

# Instituto Tecnológico de Costa Rica

## ESCUELA ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS

*Licenciatura en Administración de Empresas  
con énfasis en Finanzas*



Seminario de Graduación

### **Investigación**

Fondos de Desarrollo Inmobiliario:

Una alternativa para financiamiento de Proyectos Turísticos

*Elaborado por:*

Heyddri Contreras Castro

Andrea Durán Flores

Yorleny Portuguez Ureña

*Profesora Guía:*

MBA. Eva Madrigal

**Noviembre, 2007**

## **Dedicatoria**

A Dios, nuestro socio incondicional, quién nos da todo su capital para la realización de nuestras transacciones sin pedir ninguna rentabilidad a cambio.

A nuestras familias: Padres, Madres, hermanos, esposo e hijo. Ustedes son parte de nuestros proyectos porque son lo más importante de nuestras vidas.

## **Agradecimientos**

A Dios porque sin él no seríamos capaces de hacer ni la más leve fuerza.

A nuestras familias por su incondicional apoyo y por ser nuestro aliento e inspiración en los momentos más difíciles.

A nuestra profesora guía del proyecto; MBA. Eva Madrigal. Gracias por corregirnos y guiarnos en esta labor tan técnica como lo es la investigación.

A todos(as) los(as) entrevistados(as) que nos atendieron que tan amablemente y dedicaron una parte de su valioso tiempo para detallarnos todos los aspectos que les consultamos. Sus aportes fueron la base de esta investigación.

A nuestros jefes y compañeros de trabajo que tuvieron tanta paciencia y comprensión en estos meses de investigación. Gracias por todos sus permisos y por su apoyo.

A todas las personas que de una y otra forma nos apoyaron en la realización de nuestro proyecto de investigación.

## Índice de contenidos

Dedicatoria.....	i
Agradecimientos .....	ii
Índice de contenidos .....	iii
Índice de Cuadros.....	vii
Índice de Gráficos .....	viii
Índice de Figuras .....	ix
Introducción .....	1
CAPITULO I Generalidades de la investigación .....	3
A. Justificación del problema .....	3
B. Planteamiento del problema .....	5
C. Objetivos .....	5
1. Objetivo general .....	5
2. Objetivos específicos.....	5
D. Alcances y limitaciones.....	6
1. Alcances.....	6
2. Limitaciones.....	6
CAPITULO II Marco teórico .....	8
A. Aspectos Generales .....	9
1. Fondos de inversión .....	9
1.1. Reseña histórica de los fondos de inversión .....	10
1.2. Tipos de fondos de inversión .....	11
1.3. Características de los fondos de inversión.....	15
2. Fondos inmobiliarios.....	16
2.1. Fondos de desarrollo inmobiliario .....	21
B. Aspectos Legales .....	26
1. Leyes y Regulaciones.....	26
1.1. La Ley Reguladora del Mercado de Valores (Ley 7732).....	26
1.2. Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión.....	27
C. Calificación de Riesgo de los Fondos Inmobiliarios y Fondos de Desarrollo.....	31
1. Proceso de calificación .....	36
1.1. Solicitud de Calificación .....	36

1.2. Formalización del compromiso.....	36
1.3. Conocimiento general de los términos del proyecto .....	36
1.4. Conformación del equipo interdisciplinario .....	37
1.5. Presentación del informe al Consejo de Calificación .....	37
1.6. Información del dictamen .....	37
1.7. En caso de no ser aceptada la calificación.....	37
1.8. Aceptación de la calificación .....	37
1.9. Monitoreo continuo a la emisión.....	38
1.10. Escala de calificación de Fondos Inmobiliarios .....	38
a) Riesgo del mercado .....	42
D. El desarrollo turístico en Costa Rica .....	44
<b>CAPITULO III Metodología de la Investigación.....</b>	<b>51</b>
A. Enfoque o tipo de investigación .....	51
B. Sujetos y fuentes de información.....	52
1. Sujetos de información .....	52
2. Fuentes de información .....	53
2.1 Fuentes primarias: .....	53
2.2 Fuentes secundarias:.....	54
C. Variables .....	54
D. Descripción de los instrumentos .....	55
E. Análisis de la información .....	55
<b>CAPITULO IV Desarrollo inmobiliario en Costa Rica y la participación de los Fondos Inmobiliarios y Fondos de Desarrollo en este sector. ....</b>	<b>59</b>
A. El desarrollo inmobiliario en Costa Rica.....	59
B. Los Fondos Inmobiliarios y de Fondos Desarrollo Inmobiliario en Costa Rica. ....	64
1. Sociedades administradoras de inversión que administran fondos inmobiliarios.....	66
1.1 Aldesa SAFI.....	66
1.2 BCR SAFI .....	66
1.3 Improsa SAFI.....	67
1.4 Interbolsa SAFI .....	69
1.5 Multifondos SAFI.....	71
1.6 Popular SAFI .....	72
1.7 Vista SAFI.....	73
2. Análisis de la situación actual de los fondos inmobiliarios.....	74
3. Otros hallazgos.....	82

