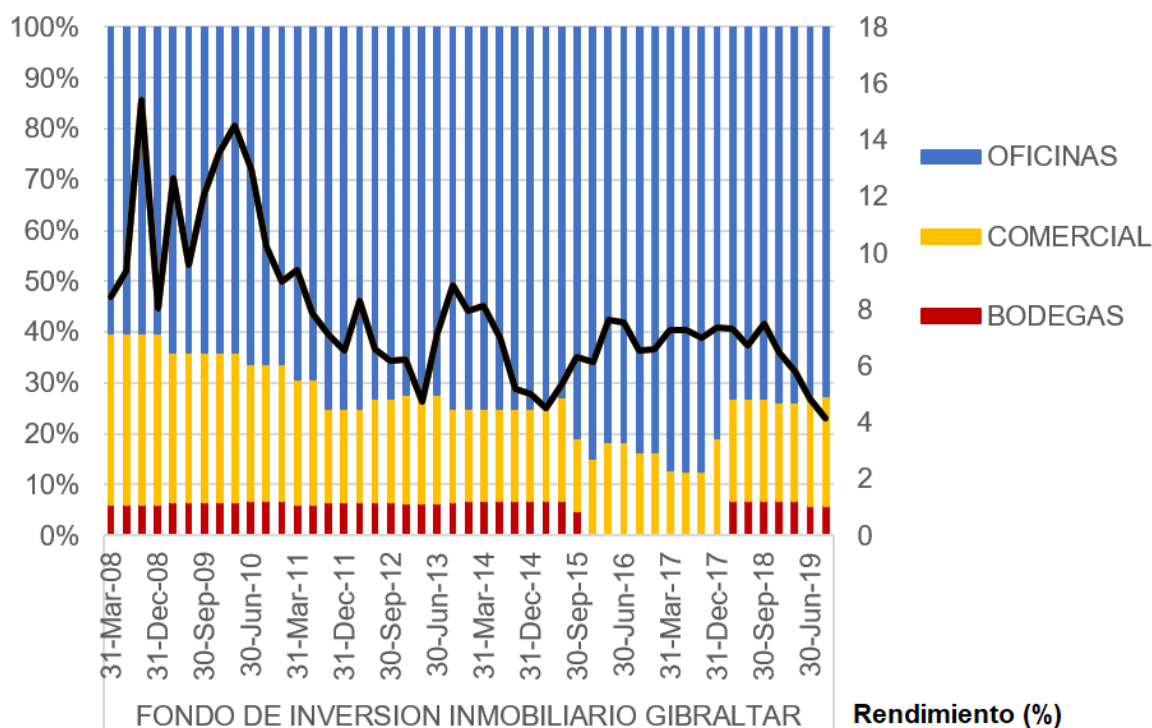
Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar

De los cinco fondos más representativos sujetos a análisis el Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar es el fondo que ha mantenido una estrategia más estable concentrándose en el área comercial y de oficinas principalmente.

En el mes de setiembre 2019, el fondo mostró uno de los niveles de rentabilidad más bajo en los últimos 10 años y muestra una caída sostenida en la rentabilidad desde setiembre 2018.

Aunque este fondo no muestra cambios importantes en los sectores económicos en los que se desempeña no ha mostrado comportamientos muy diferentes a los presentados por los otros fondos de inversión analizados por lo que la rentabilidad ha tenido descensos en los últimos años.

GRÁFICO 14: Composición del Fondo por Sector Gibraltar



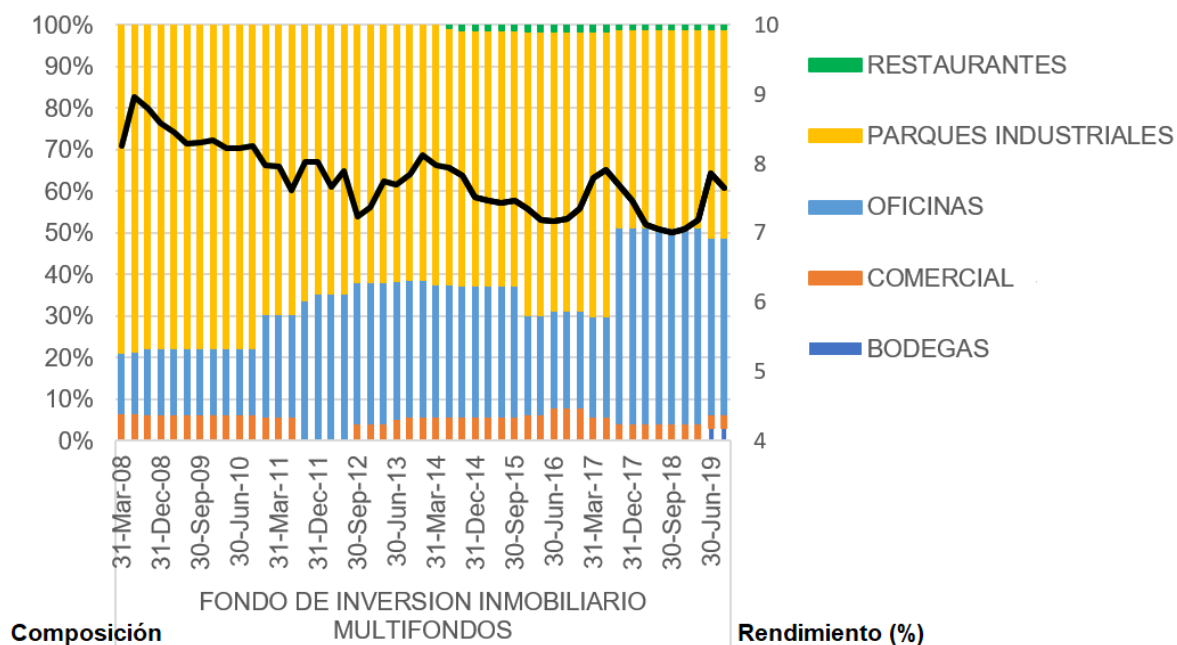
Fuente: Elaboración propia con datos de la (SUGEVAL, 2019)

Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos

El Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos ha mostrado relativa estabilidad en el rendimiento desde el año 2008 hasta setiembre 2019, manteniendo los rendimientos entre 8.97% en su máximo histórico y un 7.24% como mínimos en el período de análisis.

A setiembre de 2019, el rendimiento se mantenía en un 7.64%. El fondo históricamente ha mantenido mayoritariamente presencia parques industriales y en oficinas ganando terreno en la composición del fondo este último durante los dos últimos años. En apariencia el equilibrar la composición del fondo ha permitido sostener la rentabilidad del fondo de manera constante.

GRÁFICO 15: Composición del Fondo por Sector, Multifondos

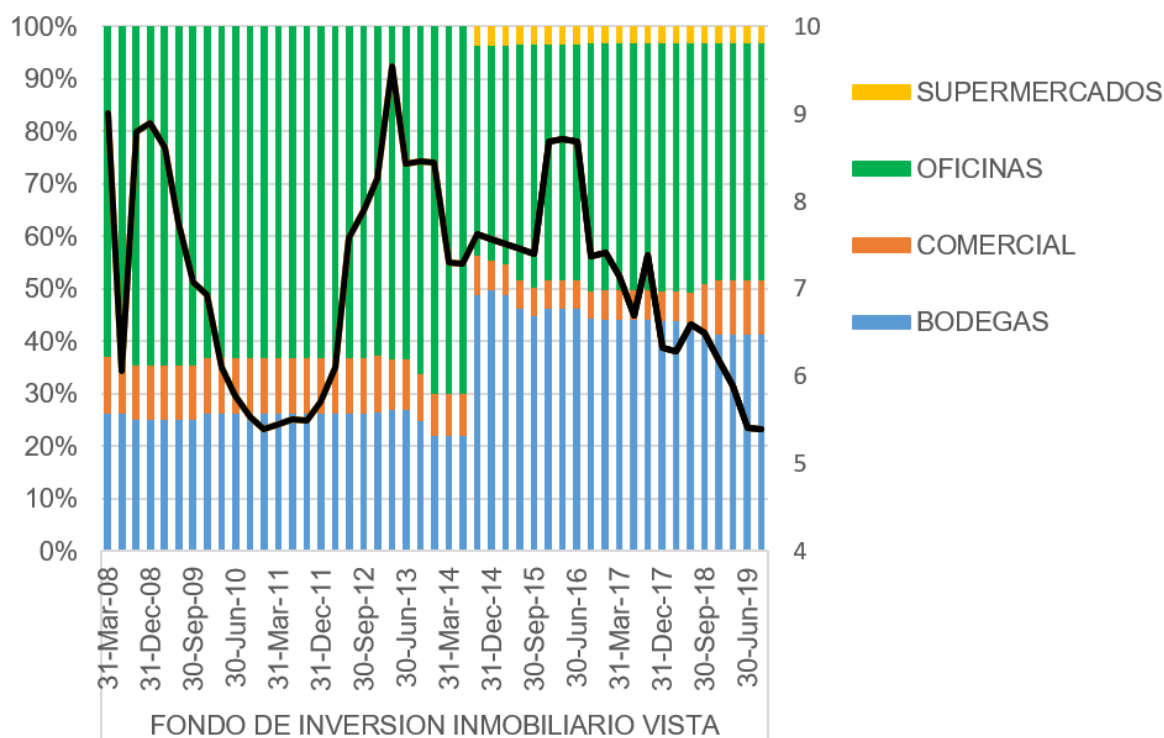


Fuente: Elaboración propia con datos de la (SUGEVAL, 2019)

Fondo de Inversión Inmobiliario Vista

El Fondo de Inversión Inmobiliario Vista ha mantenido prácticamente durante todo el período de análisis presencia principalmente en los sectores de oficinas y bodegas, aumentando la presencia en el área bodegas a partir de setiembre del 2014, lo que le permitió aumentar la rentabilidad hasta un 8.72% en marzo de 2016. Luego de esa fecha la rentabilidad ha venido en descenso hasta alcanzar un 5.4% en septiembre de 2019.