CAPITULO V Fondos de Inversión Inmobiliaria en otros países.....	89
A. Los fondos de inversión inmobiliaria de mercados desarrollados .....	89
B. Los fondos de inversión inmobiliaria en Estados Unidos .....	92
C. Los fondos de inversión inmobiliaria en América Latina.....	98
1. Fondos de Inversión Inmobiliaria en Chile .....	99
2. Fondos de Inversión Inmobiliaria en Colombia .....	102
D. Los fondos de inversión inmobiliaria en España .....	104
CAPITULO VI Análisis de las Entrevistas .....	109
A. Análisis de las entrevistas aplicadas a expertos, conocedores del tema y desarrolladores de proyectos inmobiliarios .....	111
1. Transcripción de las entrevistas a expertos y conocedores .....	111
1.1. Entrevistado A .....	111
1.2. Entrevistado B .....	124
1.3. Entrevistado C .....	131
1.4. Entrevistado D .....	138
1.5. Entrevistado E .....	146
1.6. Entrevistado F.....	153
1.7. Entrevistado G .....	156
1.8. Entrevistado P .....	161
2. Análisis de las entrevistas a expertos y conocedores del tema.....	178
2.1. Factores relevantes de los Fondos de Inversión Inmobiliaria .....	178
2.2. Ventajas de los Fondos de Inversión Inmobiliaria .....	181
2.3. Desventajas de los Fondos de Inversión Inmobiliaria.....	185
2.4. Principales características de los Fondos de Desarrollo Inmobiliaria .....	186
2.5. Ventajas de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario.....	188
2.6. Desventajas de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario .....	190
2.7. Comparación del perfil del inversionista de Fondo de Inversión Inmobiliaria y los Fondos de Desarrollo Inmobiliario .....	193
2.8 Aspectos relevantes del desarrollo inmobiliario en el ámbito turístico y otras áreas afines.....	198
3. Transcripción de las entrevistas a desarrolladores inmobiliarios.....	200
3.1. Entrevistado H .....	200
3.2. Entrevistado I.....	202
4. Análisis de las entrevistas a desarrolladores inmobiliarios.....	204
B. Análisis de las entrevistas de otros actores (Conocedores del Sector Turístico, inversionista y experto de la clasificadora de riesgo). .....	206

1. Transcripción de las entrevistas aplicadas a conocedores del sector turístico...	206
1.1. Entrevistado J.....	206
1.2. Entrevistado K.....	207
2. Interpretación de datos.....	208
3. Transcripción de entrevista al inversionista.....	210
3.1. Entrevistado L.....	210
4. Interpretación de datos.....	212
5. Transcripción de la entrevista a Calificadora de Riesgo.....	214
5.1. Entrevistado M.....	214
7. Transcripción de la entrevista a Oficial de Cumplimiento y Asesora de Inversiones Sociedad Administradora de Fondos de Inversión.....	219
7.1. Entrevistado N.....	219
8. Análisis de la entrevista.....	224
9. Transcripción de la entrevista realizada a funcionarios de Superintendencia General de Valores.....	226
9.1 Entrevistado O.....	226
10 Análisis de la entrevista.....	238
CAPITULO VII Conclusiones y Recomendaciones.....	240
A. Conclusiones.....	240
B. Recomendaciones.....	245
Bibliografía.....	247
Anexos.....	251
Anexo 1: Prospecto Fondo de Desarrollo Inmobiliario IMPROSA SAFI.....	251
Anexo 2: Informe trimestral INTERBOLSA al 30 de setiembre del 2006, donde se comunica la adquisición del Fondo de Inversión Inmobiliaria FIO1.....	259
Anexo 3: Noticia de cambio en administración del Fondo Inmobiliario Financorp. Marzo 2005.....	261
Apéndices.....	264
Apéndice A:    Detalle de los entrevistados.....	265
Apéndice B:    Formato de preguntas a las personas entrevistadas.....	266
Entrevistado Tipo A.....	266
Entrevistado Tipo B.....	269
Entrevistado Tipo C.....	270
Entrevistado Tipo E.....	273