GRÁFICO 16: Composición del Fondo por Sector, Vista



Fuente: Elaboración propia con datos de la (SUGEVAL, 2019)

Impacto de la reforma fiscal

Con respecto al impacto de la reforma fiscal en los fondos de inversión inmobiliarios los ejecutivos encuestados para este trabajo coinciden en que esta afectará a los fondos al bajar los rendimientos disponibles para los inversionistas. Además, mencionan que la entrada en vigencia de la reforma podría desacelerar la economía lo que afectaría la ocupación y la rentabilidad de los fondos de inversión inmobiliarios lo que complicaría aún más el nivel de transacciones de las participaciones en el mercado secundario. Aún con lo comentado se podría decir que es muy pronto para determinar la afectación real de la reforma fiscal sobre los fondos de inversión y esto solo se podrá determinar con el pasar del tiempo.

Fondos Inmobiliarios en Costa Rica y la Inversión Extranjera Directa

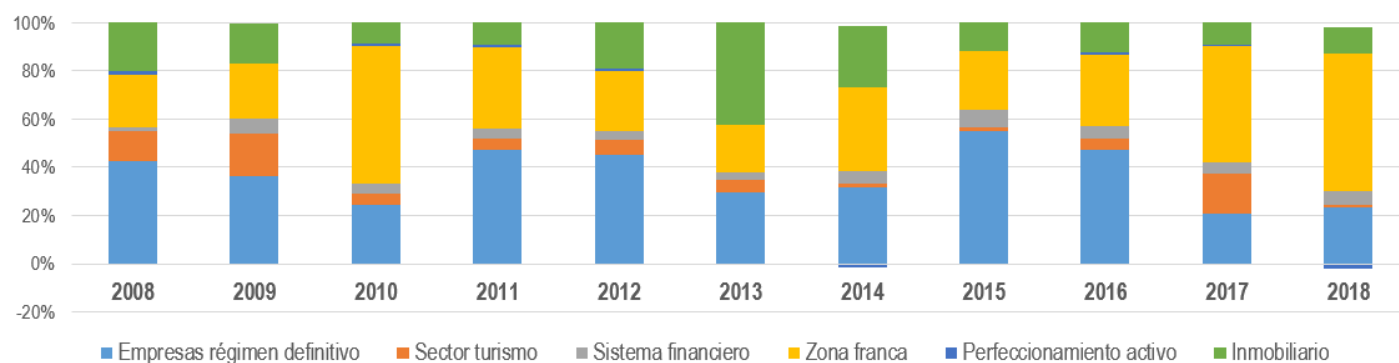
Como bien se ha mencionado en este documento, desde 1999 los Fondos Inmobiliarios han ofrecido a los inversionistas una alternativa de inversión propiamente en el sector de bienes raíces, permitiéndoles así diversificar sus portafolios y obtener un beneficio a partir de las rentas originadas por el alquiler de dichos inmuebles.

En nuestro país, el primer y segundo reglamento de fondos inmobiliarios surgieron en 1994 y 1998, respectivamente, sin embargo, fue en el año 1998 -bajo la Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732 que operó el primer fondo inmobiliario en el mercado de valores: BCR Safi.

Con una industria en crecimiento, para el 2006, tras la aprobación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y el reglamento general sobre sociedades administradoras y fondos de inversión, se contabilizaban ya 17 fondos inmobiliarios autorizados, con un activo administrado por \$498 millones.

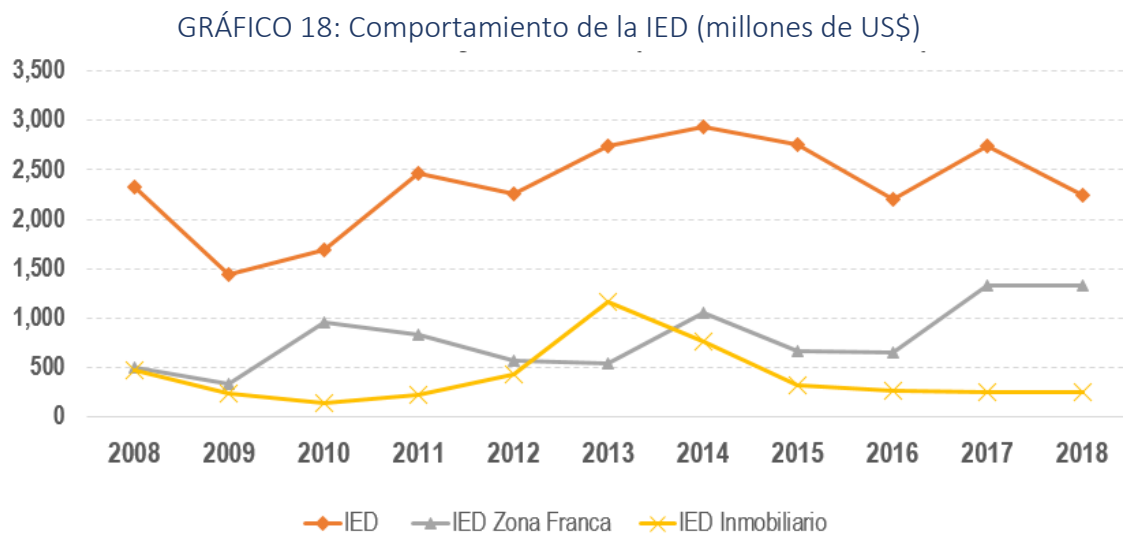
Al inicio de sus operaciones, la industria de Fondos manejaba un monto de \$121 millones en activos entre tres fondos inmobiliarios autorizados. Hoy, con carteras concentradas entre oficentros, centros comerciales y corporativos, bodegas y zonas francas, administran un total de \$2.548 millones en activos entre ocho fondos autorizados.

GRÁFICO 17: Total Inversión Directa en la economía declarante



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR, 2019.

Al ser Costa Rica un país tan económicamente expuesto a los impactos macroeconómicos mundiales, los sectores que muestran un mayor dinamismo, son aquellos que dependen principalmente de la demanda externa, por lo que aquellos sectores ligados a la Inversión Extranjera Directa, como el manufacturero y de servicios en las zonas francas, han avanzado a pasos importantes dentro de la industria.



Fuente: Elaboración propia con datos del BCCR, 2019.

De este modo, propiamente para el sector de los Fondos Inmobiliarios, la llegada de IED en diversos sectores dinamizó el sector inmobiliario, promoviendo el desarrollo de infraestructuras que permitieran albergar y atender las demandas de la inversión extranjera a través de oficinas, zonas francas y parques industriales.

Una muestra de estas zonas francas es el Metro Global Park, donde el proceso de expansión inició con inversionistas locales que desarrollaron los parques y posteriormente con inversionistas extranjeros, creando así un inventario inmobiliario.

En julio de este año, el Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar adquirió 16 propiedades en el Gran Área Metropolitana, de las cuales, la compra más relevante

(un 78% de la inversión) fue el ofiCentro El Cafetal II, ubicado en La Asunción de Belén. Posteriormente, Improsa Safi informó sobre la compra del resto de las propiedades ubicadas entre San José, Alajuela y Cartago.

Las propiedades más relevantes son el Centro Comercial Alajuela, Edificio Sabana, Edificio Mendiola además de locales comerciales en la Avenida Central en San José.

A mediados del 2019, el Fondo de Inversión Inmobiliario Vista, de Vista Sociedad de Fondos de Inversión de Grupo Acobo, realizó la compra de Bodegas Flexipark, en Alajuela.

De igual manera, el Fondo de Inversión Inmobiliario Multifondos de Multifondos de Costa Rica SFI, anunció la adquisición de una propiedad en la Lima de Cartago además de dos fincas de casi 15 mil metros cuadrados en Condopark, ubicado en Santa Ana.

CAPÍTULO CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Los Fondos de Inversión Inmobiliarios (F.I.I) constituyen alternativas de inversión que permiten diversificar los portafolios en términos de emisor, moneda y duración. Si bien la presente investigación no pretende ponderar una posición a favor o en contra de este instrumento, sí destaca su relevancia dentro del mercado como un producto para aquellos inversionistas cuyo perfil le permita optar por esta opción en busca de rendimiento y diversificación de la cartera.

Si comparamos el desempeño nuestra economía con respecto a un año atrás, hoy ésta camina hacia un proceso de ajuste que se espera le permita alcanzar gradualmente una consolidación de las finanzas públicas, uno de los principales problemas que hemos enfrentado desde el 2008.

A continuación se exponen las principales conclusiones y recomendaciones que se han alcanzado con esta investigación.

Conclusiones

Entre 2009 y 2018, el gasto del Gobierno creció en términos reales de 5.2 a 7 billones de colones, mientras que los ingresos crecieron de 4.2 a 5 billones. Bajo este panorama, la deuda del Gobierno pasó del 24% a 54% del PIB en cuestión de una década. Así, la presencia del riesgo de impago por parte del Gobierno ante la compleja situación de sus finanzas públicas, generó que las tasas de interés de instrumentos ofrecidos por el Ministerio de Hacienda resultaran hasta cierto punto más atractivas que otros instrumentos en el mercado, incluyendo los F.I.I

De este modo, el escenario actual en nuestro país resulta muy diferente al panorama de hace diez años, incluso contra el 2018.

En línea con ello, a nivel general las encuestas realizadas en este trabajo nos demuestran una expectativa de que el sector inmobiliario se reactivará para el 2020, esto partiendo de una relativa estabilidad de las principales variables económicas a nivel interno y sin esperar mayores caídas en el dinamismo de la economía a nivel global -con una recesión o crisis- que impacten negativamente nuestro crecimiento, situación que resultaría positiva para el desempeño de la industria inmobiliaria.

Asimismo, la historia nos permite aprender de hechos pasados para tomar medidas previsoras en el futuro, como las lecciones que trajo en el mercado inmobiliario costarricense la crisis inmobiliaria desarrollada en EE.UU. Entre ellas:

- ✓ Importancia de los niveles de ocupación: Siempre y cuando los niveles de ocupación de los inmuebles que están alquilados y generen rentabilidad, los F.I.I. deben mantener la inversión y no seguir el pánico de algunos inversionistas, quienes impulsados por la crítica situación, en aquel entonces liquidaron a precios que luego se recuperaron por las medidas adoptadas a nivel mundial de reducción de tasas de interés y de inyección de liquidez a través de compra de títulos tóxicos, principalmente en EE.UU.
- ✓ Responsabilidad de las valoraciones: Los profesionales en ingeniería que año a año valoran los inmuebles deben ser sumamente responsables en sus valoraciones. Estas valoraciones son utilizadas no solo para temas normativos sino también para definir precios de mercado en las transacciones de compra y venta de los inmuebles. Un valor incorrecto realizado por error o por quedar bien con el cliente podría desencadenar a futuro en sub o sobre valoración de las propiedades.
- ✓ Calidad de gestión: La gestión inmobiliaria debe ser especializada, valorando riesgos y tomando decisiones fundamentadas en coyuntura económica y tenencias internacionales. Por tanto, la globalización nos afecta, incluso al sector inmobiliario.

Como se mencionó al inicio, el objetivo general de esta investigación busca analizar el impacto de los ciclos económicos en Costa Rica sobre la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios del 2008 al 2019.

Hoy, los resultados demuestran que no podemos realizar una correlación entre las variables macroeconómicas seleccionadas y el rendimiento de los Fondos de Inversión Inmobiliaria, pues para tener resultados más sólidos, requerimos de una relación más significativa, que sería posible de tener más historia en los datos requeridos además de una mayor profundidad del mercado.

Si bien la investigación mostró una correlación entre el rendimiento y el IPC superior a las otras variables -y de un valor superior a 0.50- el nivel de significancia buscado por el grupo investigador es de 0.80, por lo que aun así el IPC no se definió como una variable suficientemente fuerte que explique los movimientos del rendimiento de los F.I.I., aunque pueda dar respuesta a alguna parte de esos movimientos. No se omite indicar que la variable pierde relevancia cuando, al analizar los diferentes fondos, estos administran los ingresos mayoritariamente en dólares, lo que relega la importancia del IPC al ser un índice de indexación del colón.

A pesar de ello, la investigación nos demuestra que si queremos analizar el comportamiento en la rentabilidad de un Fondo de Inversión Inmobiliario, como inversionistas debemos prestar especial atención a la Estrategia de Gestión seguida por el fondo.

Nuestro mercado de valores resulta no sólo poco profundo sino además es muy pequeño, lo que nos imposibilita realizar comparaciones con mercados de valores desarrollados como el estadounidense. Sin embargo, la referencia de estudios similares en otros mercados nos abre el camino para futuras aplicaciones a nivel local que nos permitan identificar variables macroeconómicas como parámetros o referencias para comprender el comportamiento en la rentabilidad de un F.I.I.

Recomendaciones

- ✓ El mercado necesita un Market Maker:

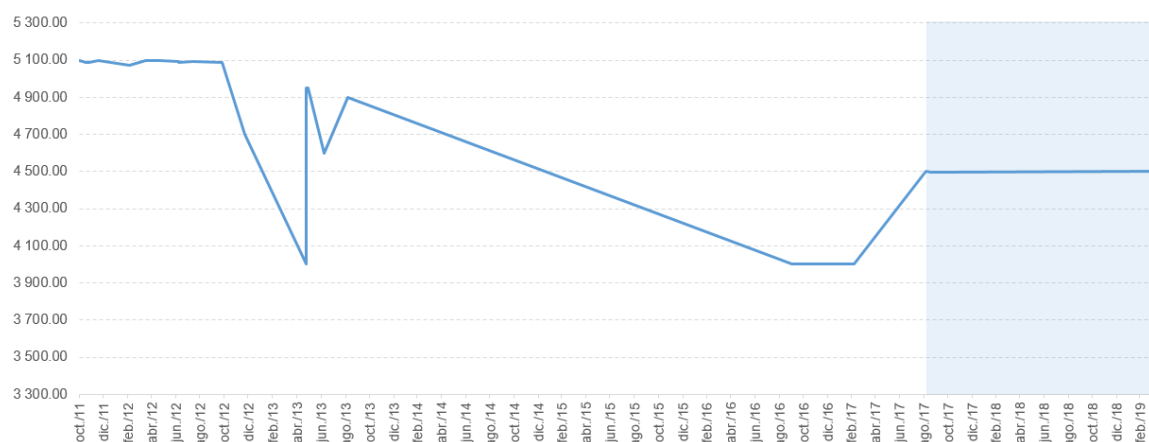
La figura de Market Maker o bien, Creadores de Mercado se refiere a brokers en los que las operaciones de compra y/o venta de instrumentos financieros no sea realiza propiamente en el mercado sino más bien en la mesa de operaciones del mismo

bróker, de este modo los clientes son capaces de realizar una operación en cualquier momento sin la necesidad de que haya una posición contraria que les permita concretar la operación.

Tal como se evidencia en la investigación, nuestro mercado de valores no es comparable con el mercado de valores de países desarrollados, ya que el nuestro es poco profundo y particularmente la industria de fondos de inversión inmobiliarios muestra una baja bursatilidad.

Actualmente, hay participaciones que muestran meses sin movimiento alguno en su precio, donde las posiciones de venta no logran realizarse ante la falta de liquidez del mercado. Como muestra de ello, las participaciones de FINPO, Fondo de Inversión Inmobiliario de Popular Valores, presentan meses sin registrar movimientos en su precio, donde existen posiciones vendedoras en la pantalla de negociación sin lograr una contraparte que las compre.

GRÁFICO 19: Comportamiento histórico de precio participaciones FINPO



Fuente: Elaboración propia con datos del Sistema de Bolsa Nacional SIBO, noviembre 2019.

Si bien la falta de liquidez de las participaciones no ocurre en la toda la industria de fondos inmobiliarios, aquellos fondos que muestran menos liquidez en sus participaciones se enfrentan al reto de generar confianza en sus clientes para la

colocación futura de sus participaciones, de ahí la necesidad de que exista una mayor liquidez para éstas operaciones.

Sin embargo, como bien lo menciona Jaime Ubilla, Gerente General de Improsa SAFI, no es de esperar que este deterioro en la negociación de las participaciones sea permanente en el mercado. El proceso de recuperación será gradual en tanto el mercado reconozca que ante la nueva realidad (incremento en la tasa impositiva sobre la inversión inmobiliaria) será difícil obtener la rentabilidad histórica de este instrumento.

✓ Cultura bursátil

Una participación activa de los agentes económicos requiere de una mayor cultura bursátil. El desconocimiento sobre la diversidad de opciones de inversión que hay el mercado de valores, más allá de las tradicionales cuentas de ahorro, permitiría que los inversionistas consideraran los F.I.I como alternativas de inversión para diversificar su portafolio con miras al mediano y largo plazo.

Una gestión responsable y transparente por parte del Fondo, generará confianza en sus inversionistas y por ende, podríamos esperar una participación más activa y dinámica en el mercado.

✓ El tema bajo análisis sin duda presenta aspectos que podrían ampliarse.

En el caso de Costa Rica, los proyectos propuestos por el Gobierno (eje: Ciudad Gobierno) y la competencia en oferta de inmuebles que no está constituida por Fondos de Inversión Inmobiliarias, sino por grupos empresariales privados, impactará variables determinantes en los fondos como la ocupación y la calidad de sus activos, por lo que podría estudiarse a profundidad el eventual impacto en los F.I.I con la salida de importantes inquilinos.