## Índice de Cuadros

Cuadro N° 1 Aspectos que califican las sociedades calificadoras de riesgo.....	35
Cuadro N° 2 Escala de calificación de las principales sociedades calificadoras de riesgo .....	39
Cuadro N° 3 Calificación para los respectivos países según Fitch Centroamerica. ....	42
Cuadro N° 4 Subíndice a la escala de calificación local para.....	43
los respectivos países según Fitch Centroamérica.....	43
Cuadro N° 5 Llegadas de turistas a Costa Rica.....	45
Cuadro N° 6 Número de empresas en proyecto y en operación con declaratoria turística según tipo, por provincia. 2005 .....	46
Cuadro N° 7 Ingresos por turismo versus otras fuentes de ingreso de divisas Costa Rica, 2001-2004.....	48
Cuadro N° 8 Crecimiento del Sector de la construcción. ....	60
Cuadro N° 9 Costa Rica: Inversión Extranjera Directa por Sector de Destino Económico .....	62
Cuadro N° 10 Costa Rica: Inversión Extranjera Directa por Grupo de Empresas .....	64
Cuadro N° 11 Rendimiento durante los últimos 12 meses por Fondo de Inversión y Administrador de Fondos de Inversión durante los últimos 12 meses .....	81
Cuadro N° 12 Rendimiento durante los últimos 12 meses por Fondo de Desarrollo y .82 Administrador de Fondos de Inversión durante los últimos 12 meses .....	82
Cuadro N° 13 Escudo fiscal generado por un Fondo de Desarrollo Inmobiliario .....	121
Cuadro No 14 Factores relevantes de los Fondos de Inversión Inmobiliaria .....	178
Cuadro N° 15 Ventajas de los Fondos de Inversión Inmobiliaria. ....	181
n = 8.....	181
Cuadro N° 16 Desventajas de los Fondos de Inversión Inmobiliaria.....	185
Cuadro N° 17 Principales características de los Fondos de Desarrollo .....	186
Inmobiliario según los entrevistados.....	186
n = 8.....	186
Cuadro N° 18 Ventajas de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario.....	188
Cuadro N° 19 Desventajas de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario. ....	190
Cuadro N° 20 Comparación perfil del inversionista Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Desarrollo Inmobiliario .....	193
Cuadro N° 21 Aspectos relevantes del Desarrollo Inmobiliario en el ámbito turístico y otras áreas afines.....	198
Cuadro N° 22 Desarrolladores Inmobiliarios: Descripción de las apreciaciones relevantes de los Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Desarrollo Inmobiliario. .....	204



## Índice de Gráficos

Gráfico N° 1 Porcentaje de participación por tipo de edificación.....	61
Gráfico N° 2 Costa Rica: Inversión Extranjera Directa 2006. ....	63
Gráfico N° 3 Preferencia bursátil por tipo de fondo.....	75
Agosto 2007 .....	75
Gráfico N° 4 Preferencia del Mercado por SAFI .....	76
Gráfico N° 5 Preferencia de los inversionistas de Fondos Inmobiliarios por SAFI.....	77
Gráfico N° 6 Distribución del total de activos administrados por Sociedad Administradora de Fondos de Inversión .....	78
Gráfico N° 7 Crecimiento en la inversión en activos de los Fondos Inmobiliarios .....	79
Gráfico N° 8 Diversificación de la cartera de inversión por actividad económica .....	80
Gráfico N° 9 Evolución Industria Fondos de Inversión Chile .....	100
Gráfico N° 10 Activos Fondos de Inversión como porcentaje total de Activos Sistema Administradoras de Fondos de Pensiones .....	101

## Índice de Figuras

Figura N° 1 Diagrama: Dimensiones consideradas en el análisis comparativo de las entrevistas.....	110
Figura N° 2 Curva de valor de reposición del activo inmobiliario .....	165

## Introducción

La reciente incorporación al mercado de valores costarricense de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario por parte de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, ha creado expectativas de crecimiento tanto del mercado de valores como de la economía en general, tomando en cuenta que el desarrollo inmobiliario generalmente trae consigo crecimiento económico y oportunidades sociales al país. Por otro lado la actividad turística ha mostrado ser en los últimos años, un motor de desarrollo que contribuye a la estabilidad económica del país. La creciente inversión extranjera en el sector turismo, el interés del turista internacional y las características democráticas del país, dinamizan las zonas costeras alejadas, en especial en el Pacífico Central y norte de gran atractivo por su valor natural, que tiempo atrás se encontraban relegadas del desarrollo del país.

Adicional a estas premisas las condiciones del momento histórico que vive nuestro país, con una coyuntura económica especial, debido a la modificación en el manejo del tipo de cambio con la sustitución del modelo de minidevaluaciones y la introducción de las bandas cambiarias, por parte del Banco Central; la baja en las tasas de interés de los bonos soberanos, la disminución en la emisión de títulos valores del gobierno y la disminución de la tasa básica pasiva, han propiciado un ambiente de estabilidad económica que impulsa significativamente la inversión en productos financieros alternativos, en busca de una mejor rentabilidad del patrimonio y la diversificación de la cartera de acuerdo a la distribución del riesgo.