Sobre este último punto, valdría la pena analizar el caso de El Salvador, país que ha incrementado considerablemente su oferta de fondos inmobiliarios, siendo una amenaza importante para los fondos inmobiliarios en Costa Rica, principalmente para aquellos cuyos principales inquilinos son las empresas transnacionales.

Sobre este tema vale la pena estudiar las medidas de protección al inversionista ante la salida de grandes inquilinos, así como las estrategias de mitigación de los impactos financieros en la rentabilidad, para finalmente valorar los mecanismos de selección de activos (por calidad, sector u ocupación).

✓ Impacto de la Reforma Fiscal:

La aprobación de la Reforma Fiscal viene a marcar un logro histórico en el manejo y gestión de las finanzas públicas de nuestro país. Sin duda alguna, el elevado nivel de endeudamiento que acumula nuestro Gobierno, sería insostenible de no buscar una solución en el corto plazo que permitiera manejar responsablemente las finanzas públicas.

En línea con ello, tendría un valor agregado para la industria realizar una investigación que permita medir el impacto sobre el rendimiento del F.I.I. tras la entrada en vigencia de esta Ley.

Dada su reciente aprobación, resulta precipitado sacar conclusiones al respecto, sin embargo, como bien lo menciona el Sr. Mauricio Núñez, Gestor de Fondos de Popular SAFI, el incremento en la tasa impositiva deberá ser asumido por el fondo, lo cual afecta el valor de la participación en libros. Lo anterior tendrá un impacto en su rendimiento y a su vez podría disminuir el apetito de los inversionistas por adquirir este tipo de producto, afectando los precios de mercado.

Por otro lado, los participantes deberán desarrollar distintas estrategias que permitan a través de una mayor eficiencia absorber el impacto del incremento en la carga tributaria (Ubilla, 2019)

Adicionalmente, las señales positivas que envíe al mercado el Gobierno con su gestión en pro de la consolidación fiscal, evitarán una adicional rebaja en la calificación crediticia a nivel país. Una rebaja implicaría una mayor desconfianza del mercado en el accionar del Gobierno y su capacidad de hacer frente a sus compromisos fiscales, lo que impactaría el dinamismo de la industria inmobiliaria.

BIBLIOGRAFÍA

- ACOBO. (26 de noviembre de 2019). *Centro de Documentos ACOBO*. Obtenido de <https://www.acobo.com/centro-de-documentos/1047/f-i-inmobiliario-vista>
- Alicia Vila, Máximo Sedano , Ana López, Ángel A. Juan. (26 de noviembre de 2019). *Análisis de regresión y correlación lineal*. Obtenido de https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/34840793/RegresionLineal.pdf?response-content-disposition=inline%3B%20filename%3DRegresion_Lineal.pdf&X-Amz-Algorithm=AWS4-HMAC-SHA256&X-Amz-Credential=AKIAIWOWYYGZ2Y53UL3A%2F20191209%2Fus-east-1%2Fs3%2Faws4
- Banco Central de Costa Rica. (3 de noviembre de 2019). *Metodología de Cálculo del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE)*. Obtenido de <https://gee.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Documentos//DocumentosMetodologiasNotasTecnicas/Metodolog%C3%ADa%20de%20c%C3%A1lculo%20del%20IMAE.htm>
- Barrantes Echavarría, R. (1999). *Investigación. Un Camino al conocimiento. Un enfoque cuantitativo y cualitativo*. San José: EUNED.
- BCCR. (junio de 2015). Informe Mensual de Inflación mayo 2015. Costa Rica: Banco Central de Costa Rica.
- BCCR. (23 de noviembre de 2019). *Banco Central de Costa Rica*. Obtenido de https://www.bccr.fi.cr/seccion-noticias/Noticia/Politica_monetaria_y_regimen_cambiario_en_CR.aspx
- BCCR. (26 de noviembre de 2019). *Indicadores Económicos*. Obtenido de <https://www.bccr.fi.cr/seccion-indicadores-economicos/indicadores-economicos>
- BCCR. (Enero de 2019). Informe Inflación diciembre 2018. Banco Central de Costa Rica.

BCCR. (26 de noviembre de 2019). *Informe Trimestral BCR Fondo de Inversión Inmobiliario del Comercio y la Industria (FCI) No Diversificado Setiembre 2019*. Obtenido de [https://bcrfondos.com/wps/wcm/connect/safi/7c785cf5-c066-4fd6-97b0-](https://bcrfondos.com/wps/wcm/connect/safi/7c785cf5-c066-4fd6-97b0-28773cf643c7/Fondo+Inmobiliario+del+Comercio+y+la+Industria.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_P8A618K0NOB140A7F8PHVO0000-7c785cf5-c066-4fd6-97b0-28773cf643c7-mTMj5lc)

[28773cf643c7/Fondo+Inmobiliario+del+Comercio+y+la+Industria.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_P8A618K0NOB140A7F8PHVO0000-7c785cf5-c066-4fd6-97b0-28773cf643c7-mTMj5lc](https://bcrfondos.com/wps/wcm/connect/safi/7c785cf5-c066-4fd6-97b0-28773cf643c7/Fondo+Inmobiliario+del+Comercio+y+la+Industria.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_P8A618K0NOB140A7F8PHVO0000-7c785cf5-c066-4fd6-97b0-28773cf643c7-mTMj5lc)

BCCR. (26 de noviembre de 2019). *Informe Trimestral de BCR Fondo de Inversión Inmobiliario no Diversificado Setiembre 2019*. Obtenido de https://bcrfondos.com/wps/wcm/connect/safi/612bea83-4884-4114-aa2d-09940be9247a/Fondo+Inmobiliario.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_P8A618K0NOB140A7F8PHVO0000-612bea83-4884-4114-aa2d-09940be9247a-mTMjdUZ

BCCR. (26 de noviembre de 2019). *Prospecto BCR Fondo de Inversión Inmobiliario del Comercio y la Industria (FCI) No Diversificado*. Obtenido de https://bcrfondos.com/wps/wcm/connect/safi/2993eadb-6cac-4263-85b1-ba84613860ac/BCR+Fondo+de+Inversio%CC%81n+Inmobiliario+del+Comercio+y+la+Industria+%28FCI%29+No+Diversificado.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_P8A618K0NOB140A7F8PHVO0000-2993eadb-

BCCR. (26 de noviembre de 2019). *Prospecto BCR Fondo de Inversión Inmobiliario No Diversificado*. Obtenido de https://bcrfondos.com/wps/wcm/connect/safi/b16f6fbf-5633-435e-b323-c64d65e451ac/BCR+Fondo+de+Inversio%CC%81n+Inmobiliario+No+Diversificado.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_P8A618K0NOB140A7F8PHVO0000-b16f6fbf-5633-435e-b323-c64d65e451ac-mM5sNwT

Berenson, Mark L y Levine David M. (1982). *Estadística para Administración y Economía*. México: Interamericana.

- Bermejo, D. J. (3 de noviembre de 2019). *Economipedia*. Obtenido de <https://economipedia.com/definiciones/tipo-de-cambio.html>
- Bermejo, P. E. (2019). Euforia y pánico. Ciclos económicos. <https://www.emagister.com.ar/curso-online-neurofinanzas-cursos-2736720.htm>. Obtenido de <https://www.emagister.com.ar/curso-online-neurofinanzas-cursos-2736720.htm>
- Camacho Martinez, C. (26 de noviembre de 2019). *Coeficiente de Correlación Lineal de Pearson*. Obtenido de <https://personal.us.es/vararey/adatos2/correlacion.pdf>
- Centroamericano, C. M. (26 de noviembre de 2019). *Nota Técnica*. Obtenido de <http://www.secmca.org/tempus23/MetaData/IndicesubyacentedeinflacionISI.htm>
- Chacón R., V. (12 de noviembre de 2019). Director Ejecutivo Camará Fondos de Inversión.
- Chan, I. A. (20 de noviembre de 2019). Gerente Fondos de Inversión BN SAFI.
- CONASIF. (2009). Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión.
- Galán, J. S. (3 de noviembre de 2019). *Economipedia*. Obtenido de <https://economipedia.com/definiciones/indicador-confianza-del-consumidor.html>
- Garay, A. (3 de noviembre de 2019). *Observatorio de Multinacionales en América Latina (OMAL)*. Obtenido de <http://omal.info/spip.php?article4822>
- Gitman, L. J. (2007). *Principios de Administración Financiera*. México: Pearson Educación.
- Grupo Financiero Improsa. (26 de noviembre de 2019). *Informe Trimestral Julio - Setiembre, 2019 Fondo de Inversión Inmobiliario Gribaltar*. Obtenido de <https://www.grupoimprosa.com/safi/mostrar-archivo/informes-trimestrales/142>

Grupo Financiero Improsa. (26 de noviembre de 2019). *Prospecto Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar*. Obtenido de https://www.grupoimprosa.com/safi/prospecto/12/gibraltar_fondo-de-inversiaan-inmobiliario

Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2006). *Metodología de la Investigación*. México: McGraw Hill.

Jiménez Barboza, S. (26 de noviembre de 2019). *Periódico El Sol*. Obtenido de <https://elsoldeoccidente.com/enlinea/2017/03/politica-cambiaria-en-costarica-y-sus-regimenes-cambiaros/>

Kinnear, T y Taylor, J. (2005). *Investigación de Mercados, un enfoque aplicado*. Bogotá, Colombia: McGraw Hill.