El enfoque principal de esta investigación es analizar la posible utilización de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario para el financiamiento de proyectos turísticos, específicamente en el período comprendido entre agosto y octubre del 2007. Por

lo que se estudiará dos figuras muy interesantes desde el punto de vista de dinamismo por estarse considerando el sector turismo que está en constante crecimiento y los fondos de desarrollo por ser un producto de inversión que está incursionando en el mercado bursátil costarricense.

En el presente estudio se hace una revisión a los principales conceptos sobre fondos de inversión inmobiliaria y fondos de desarrollo inmobiliario, así como un breve repaso por las regulaciones vigentes en este tema, los principales factores del desarrollo turístico, desarrollo inmobiliario y la participación de los fondos de inversión inmobiliaria en éste último. El desarrollo de los fondos inmobiliarios en países como Estados Unidos, Chile, Colombia y España es estudiado para tener conocimiento de los principales aspectos que han incidido en otros países. Además de la aplicación de entrevistas a diferentes actores del mercado inmobiliario, turístico y de valores, para conocer su percepción de los fondos de inversión inmobiliaria, sus perspectivas de los fondos de desarrollo y su opinión sobre financiar proyectos turísticos con Fondos de Desarrollo Inmobiliario.

Las características del sector y producto de inversión objeto de este estudio, aunado al momento excepcional en el ámbito económico que vive el país, hace de esta una investigación muy dinámica, con giros y modificaciones que generan cambios de criterio y posiciones en un periodo relativamente corto.

## **CAPITULO I**

### **Generalidades de la investigación**

#### **A. Justificación del problema**

La reciente incorporación de los fondos de desarrollo inmobiliario al mercado de valores costarricense, crea una expectativa sobre su futuro y posible crecimiento, por la innovación que representa esta forma de financiar proyectos.

Para un estudio satisfactorio de los fondos de desarrollo inmobiliario es necesario analizar el surgimiento, trayectoria, comportamiento actual y tendencia futura de este producto financiero en el país.

Por estar apenas emergiendo los fondos de desarrollo inmobiliario en nuestro mercado de valores, existe poca información de este producto, lo que implica que la investigación parta desde sus antecesores; los fondos de inmobiliarios que son más conocidos, para así determinar qué tipo de proyectos se están financiando con mayor frecuencia a través de fondos de inversión inmobiliaria, incluyendo los proyectos de desarrollo turístico por ser una de las actividades económicas más prósperas del país.

En los últimos años se ha dado un crecimiento importante en el desarrollo inmobiliario turístico en Costa Rica, principalmente en la provincia de Guanacaste. En su mayoría estos proyectos son de capital extranjero, siendo la mayor parte inversionistas estadounidenses. Atraídos por la belleza de sus playas, la oportunidad de tener destinos turísticos diferentes, desde el disfrute de las playas hasta la opción de visitar un volcán, sumado al perfil de los inversionistas (personas con más de 40 años, en proceso de retiro y con

ingresos de más de cien mil dólares) que disfrutaran del ambiente vacacional y el buen trato de los costarricenses. Además del efecto bola de nieve que ha ocasionado la instalación de marcas hoteleras de gran prestigio como Four Seasons, Marriot, Meliá, Best Western entre otros, que vieron en Costa Rica una oportunidad de ubicar sus cadenas para la atención de sus clientes mundiales.

Esta situación conlleva un reto para el país, ya que la infraestructura con la que cuenta en la actualidad carece de los servicios necesarios para el desarrollo de esta actividad económica (vías de comunicación, abastecimiento de agua potable, telecomunicaciones, infraestructura aeroportuaria, mano de obra calificada, entre otros). Las características del paisaje y la presencia del desarrollo eco turístico, son el principal atractivo, siendo al mismo tiempo una limitante por los costos de mantenimiento y regulaciones ambientales que idealmente se deben cumplir. De la mano del desarrollo hotelero; paralelamente se han beneficiado otros sectores económicos de la región como restaurantes, rent a car, ventas de souvenirs, así como el desarrollo de actividades comerciales como agencias de bienes raíces, oficinas de abogados, ingeniería, etc.

A raíz de las majestuosas obras inmobiliarias, que incluyen hoteles, marinas, canchas de golf, centros comerciales, condominios, villas, casas y complejos turísticos en general, se cuestiona de dónde proviene tal cantidad de capital para dichas inversiones, de manera que es conveniente para esta investigación, analizar el financiamiento y proveniencia del capital que financia los proyectos y megaproyectos que se desarrollan en Costa Rica, y a la vez, determinar la posibilidad de que estos proyectos sean financiados a través de fondos de desarrollo inmobiliario.