Kiziryan, M. (3 de noviembre de 2019). *Economipedia*. Obtenido de <https://economipedia.com/definiciones/tipo-de-interes.html>

Ley N° 7732. (1998). Ley Reguladora del Mercado de Valores. Costa Rica.

Mackay, C. (1841). *Memoria de Extraordinarias Desilusiones y de la Locura de las Masas*.

Mankin, N. G. (2012). *Principios de Economía*. México: Cengage Learning.

Mercado de Valores. (26 de noviembre de 2019). *Informe del 01 de Julio al 30 de setiembre 2019 Fondo Inmobiliario Multifondos*. Obtenido de <https://www.mvalores.fi.cr/wp-content/uploads/2019/10/12.pdf>

Mercado de Valores. (26 de noviembre de 2019). *Prospecto Multifondos*. Obtenido de <https://www.mvalores.fi.cr/wp-content/uploads/2019/10/Prospecto-Inmobiliario-Multifondos.pdf>

Parra, J. A. (15 de noviembre de 2019). Gerente General BCT Valores.

Pedrosa, S. J. (3 de noviembre de 2019). *Economipedia*. Obtenido de <https://economipedia.com/definiciones/deficit-fiscal.html>

Periódico El Financiero. (26 de noviembre de 2019). *El Financiero*. Obtenido de <https://www.elfinancierocr.com/negocios/nuevos-proyectos-de-parques-industriales-y/3S6ENV2A5HMH72HAHHGA3HJY/story/>

Programa Estado de la Nación / Consejo Nacional de Rectores. (2019). *Estado de la Nación en Desarrollo Humano Sostenible 2019*. San José, Costa Rica: CONARE.

Real Academia Española. (26 de noviembre de 2019). *Diccionario de la Lengua Española*. Obtenido de <https://dle.rae.es/prospecto>

Rojas, M. N. (21 de noviembre de 2019). Gestor de Fondos Financieros Popular SAFI.

Samuelson, Paul A. y Nordhaus, William D. (2002). *Macroeconomía*. España: McGraw Hill.

Soto Solera, D. (19 de noviembre de 2019). Gerente General Vista Fondos de Inversión.

Soto Solera, O. (26 de noviembre de 2019). Gerente General Grupo ACOBO.

SUGEVAL. (26 de noviembre de 2019). *¿Qué es el Mercado de Valores?* Obtenido de <https://www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/Paginas/DefinicionProspecto.aspx>

SUGEVAL. (3 de noviembre de 2019). *Superintendencia General de Valores*. Obtenido de <https://www.sugeval.fi.cr/MercadoValores/Paginas/ProductosInversion.aspx>

Ubilla Carro, J. (3 de noviembre de 2019). *Cámara de Fondos de Inversión*. Obtenido de 1ER Congreso de Fondos de Inversión Centroamérica y el Caribe. Tegucigalpa, Honduras: <https://www.fondoscostarica.com/eventos/internacional/1er-congreso-de-fondos-de-inversion-centroamerica-y-el-caribe/>

Ubilla Carro, J. E. (22 de noviembre de 2019). Gerente General IMPROSA SAFI.

Van Horne C., James, Wachowicz Jr., John M. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera*. México: Pearson Educación.

Vinuesa, P. (26 de noviembre de 2019). *Tema 8 - Correlación: teoría y práctica*.
Obtenido de [http:// www.ccg.unam.mx/ ~vinuesa/](http://www.ccg.unam.mx/~vinuesa/)

William B. Strange III, Duo Tang. (2000). *Firm Level Factors that affect returns to Real State Investment Trust*. Massachusetts, Estados Unidos: Instituto Tecnológico de Massachusetts.

Wong, W. W. (2017). *The macroeconomic forces that drive REIT returns in Australia. Proceedings from the 24th Annual Conference of the European Real Estate Society (ERES 2017)*. Países Bajos: Delft University of Technology.

ANEXOS

Anexo 1: Encuestas

SAFI	Encuestado
Acobo - Vista SAFI	Diego Soto, Gerente General
BCT Valores	Jorge Baltodano, Gerente General
BCR Valores	Confidencial
BN Fondos	Ileana Atán, Gerente Fondos Inmobiliarios
Cámara de Fondos	Víctor Chacón, Director Ejecutivo
IMPROSA Safi	Jaime Ubilla, Gerente General
Popular SAFI	Mauricio Núñez, Gestor de Fondos
Mercado de Valores	N/R
PRIVAL SAFI	N/R

ACOBO

Fecha: 19 de noviembre del 2019.

Nombre del entrevistado: Diego Soto Solera.

Empresa: Vista Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A.

Cargo: Gerente General.

La siguiente encuesta tiene como propósito abarcar el tema de Fondos de Inversión Inmobiliarios en Costa Rica a fin de estudiar y comprender en mayor detalle sus características y desempeño a través del tiempo, particularmente al cumplirse una década desde la última crisis financiera.

Esta encuesta forma parte de la investigación desarrollada para optar por el grado de Maestría en Gerencia Financiera en el Instituto Tecnológico de Costa Rica.

De antemano agradecemos su colaboración en el desarrollo de la misma.

Desde su punto de vista, ¿afectó la crisis financiera del 2008 a la industria de fondos inmobiliarios?

Si (x)

No, ¿Por qué? ()

Si generó riesgo producto del contagio externo, afectó la percepción del inversionista. Entrabó los mercados. Produjo iliquidez y falta de inversión extranjera.

¿Qué lecciones rescata para el sector de fondos inmobiliarios tras la burbuja inmobiliaria de EE.UU.?

Que los mercados están cada vez más interconectados, las crisis son cada vez más profundas y las inversiones de riesgo tienen consecuencias.

De las siguientes variables macroeconómicas, ¿Cuáles considera que tienen mayor relevancia dentro del desempeño de la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios? Para cada variable defina un nivel de impacto, siendo 5 la calificación más alta.

Indicador	1 (bajo)	2	3	4	5 (alto)
Tipo de cambio				X	
Inflación					X
Tasa de interés					X
Inversión Extranjera Directa				X	
Actividad económica					X
Política fiscal					X
Confianza del consumidor					X

Partiendo de la pregunta anterior, ¿Considera que los resultados de los fondos de inversión inmobiliarios se ven directamente afectados por la coyuntura?

Sí (X)

No ()

De los siguientes indicadores, ¿Cuáles considera que tienen mayor relevancia dentro de la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios? Para cada variable defina un nivel de impacto, siendo 5 la calificación más alta.

Indicadores	1 (bajo)	2	3	4	5 (alto)
Rotación de activos				X	
Calidad de inmuebles					X
Nivel de deuda				X	
Nivel de ocupación					X
Permanencia del inquilino					X
Otras					

*Otras, ¿cuáles?: _____

Desde su perspectiva, a nivel general de la industria ¿qué razones justifican la baja bursatilidad en el mercado de fondos de inversión inmobiliarios en Costa Rica?

Altos rendimientos en bonos de Gobierno de Costa Rica, la percepción de riesgos del inversionista y la concentración del mercado.

¿Qué estrategias de gestión resultan claves en la administración de carteras de los Fondos Inmobiliarios?

Compras de inmuebles de alta calidad, búsqueda de mejores inquilinos, búsqueda de bajos niveles de desocupación y compras con precios adecuados a la industria.

Tras la aprobación de la Reforma Fiscal en diciembre del 2018 y los cambios que empezaron a regir en julio de este año, ¿considera que se verá afectada la negociación de las participaciones en el mercado bursátil o bien su precio?

Si, los rendimientos disminuyeron entonces hubo una leve baja en los mercados.

Desde su punto de vista, ¿qué necesita el mercado de fondos inmobiliarios de Costa Rica para la reactivación de la negociación de sus participaciones?

Confianza del inversionista, que los rendimientos del gobierno regresen a niveles normales y una economía creciente.

¿Qué espera del sector inmobiliario para el 2020?

Se reactivará (x)

Permanecerá sin cambios ()

Se desacelerará ()

BCT Valores

Fecha: 15 de Noviembre de 2015.

Nombre del entrevistado: Jorge Arturo Baltodano Parra.

Empresa: BCT Valores Puesto de Bolsa S.A.

Cargo: Gerente General.

La siguiente encuesta tiene como propósito abarcar el tema de Fondos de Inversión Inmobiliarios en Costa Rica a fin de estudiar y comprender en mayor detalle sus características y desempeño a través del tiempo, particularmente al cumplirse una década desde la última crisis financiera.

Esta encuesta forma parte de la investigación desarrollada para optar por el grado de Maestría en Gerencia Financiera en el Instituto Tecnológico de Costa Rica.

De antemano agradecemos su colaboración en el desarrollo de la misma.

Desde su punto de vista, ¿afectó la crisis financiera del 2008 a la industria de fondos inmobiliarios?