## **B. Planteamiento del problema**

¿Existen proyectos turísticos en Costa Rica financiados por Fondos de Desarrollo Inmobiliario?

## **C. Objetivos**

### **1. Objetivo general**

Determinar la existencia de proyectos turísticos en Costa Rica financiados por Fondos de Desarrollo Inmobiliario.

### **2. Objetivos específicos**

- a. Investigar el surgimiento y expansión de los Fondos Inversión Inmobiliaria y Fondos de Desarrollo Inmobiliario en Costa Rica.
- b. Determinar qué tipo de proyectos son adquiridos por Fondos de Inversión Inmobiliaria en Costa Rica.
- c. Determinar qué tipo de proyectos son financiados por Fondos de Desarrollo Inmobiliario en Costa Rica.
- d. Determinar la frecuencia con que son utilizados los Fondos de Desarrollo Inmobiliario para financiar desarrollos turísticos.
- e. Determinar la tendencia de financiamiento de los proyectos turísticos en Costa Rica.
- f. Determinar cuál es el perfil del inversionista de Fondos de Inversión Inmobiliaria y los Fondos de Desarrollo Inmobiliario.

- g. Evaluar el impacto en la economía, que puede generar la expansión de los proyectos turísticos financiados por Fondos de Desarrollo Inmobiliarios.
- h. Analizar la participación de los fondos inmobiliarios y fondos de desarrollo en otros países y su aporte en el desarrollo turístico.

## **D. Alcances y limitaciones**

### **1. Alcances**

El alcance de esta investigación se delimitó al surgimiento y trayectoria de los fondos de inversión inmobiliaria, fondos de desarrollo inmobiliario en Costa Rica y su relación con el sector turístico. A manera de complemento se investigó a menor escala el desarrollo turístico, el desarrollo inmobiliario en Costa Rica y el comportamiento de estos fondos en los países de Chile, Colombia, Estados Unidos y España.

La investigación tomó como fecha límite el 30 de octubre del 2007, sin embargo algunas estadísticas tienen una fecha menor a la estipulada, por no estar actualizadas por los entes involucrados.

### **2. Limitaciones**

En la investigación realizada se presentaron las siguientes limitaciones:

- ✦ El tiempo asignado para la investigación resulta insuficiente para lograr observar ampliamente el comportamiento del mercado y sus actores.



- ✦ El recurso humano, material y tecnológico es limitado, considerando los requerimientos de la investigación.
- ✦ Para el análisis de los fondos de inversión inmobiliarios en Costa Rica se tomó en cuenta los informes trimestrales de las sociedades administradoras de fondos de inversión que contiene la Sugeval al 30 de setiembre del 2007.
- ✦ El principal aporte de la investigación es el trabajo de campo, sin embargo, en esta labor se dificulta por la poca disponibilidad de los entrevistados.
- ✦ La información turística y financiera es poco accesible, puesto que en general ésta es de carácter privado y no puede ser divulgada.
- ✦ La industria de los fondos inmobiliarios actualmente es activa y dinámica, por lo que los datos e información se encuentran en constante cambio.
- ✦ El tema de la investigación se enfoca a un producto financiero muy reciente en el mercado, sólo existe uno que hace dos meses aproximadamente entró en operación, lo que implica un margen muy reducido de análisis al no contar con información del comportamiento y operación del fondo

## **CAPITULO II**

### **Marco teórico**

En éste capítulo se incluye un apartado que contiene aspectos generales de los fondos de inversión, detallando lo referente a los fondos inmobiliarios y a los fondos de desarrollo inmobiliario, como por la definición de fondo de inversión, una breve reseña histórica, los principales tipos de fondos de inversión y las características de estos instrumentos de inversión. Para luego describir los fondos inmobiliarios y los fondos de desarrollo inmobiliario.

El segundo apartado incluye aspectos legales generales del Mercado de Valores y aspectos específicos de las regulaciones legales de los fondos inmobiliarios y los fondos de desarrollo.

En un tercer apartado, se resume la principal información de las calificadoras de riesgo, el papel de éstas en el mercado de valores, el proceso de calificación de los instrumentos y sociedades de inversión, las empresas que prestan este servicio y se realizó una comparación entre los tipos de calificación de las dos principales empresas de calificación del país.

El cuarto apartado expone información del desarrollo turístico en Costa Rica en los últimos años, detallando principalmente las zonas de mayor atracción turística, las últimas tendencias en este sector y las ventajas económicas que ofrece el desarrollo turístico a nuestro país.

## **A. Aspectos Generales**

En éste apartado se describen las generalidades de los fondos de inversión, los fondos inmobiliarios y los fondos de desarrollo; con el fin de conocer los aspectos más relevantes sobre ésta temática como la descripción de los fondos, historia y los principales tipos de fondos.

### **1. Fondos de inversión**

Para Bolaños y Murillo (2004, p27) los fondos de inversión son un tipo de valor mobiliario, que básicamente está conformado por un fondo común, creado para que un grupo de personas físicas o jurídicas (inversionistas ó participantes) puedan orientar sus ahorros hacia la inversión, por medio de una sociedad administradora de fondos de inversión (SAFI).

La SAFI une el patrimonio de muchos inversionistas, conformando un monto de mayor dimensión que le permitirá adquirir títulos valores a mejores precios y rendimientos.

Es la unión de recursos de inversionistas individuales para integrar un ahorro importante e invertirlo en activos, logrando ventajas como rentabilidad y diversificación del riesgo que serán distribuidas en forma proporcional a sus aportes individuales.

Dentro de sus principales ventajas encontramos: liquidez ya que el inversionista puede vender su participación en cualquier momento, flexibilidad en los aportes ya que se puede invertir en cualquier momento y cantidad, la inversión se encuentra diversificada por lo que la gestión de riesgo del inversor es mejor

gestionada, posibilidad de acceder a mercados donde no es factible invertir individualmente, tratamiento fiscal preferencial para los inversionistas en estos fondos.

### *1.1. Reseña histórica de los fondos de inversión*

Según el documento Manual de Fondos de Inversión del Ministerio de Hacienda de la República de Costa Rica (1995), la primera referencia histórica de fondos de inversión, surge en el siglo XVIII en Holanda en donde se crearon organizaciones denominadas "Administratis Kantooren" que ofrecían públicamente la adquisición fraccionada de determinados valores mobiliarios que, por su alto valor o escasez, no se encontraban a disposición de ahorrantes medios y pequeños. Esa experiencia fue muy exitosa y el concepto de fondo de inversión inicia su expansión a Inglaterra y Bélgica, y luego por toda Europa.

Hacia finales del siglo XIX los fondos llegan a América siendo Estados Unidos, el primer país en desarrollarlos y a los pocos años se convierte en su principal mercado debido a la transformación del perfil del mercado de valores y la democratización de la propiedad de los recursos económicos.

En Latinoamérica los fondos o sociedades de inversión comenzaron a utilizarse a partir de 1956 en Argentina, Brasil, Colombia, Chile, México y Venezuela, países caracterizados, por la presencia de desequilibrios económicos y financieros que marcaron la idiosincrasia de los inversionistas, que temían por la inflación, la devaluación y otras influencias sociales por lo que vieron los fondos de inversión como una posibilidad de diversificación de riesgo de las inversiones.

En Costa Rica aparece esta figura a partir del año 1984 cuando los puestos de bolsa de la Bolsa Nacional de Valores S.A. (BNV) comenzaron a operar instrumentos denominados fondo de inversión o fondos de participación, que distaban del concepto original de fondos de inversión. Con la crisis del sistema financiero costarricense (1987) se hizo necesario regular esta figura y con la promulgación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores (1998) que destinó todo el Capítulo VII a su regulación.

En la actualidad los fondos de inversión dan al mercado costarricense una alternativa de inversión, diversificando el riesgo y generando mejores rentabilidades para sus inversionistas, por lo que es de esperar que esta figura financiera retome importancia dentro del mercado de valores costarricense.

### *1.2. Tipos de fondos de inversión*

La Ley Reguladora del Mercado de Valores (1998) define los siguientes tipos de fondos de inversión.

- **Monetarios:** Estos fondos son creados para la compra de activos financieros a corto plazo, con bajo riesgo y alta rentabilidad. Las principales inversiones de este tipo de fondo son las Letras del Tesoro, recompra de Deuda Pública con vencimiento hasta un año y pagarés de empresa con vencimiento inferior a 18 meses. Estos fondos son ideales cuando el inversionista desea que su cartera esté compuesta por liquidez, debido a su poca volatilidad en el corto plazo. Se consideran necesarios en cualquier cartera de inversión