Si (X)

No, ¿Por qué? ()

Porque se vieron afectados los precios de los valores de algunos fondos inmobiliarios en el mercado. La crisis financiera del 2008 disminuyó los niveles de liquidez en EE.UU y Europa y por lo tanto la oferta de fondos prestables hacia Costa Rica se redujo sustancialmente, en el sentido de que los bancos corresponsales solicitaron el repago de las líneas de crédito correspondientes. Por lo tanto el nivel de liquidez local general se redujo y por lo tanto inversionistas tienen que disponer de inversiones para obtener liquidez. Algunos de esos activos fueron los fondos inmobiliarios y por ende se vieron afectados.

¿Qué lecciones rescata para el sector de fondos inmobiliarios tras la burbuja inmobiliaria de EE.UU.?

Que siempre y cuando los niveles de ocupación de los inmuebles que están alquilados y generan la rentabilidad, hay que mantener la inversión y no seguir el pánico de algunos inversionistas que liquidaron a precios que luego se recuperaron por las medidas adoptadas a nivel mundial de reducción de tasas de interés y de inyección de liquidez a través de compra de títulos tóxicos, principalmente en EE.UU.

De las siguientes variables macroeconómicas, ¿Cuáles considera que tienen mayor relevancia dentro del desempeño de la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios? Para cada variable defina un nivel de impacto, siendo 5 la calificación más alta.

<i>Indicador</i>	<i>1 (bajo)</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5 (alto)</i>
Tipo de cambio				X	
Inflación			X		
Tasa de interés					X
Inversión Extranjera Directa					X
Actividad económica					X
Política fiscal			X		
Confianza del consumidor		X			

Partiendo de la pregunta anterior, ¿Considera que los resultados de los fondos de inversión inmobiliarios se ven directamente afectados por la coyuntura?

Sí (X)

No ()

De los siguientes indicadores, ¿Cuáles considera que tienen mayor relevancia dentro de la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios? Para cada variable defina un nivel de impacto, siendo 5 la calificación más alta.

Indicadores	1 (bajo)	2	3	4	5 (alto)
Rotación de activos					X
Calidad de inmuebles					X
Nivel de deuda				X	
Nivel de ocupación					X
Permanencia del inquilino					X
Otras				X	

***Otras, ¿cuáles?:** Plazo de los contratos. Cláusulas de penalización en los contratos de arrendamiento. Calidad de inquilino.

Desde su perspectiva, a nivel general de la industria ¿qué razones justifican la baja bursatilidad en el mercado de fondos de inversión inmobiliarios en Costa Rica?

Resumiría en tres razones:

- ✓ Aumento de las tasas de interés en dólares de los bonos del Gobierno.
- ✓ Falta de asesoría al cliente en cuanto a al desglose de rendimientos líquidos en recurrentes vs. no recurrentes.
- ✓ Introducción de la reforma fiscal y el impacto que está teniendo en los rendimientos de los fondos inmobiliarios.

¿Qué estrategias de gestión resultan claves en la administración de carteras de los Fondos Inmobiliarios?

Nos parecen claves la cuantificación de costos de mantenimiento de los inmuebles para una efectiva eficientización y reducción de los mismos en estos momentos de reducción de rentabilidad. La gestión de inquilinos también resulta muy relevante para la permanencia de los niveles de ocupación. Igualmente la tasa de descuento de las compras de inmuebles debe de aumentar tal como aumentaron los rendimientos de los bonos de deuda interna. El apego de la gestión a la regulación local es de suma importancia para evitar riesgo reputacional.

Tras la aprobación de la Reforma Fiscal en diciembre del 2018 y los cambios que empezaron a regir en julio de este año, ¿considera que se verá afectada la negociación de las participaciones en el mercado bursátil o bien su precio?

Totalmente porque el impacto va directamente al rendimiento líquido o por dividendo, el cual se va a reducir y por lo tanto para un mismo rendimiento el precio se debe ajustar.

Desde su punto de vista, ¿qué necesita el mercado de fondos inmobiliarios de Costa Rica para la reactivación de la negociación de sus participaciones?

- ✓ Aumentar los rendimientos por dividendos a través de tres acciones concretas:
- ✓ Reducción de comisiones de administración.
- ✓ Compras a tasas de descuento mayores para diluir el efecto del impuesto en las compras anteriores.
- ✓ Disminución de costos de financiamiento para los que están apalancados.

¿Qué espera del sector inmobiliario para el 2020?

Se reactivará ()

Permanecerá sin cambios (X)

Se desacelerará ()

BN Fondos

Fecha: 20-nov-2019

Nombre del entrevistado: Ileana Atan Chan

Empresa: BN Fondos

Cargo: Gerente de Fondos Inmobiliarios

La siguiente encuesta tiene como propósito abarcar el tema de Fondos de Inversión Inmobiliarios en Costa Rica a fin de estudiar y comprender en mayor detalle sus características y desempeño a través del tiempo, particularmente al cumplirse una década desde la última crisis financiera.

Esta encuesta forma parte de la investigación desarrollada para optar por el grado de Maestría en Gerencia Financiera en el Instituto Tecnológico de Costa Rica.

De antemano agradecemos su colaboración en el desarrollo de la misma.

Desde su punto de vista, ¿afectó la crisis financiera del 2008 a la industria de fondos inmobiliarios?

Si ()

No, ¿Por qué? ()

Para esa fecha no estaba trabajando en esta industria, no tengo criterio para responder.

¿Qué lecciones rescata para el sector de fondos inmobiliarios tras la burbuja inmobiliaria de EE.UU.?

Al igual que la pregunta anterior, no tengo criterio para responder

De las siguientes variables macroeconómicas, ¿Cuáles considera que tienen mayor relevancia dentro del desempeño de la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios? Para cada variable defina un nivel de impacto, siendo 5 la calificación más alta.

Indicador	1 (bajo)	2	3	4	5 (alto)
Tipo de cambio	X				
Inflación			X		
Tasa de interés					X
Inversión Extranjera Directa				X	
Actividad económica				X	
Política fiscal					X
Confianza del consumidor			X		

Partiendo de la pregunta anterior, ¿Considera que los resultados de los fondos de inversión inmobiliarios se ven directamente afectados por la coyuntura?

Sí (X)

No ()

De los siguientes indicadores, ¿Cuáles considera que tienen mayor relevancia dentro de la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios? Para cada variable defina un nivel de impacto, siendo 5 la calificación más alta.

Indicadores	1 (bajo)	2	3	4	5 (alto)
Rotación de activos			X		
Calidad de inmuebles					X
Nivel de deuda					X
Nivel de ocupación					X
Permanencia del inquilino					X
Otras			X		

*Otras, ¿cuáles?: _____

Desde su perspectiva, a nivel general de la industria ¿qué razones justifican la baja bursatilidad en el mercado de fondos de inversión inmobiliarios en Costa Rica?

Pueden ser muchas: i) malas experiencias de inversión en fondos similares; ii) el hecho de tener que acudir al mercado secundario para negociar las participaciones; iii) el desconocimiento del producto.

¿Qué estrategias de gestión resultan claves en la administración de carteras de los Fondos Inmobiliarios?

En el caso nuestro nos hemos enfocado en fondos de desarrollo, en productos con un cliente final ya identificado. Creo que esto es clave para ir generando confianza en este tipo de instrumentos. Por ahora no tenemos fondos inmobiliarios que gestionar.

Tras la aprobación de la Reforma Fiscal en diciembre del 2018 y los cambios que empezaron a regir en julio de este año, ¿considera que se verá afectada la negociación de las participaciones en el mercado bursátil o bien su precio?

Creo que sí. Con la entrada en vigencia de la reforma fiscal la rentabilidad de los fondos se ha visto afectada y eso puede provocar alguna afectación en la negociación.

Desde su punto de vista, ¿qué necesita el mercado de fondos inmobiliarios de Costa Rica para la reactivación de la negociación de sus participaciones?

Creo que un asesor bien capacitado que acompañe al inversionista es clave para una efectiva negociación de cualquier producto, incluidas las participaciones de estos fondos.

¿Qué espera del sector inmobiliario para el 2020?

Se reactivará (x)

Permanecerá sin cambios ()

Se desacelerará ()

Cámara de Fondos

Fecha: 12nov19

Nombre del entrevistado: VICTOR CHACON R

Empresa: _CAMARA FONDOS DE INVERSION

Cargo: DIRECTOR EJECUTIVO

La siguiente encuesta tiene como propósito abarcar el tema de Fondos de Inversión Inmobiliarios en Costa Rica a fin de estudiar y comprender en mayor detalle sus características y desempeño a través del tiempo, particularmente al cumplirse una década desde la última crisis financiera.

Esta encuesta forma parte de la investigación desarrollada para optar por el grado de Maestría en Gerencia Financiera en el Instituto Tecnológico de Costa Rica.

De antemano agradecemos su colaboración en el desarrollo de la misma.

Desde su punto de vista, ¿afectó la crisis financiera del 2008 a la industria de fondos inmobiliarios?