- **Abiertos:** Son los fondos en los cuales el patrimonio es variable e ilimitado, de plazo indefinido y las participaciones son reembolsables directamente por el Fondo cuando el inversionista exprese su voluntad de retiro por lo que no podrán ser objeto de una operación distinta del reembolso
- **Cerrados:** Fondos de patrimonio fijo, cuyas participaciones no son reembolsables directamente por el fondo, sino que son negociadas en el mercado secundario de la Bolsa.
- **Mixtos:** Son aquellos fondos que se componen de una combinación de fondos abiertos y cerrados.
- **Financieros:** Estos fondos tienen la totalidad del activo invertido en valores u otros instrumentos financieros, que representan activos financieros.
  - **Renta fija a corto plazo:** Son fondos que generan renta fija a corto plazo (18-32 meses). Su rentabilidad depende de la evolución de los tipos de interés y del vencimiento medio de los activos de la cartera de inversión, el rendimiento aumentará cuando el tipo de interés baja y viceversa. El nivel de riesgo de este tipo de fondos es alto y son recomendables para inversores con deseos de obtener una rentabilidad mayor que la que ofrecen los fondos monetarios.
  - **Renta fija a largo plazo:** Son fondos que generan renta fija a un plazo superior a 32 meses. Los rendimientos que genera este tipo de fondos depende de la evolución de los tipos de interés y el vencimiento medio de los activos que componen la cartera del

fondo, la rentabilidad aumenta cuando los tipos de interés bajan y viceversa, su nivel de riesgo es alto por lo que son recomendables para inversionistas que quieran obtener mejores rendimientos que los que ofrecen los fondos monetarios.

- Renta fija mixta: Estos fondos invierten en renta fija y renta variable, y la inversión en ésta última no debe superar el 30% de la inversión total. Su rentabilidad está sujeta a la evolución de los mercados de valores y renta fija, por lo general obtiene elevadas rentabilidades ó rendimientos negativos en cortos periodos de tiempo. Su nivel de riesgo es alto por lo que los inversionistas deben diversificar el riesgo, cediendo un poco la expectativa de rentabilidad sobre la inversión.
  
- Renta variable mixta: Son fondos que invierten en renta fija y variable, y la inversión en renta variable se encuentra entre 30% y 75%. Su nivel de riesgo es alto debido a que puede obtener rentabilidades elevadas ó rendimientos negativos en periodos cortos de tiempo. Los participantes en este tipo de fondo deben diversificar el riesgo, por lo que ceden la posible rentabilidad del fondo.
  
- Renta variable: Estos fondos invierten hasta el 100% su patrimonio en activos de renta variable, tanto nacional como extranjera, estos activos son de total liquidez y seleccionados bajo criterios de seguridad y rentabilidad esperada y diversificación del riesgo. La parte que no sea invertida en activos de renta variable será destinada a mercado de renta fija a corto plazo. Al igual que los tipos anteriores puede obtener tanto rendimientos elevados o

rentabilidad negativa en periodos cortos de tiempo. El nivel de riesgo que presentan estos fondos es muy alto ya que su rentabilidad está en estrecha relación con la evolución de los mercados de acciones, por lo que los participantes están dispuestos a asumir éste riesgo para obtener rendimientos elevados.

- Megafondos: Estos fondos son patrimonios independientes cuyo activo se encuentra invertido exclusivamente en participaciones de otros fondos de inversión.
  
- No financieros: Son los fondos que tienen como objetivo invertir en activos no financieros. Dentro de estos fondos se encuentran los Fondos Mobiliarios, Inmobiliarios y Desarrollo Inmobiliario.
  - Mobiliarios: Los fondos invierten su patrimonio en bienes muebles, están enfocados hacia la industria y comercio para adquisición de activos, la participación en este tipo de fondo será pagada con la generación de utilidades derivadas del activo comprado.
  
  - Inmobiliarios: Estos fondos invierten su patrimonio principalmente en la compra de inmuebles (viviendas, oficinas, locales comerciales, bodegas y otros bienes inmuebles), para ser rentados. Los rendimientos generados dependen de los inmuebles adquiridos por el fondo, del alquiler obtenido y la plusvalía de dichos activos inmobiliarios.
  
  - Desarrollo inmobiliario: Son inversiones en un fondo que administran sociedades administradoras de fondos de inversión, por cuenta y riesgo de los inversionistas o participantes, cuyo



principal objetivo es la inversión en proyectos inmobiliarios en distintas fases de diseño y construcción. Las utilidades provienen de la conclusión y venta, o arrendamiento del inmueble. Incluso, los fondos de desarrollo pueden adquirir bienes inmuebles para la generación de plusvalías.