Si ()

No, ¿Por qué? (X)

Los fondos inmobiliarios renta no se afectaron, pues en CR, la crisis se puntualizó en la construcción en general, y en todo lo relacionado a inmuebles de uso turístico. Los inmobiliarios renta, no hacen construcción, y lo que había invertido en inmuebles de uso turístico, o en zonas costeras, era insignificante. El perfil de compras era mas oficinas, bodegas, comercio, zonas francas, y todo ubicado en la GAM. En los años más crueles de esa crisis a nivel internacional (2007-2019), los fondos inmo de CR, mas bien mostraban los índices de ocupación mas altos de su historia. Hubo un freno a su crecimiento como en 2010, pero mas bien por un tema de temor o expectativa de la gente, respecto a si la crisis internacional, nos afectaría más como país. Los fondos de desarrollo, si se vieron afectados. Los inversionistas no quisieron invertir mas en estos fondos, y entonces los proyectos que habían iniciado, no pudieron recibir mas aportes, con lo cual debieron buscar desesperadamente

créditos para terminarlo, o entrar negociaciones de liquidación total o parcial con activos de los fondos.

¿Qué lecciones rescata para el sector de fondos inmobiliarios tras la burbuja inmobiliaria de EE.UU.?

- ✓ La importancia de la diversificación.
- ✓ Que la gestión inmobiliaria debe ser especializada, valorando riesgos y tomando decisiones fundamentadas en coyuntura económica y tendencias internacionales.
- ✓ Que la globalización nos afecta, incluso al sector inmobiliario.
- ✓ Que los fondos de desarrollo deberían nacer con la salida garantizada. Es decir, llevarse a cabo los proyectos por encargo de una entidad pública o privada, pero bajo un contrato irrenunciable.

De las siguientes variables macroeconómicas, ¿Cuáles considera que tienen mayor relevancia dentro del desempeño de la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios? Para cada variable defina un nivel de impacto, siendo 5 la calificación más alta.

<i>Indicador</i>	<i>1 (bajo)</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5 (alto)</i>
Tipo de cambio		X			
Inflación				X	
Tasa de interés				X	
Inversión Extranjera Directa				X	
Actividad económica					X
Política fiscal					X
Confianza del consumidor					X

Partiendo de la pregunta anterior, ¿Considera que los resultados de los fondos de inversión inmobiliarios se ven directamente afectados por la coyuntura?

Sí (X)

No ()

De los siguientes indicadores, ¿Cuáles considera que tienen mayor relevancia dentro de la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios? Para cada variable defina un nivel de impacto, siendo 5 la calificación más alta.

Indicadores	1 (bajo)	2	3	4	5 (alto)
Rotación de activos			X		
Calidad de inmuebles			X		
Nivel de deuda			X		
Nivel de ocupación					X
Permanencia del inquilino					X
Otras.					

***Otras, ¿cuáles?:** Versatilidad de inmuebles (fácil adaptación a varios tipos de inquilinos). Valor 5.. Antigüedad, los mas recientes con mas potencial de plusvalías. Valor 4

Desde su perspectiva, a nivel general de la industria ¿qué razones justifican la baja bursatilidad en el mercado de fondos de inversión inmobiliarios en Costa Rica?

- ✓ Desconocimiento del publico
- ✓ Muchos clientes, sobre todo institucionales, no los ponen a venta, son muy pasivos con sus tenencias, no hacen trading o rotaciones de tenencias.
- ✓ La incertidumbre reinante en la economía, geo política, la actividad comercial.
- ✓ La ausencia de market makers.
- ✓ La caída en rentabilidad por regulaciones y aspectos tributarios.

¿Qué estrategias de gestión resultan claves en la administración de carteras de los Fondos Inmobiliarios?

la diversificación de inquilinos, ubicación y versatilidad de inmuebles. Analisis de potencial de plusvalías para saber el momento de vender para realizar. Un estricto due dilligence delos inquilinos.

Tras la aprobación de la Reforma Fiscal en diciembre del 2018 y los cambios que empezaron a regir en julio de este año, ¿considera que se verá afectada la negociación de las participaciones en el mercado bursátil o bien su precio?

si, en la medida que la rentabilidad del fondo baja, sobre todo al inicio, al tener que correr el ajuste inicial del cambio de tarifas de un solo golpe, en Julio. Además, la nueva carga ha ralentizado la actividad económica y comercial, entonces no se mejora la ocupación de inmuebles y rentabilidad, y esto hace más difícil el mercado secundario. Sobre todo la alta incertidumbre reinante en la oferta y demanda, respecto a la economía, el déficit fiscal, el ajuste fiscal en el sector público, etc. Esto desmotiva que la gente tome decisiones alternativas, y más bien, por miedo, se devuelva al corto plazo, renta fija y riesgo soberano.

Desde su punto de vista, ¿qué necesita el mercado de fondos inmobiliarios de Costa Rica para la reactivación de la negociación de sus participaciones?

- ✓ Educación de muy alto alcance, al público
- ✓ Aumentar las colocaciones en no institucionales, para que roten más las participaciones en mercado secundario
- ✓ Que el Estado culmine con la agenda fiscal, que incluye contención real de gasto, regla fiscal, eliminación de privilegios de pension. Esto daría credibilidad al mercado de fondos.
- ✓ Crear market makers.
- ✓ La caída en rentabilidad por regulaciones y aspectos tributarios.

¿Qué espera del sector inmobiliario para el 2020?

Se reactivará (xx) porque las tasas seguirán bajas, el tipo de cambio estable, inflación baja, buen clima para atraer inversión extranjera. El BCCR con reservas monetarias altísimas. La gente tenderá a volver a la normalidad en el consumo después del terror que generó la entrada de los nuevos impuestos en julio. Esto movería los engranajes del consumo y la producción. La agenda de inversión en infraestructura pública del Gob es grande, importante, esto dará un impulso a la actividad constructiva, que a su vez encadena muchos procesos y empleo.

Permanecerá sin cambios ()

Se desacelerará ()

IMPROSA SAFI

Fecha: San José, 22 de noviembre del 2019

Nombre del entrevistado: Jaime Eduardo Ubilla Carro

Empresa: Improsa Sociedad Administradora de Fondos de Inversión

Cargo: Gerente General

La siguiente encuesta tiene como propósito abarcar el tema de Fondos de Inversión Inmobiliarios en Costa Rica a fin de estudiar y comprender en mayor detalle sus características y desempeño a través del tiempo, particularmente al cumplirse una década desde la última crisis financiera.

Esta encuesta forma parte de la investigación desarrollada para optar por el grado de Maestría en Gerencia Financiera en el Instituto Tecnológico de Costa Rica.

De antemano agradecemos su colaboración en el desarrollo de la misma.

Desde su punto de vista, ¿afectó la crisis financiera del 2008 a la industria de fondos inmobiliarios?

Si (X)

No, ¿Por qué? ()

El ámbito de afectación se circunscribió a la valoración de los instrumentos en el mercado secundario. Ante la incertidumbre y la restricción de liquidez derivada del entorno, los precios de los títulos de participación cayeron abruptamente, debido a un proceso descontrolado de venta por parte de inversionistas a través de los mecanismos bursátiles. Dado dicho fenómeno se afectó la habilidad para levantar capital por parte de los fondos de inversión, lo cual se extendió por aproximadamente cuatro años después de los eventos del 2008.

¿Qué lecciones rescata para el sector de fondos inmobiliarios tras la burbuja inmobiliaria de EE.UU.?

El fenómeno inmobiliario norteamericano se concentra en el ámbito habitacional, los métodos de financiamiento a personas sin capacidad de pago y la sin duda laxa

regulación de algunos participantes y/o entidades financieras por las particularidades de la legislación norteamericana, y los procesos de distribución de dichos productos a nivel global. En el caso de los fondos de inversión inmobiliarios costarricenses, concentrados en activos arrendados por empresas/corporaciones con actividad empresarial verificable los efectos en general los efectos fueron relativamente benignos. Para nosotros la enseñanza fue ampliar los mecanismos de levantamiento de capital de los fondos de inversión administrados, razón por la cual iniciamos a partir del 2009 un proceso sistemático de inscripción para hacer oferta pública en otros mercados bursátiles a nivel regional.

De las siguientes variables macroeconómicas, ¿Cuáles considera que tienen mayor relevancia dentro del desempeño de la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios? Para cada variable defina un nivel de impacto, siendo 5 la calificación más alta.

Indicador	1 (bajo)	2	3	4	5 (alto)
Tipo de cambio			X		
Inflación			X		
Tasa de interés			X		
Inversión Extranjera Directa					X
Actividad económica					X
Política fiscal			X		
Confianza del consumidor					X

Partiendo de la pregunta anterior, ¿Considera que los resultados de los fondos de inversión inmobiliarios se ven directamente afectados por la coyuntura?

Sí (X)

No ()

En general es posible señalar que este tipo de instrumento muestra una correlación positiva y alta con el crecimiento económico y la tasa de desempleo.

De los siguientes indicadores, ¿Cuáles considera que tienen mayor relevancia dentro de la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios? Para cada variable defina un nivel de impacto, siendo 5 la calificación más alta.

Indicadores	1 (bajo)	2	3	4	5 (alto)
Rotación de activos					X
Calidad de inmuebles					X
Nivel de deuda					X
Nivel de ocupación					X
Permanencia del inquilino					X
Otras					

*Otras, ¿cuáles?: _____

Desde su perspectiva, a nivel general de la industria ¿qué razones justifican la baja bursatilidad en el mercado de fondos de inversión inmobiliarios en Costa Rica?

La bursatilidad de los fondos de inversión ha aumentado en general a lo largo de los casi 20 años que tienen de existir. Hoy en día es posible señalar que son por excelencia el mercado de capital en Costa Rica. Adjunto datos remitidos por la Bolsa Nacional de Valores que demuestran, respecto a los principales fondos de inversión inmobiliarios costarricenses, que es posible señalar que dicha liquidez ya muestra cifras interesantes. Claro está que en ninguna circunstancia son comparables con el volumen transado de los títulos de la deuda pública.

Mercado secundario 2018					
Emisión	Transado	%	Precio prom. ponderado	Valor en Libros	
Gibraltar	\$ 30.034.896	18%	\$ 5.579,58	\$ 5.149	
Crestones	\$ 7.448.520	5%	\$ 5.012,46	\$ 5.118	
Fondo Dos	\$ 1.330.640	1%	\$ 4.197,60	\$ 5.113	
Fondo Cuatro	\$ 348.060	0%	\$ 3.625,63	\$ 4.298	
BCRSF inm1\$	\$ 33.361.689	20%	\$ 1.249,13	\$ 1.149	
BCRSF inm2\$	\$ 17.425.486	11%	\$ 1.268,60	\$ 1.158	
Fici\$	\$ 23.520.334	14%	\$ 6.486,58	\$ 5.597	
Multifondos	\$ 30.675.252	19%	\$ 5.203,61	\$ 5.123	
Vista	\$ 21.364.278	13%	\$ 5.541,97	\$ 5.298	
TOTAL	\$ 165.509.154	100%			

Mercado secundario 2019							
Emisión	Transado	%	Precio prom. ponderado	Valor en Libros	Δ 2019-18	Δ% 2019-18	
Gibraltar	\$ 19.381.895	29%	\$ 5.195	\$ 5.103	-\$ 385	-7%	
Crestones	\$ 4.159.903	6%	\$ 4.289	\$ 5.075	-\$ 724	-14%	
Fondo Dos	\$ 469.822	1%	\$ 4.050	\$ 4.922	-\$ 147	-4%	
Fondo Cuatro	\$ 782.766	1%	\$ 3.448	\$ 4.379	-\$ 177	-5%	
BCRSF inm1\$	\$ 7.749.113	12%	\$ 941	\$ 1.147	-\$ 308	-25%	
BCRSF inm2\$	\$ 6.203.001	9%	\$ 937	\$ 1.158	-\$ 332	-26%	
Fici\$	\$ 5.776.410	9%	\$ 6.023	\$ 5.584	-\$ 463	-7%	
Multifondos	\$ 21.275.031	32%	\$ 5.085	\$ 5.149	-\$ 119	-2%	
Vista	\$ 1.230.386	2%	\$ 5.281	\$ 5.276	-\$ 261	-5%	
TOTAL	\$ 67.028.326	100%					

Fuente: Bolsa Nacional de Valores. Datos a setiembre del 2019.

Claro está que en el 2019, dado los eventos del último trimestre del 2018, que se tradujeron en el desplazamiento de la curva soberana y la aprobación de la Ley de Fortalecimiento de las Finanzas Públicas.

¿Qué estrategias de gestión resultan claves en la administración de carteras de los Fondos Inmobiliarios?

La gestión debe administrarse en tres niveles: a) property management (gestión de los programas de mantenimiento de los bienes inmuebles que garantizan su continuidad operativa); b) asset management (evaluación del desempeño del activo y medición de los factores de riesgo y o económicos que inciden en el desempeño del activo); c) fund management (gestión integral del fondo de inversión). Debe contarse con la capacidad de gestión para desarrollar planes y programas en cada nivel de gestión.

Tras la aprobación de la Reforma Fiscal en diciembre del 2018 y los cambios que empezaron a regir en julio de este año, ¿considera que se verá afectada la negociación de las participaciones en el mercado bursátil o bien su precio?

Si se ha visto afectada, pero fundamentalmente por el desplazamiento de la curva soberana, la reducción de la calificación de riesgo país, el incremento de la tasa de impuesto de renta (rentas del capital inmobiliario).

Desde su punto de vista, ¿qué necesita el mercado de fondos inmobiliarios de Costa Rica para la reactivación de la negociación de sus participaciones?

No observamos un deterioro permanente de la liquidez. Es claro que el proceso de recuperación será gradual en tanto el mercado reconozca que ante la nueva realidad (incremento en la tasa impositiva sobre la inversión inmobiliaria) será difícil obtener la rentabilidad histórica de este instrumento. Por otro lado, los participantes deberán desarrollar distintas estrategias que permitan a través de una mayor eficiencia absorber el impacto del incremento en la carga tributaria.

¿Qué espera del sector inmobiliario para el 2020?

Se reactivará (X) gradualmente.

Permanecerá sin cambios ()

Se desacelerará ()

Popular SAFI

Fecha: 21/11/2019

Nombre del entrevistado: Mauricio Núñez Rojas

Empresa: Popular SAFI

Cargo: Gestor de Fondos Financieros

La siguiente encuesta tiene como propósito abarcar el tema de Fondos de Inversión Inmobiliarios en Costa Rica a fin de estudiar y comprender en mayor detalle sus características y desempeño a través del tiempo, particularmente al cumplirse una década desde la última crisis financiera.

Esta encuesta forma parte de la investigación desarrollada para optar por el grado de Maestría en Gerencia Financiera en el Instituto Tecnológico de Costa Rica.

De antemano agradecemos su colaboración en el desarrollo de la misma.

Desde su punto de vista, ¿afectó la crisis financiera del 2008 a la industria de fondos inmobiliarios?

Si (X)

No, ¿Por qué? ()

R/ Considero que si afectó, debido a que cuando se dio la crisis muchas de las empresas que arrendaban espacios para sus operaciones se vieron en la obligación de reducir costos y maximizar el uso de los recursos para sostenerse en medio de la crisis, lo que los llevó a solicitar disminuciones en el precio de alquiler, disminuir el tamaño físico de sus operaciones y en algunos casos el cierre definitivo de los negocios. Esto tuvo un impacto directo en los indicadores de ocupación, morosidad y por supuesto en la rentabilidad de los fondos inmobiliarios.

¿Qué lecciones rescata para el sector de fondos inmobiliarios tras la burbuja inmobiliaria de EE.UU.?

R/ Un punto importante, es la responsabilidad que tienen los profesionales en ingeniería que año a año valoran los inmuebles, valoraciones que son utilizadas no

solo para temas normativos sino también para definir precios de mercado en las transacciones de compra y venta de los inmuebles. Un valor incorrecto realizado por error o por quedar bien con el cliente podría desencadenar a futuro en sub o sobre valoración de las propiedades.

De las siguientes variables macroeconómicas, ¿Cuáles considera que tienen mayor relevancia dentro del desempeño de la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios? Para cada variable defina un nivel de impacto, siendo 5 la calificación más alta.

Indicador	1 (bajo)	2	3	4	5 (alto)
Tipo de cambio			X		
Inflación			X		
Tasa de interés			X		
Inversión Extranjera Directa					X
Actividad económica					X
Política fiscal				X	
Confianza del consumidor				X	

Partiendo de la pregunta anterior, ¿Considera que los resultados de los fondos de inversión inmobiliarios se ven directamente afectados por la coyuntura?

Sí (X)

No ()

De los siguientes indicadores, ¿Cuáles considera que tienen mayor relevancia dentro de la rentabilidad de los Fondos Inmobiliarios? Para cada variable defina un nivel de impacto, siendo 5 la calificación más alta.

Indicadores	1 (bajo)	2	3	4	5 (alto)
Rotación de activos					X
Calidad de inmuebles					X
Nivel de deuda		X			
Nivel de ocupación					X
Permanencia del inquilino			X		
Otras	X				

***Otras, ¿cuáles?:** _____

Desde su perspectiva, a nivel general de la industria ¿qué razones justifican la baja bursatilidad en el mercado de fondos de inversión inmobiliarios en Costa Rica?

R/ Para este año considero que principalmente está relacionado con el incremento de la tasa impositiva, pero además han existido algunos otros factores como la desaceleración económica, el desempleo y la pérdida de confianza del consumidor, además del alza en las tasas de interés de los bonos locales.

¿Qué estrategias de gestión resultan claves en la administración de carteras de los Fondos Inmobiliarios?

R/ Plan de rotación de activos, administración eficiente y eficaz de los recursos generados por los activos del fondo, manejo adecuado de los niveles de apalancamiento y una buena gestión comercial para la colocación de los espacios disponibles.

Tras la aprobación de la Reforma Fiscal en diciembre del 2018 y los cambios que empezaron a regir en julio de este año, ¿considera que se verá afectada la negociación de las participaciones en el mercado bursátil o bien su precio?

R/ Si, principalmente por el incremento en la tasa impositiva que debe ser asumida por el fondo y que en definitiva afecta el valor de la participación en libros, esto tendrá un impacto en su rendimiento y a su vez podría disminuir el apetito de los inversionistas por adquirir este tipo de producto, afectando los precios de mercado

Desde su punto de vista, ¿qué necesita el mercado de fondos inmobiliarios de Costa Rica para la reactivación de la negociación de sus participaciones?

R/ Reactivación de la economía, inversión extranjera.

¿Qué espera del sector inmobiliario para el 2020?

Se reactivará (x)

Permanecerá sin cambios ()

Se desacelerará ()