### *1.3. Características de los fondos de inversión*

Masis, R (2005) en el artículo Fondos Inmobiliarios: Una atractiva inversión, publicada en el Semanario El Financiero define las principales características de los fondos de inversión:

- Propiedad colectiva compuesta por aportes de los inversionistas que conforman un patrimonio autónomo.
- Participaciones que representan la propiedad del patrimonio común integrado por los aportes de los inversionistas, que se benefician de las ganancias proporcionalmente a su inversión.
- Aportaciones flexibles: Las participaciones se adquieren por la cantidad deseada.
- Diversificación de la inversión: El adquirir una participación en un fondo, constituye comprar una parte proporcional de los activos que integran la cartera del fondo por lo que la diversificación permite al inversionista gestionar mejor el riesgo que quiere asumir.
- Liquidez: El participante del fondo puede vender en cualquier momento sus participaciones, los fondos están obligados a tener el 3% de su patrimonio en liquidez o activos líquidos.
- Rentabilidad de las grandes inversiones: La unión de una pluralidad de pequeños patrimonios, permite a los inversionistas acceder a mercados

financieros que le estarían fuera de su alcance como inversor individual y la gestión centralizada ayuda a obtener mayores rentabilidades y ahorro de comisiones.

- Administración profesional: La Sociedad Administradora del Fondo de Inversión brinda el servicio de gestión del fondo de inversión, por lo que el inversionista no debe ser especialista en el funcionamiento del mercado de valores.
- Facilidad de acceso a pequeños inversionistas que no necesitan invertir altas sumas de dinero.
- Beneficios impositivos que se traducen en exención de impuestos sobre activos y bienes personales. Este instrumento tiene un tratamiento tributario beneficioso, ya que tiene una tasa única del cinco por ciento aplicable a ganancias de capital derivadas de enajenación de activos del fondo y todos los ingresos, también están exentos del pago del impuesto de traspaso por la compra y la venta de activos, y los rendimientos y ganancias de capital.

## **2. Fondos inmobiliarios**

Los fondos inmobiliarios son definidos por el Reglamento General de Sociedades Administradoras y Fondos de inversión como: “patrimonios independientes que administran sociedades administradoras de inversión (Safi), por cuenta y riesgo de los participantes, cuyo objetivo principal es la inversión en bienes inmuebles para su explotación en arrendamiento y complementariamente su venta”.

Cada uno de los inversionistas del fondo tiene una participación de acuerdo al aporte que hizo a éste y que está representado por los títulos de participación.

Los inversionistas obtendrán ingresos periódicos mensuales de acuerdo con su porcentaje de participación, proviniendo dichos ingresos, del alquiler del inmueble.

Para Ortiz, G (2006) en su artículo Análisis de la industria de los fondos inmobiliarios, publicado en la página web capitales.com, estos fondos están dirigidos al inversionista con un horizonte de inversión a largo plazo (5 a 10 años) y que prefieren optar por inversiones con garantía tangible. Es obligación de la SAFI informar al potencial inversionista de las generalidades del fondo, riesgos de la inversión, política de inversión, valoración de participaciones y toda la información necesaria para que el inversionista tome una decisión de inversión conociendo las ventajas y desventajas que le genera el fondo inmobiliario. Para ello la SAFI establece un prospecto que deberá contener toda la información antes mencionada y deberá ser entregado o estar al alcance de los inversionistas potenciales.

Los fondos inmobiliarios no son un fondo de inversión común. Son vehículos de titularización, que transforman los flujos provenientes de propiedades en títulos valores, sin embargo a diferencia de la mayoría de los vehículos de titularización, los fondos inmobiliarios no titularizan ni flujos futuros puros, ni instrumentos de deuda, sino que titularizan activos de capital (rendimiento que produce la propiedad de un inmueble). En donde las apreciaciones o depreciaciones de los inmuebles en que invierten, obligan a que los títulos que emiten los fondos inmobiliarios tengan que ser instrumentos de renta variable (participaciones) y no de renta fija (deuda).

Por lo tanto la inversión en un fondo inmobiliario, es una inversión en un instrumento de capital, en donde no se garantiza ni la devolución del principal invertido, ni ningún rendimiento. El inversionista tiene derecho a recibir los

rendimientos líquidos por alquiler que generan los inmuebles, además de los beneficios o perjuicios que presenten en el tiempo los inmuebles que posee el fondo.

Otra característica que presentan los fondos inmobiliarios es que constituyen una inversión a largo plazo, lo que implica que su rendimiento sea acorde con ello. El comparar la inversión en fondos inmobiliarios, con inversiones de corto plazo es un error, ya que no se está tomando en cuenta que uno de los principales componentes del rendimiento de un fondo inmobiliario, como es la plusvalía o disminución del valor de los inmuebles en que invierte y que se produce a largo plazo.

Los fondos inmobiliarios estimulan a las empresas desarrolladoras a generar proyectos inmobiliarios que una vez que estén terminados, puedan proceder a la venta de los mismos a un fondo inmobiliario, liberando de esa forma el capital invertido. Consecuentemente esto permite a los desarrolladores poner a trabajar su capital de una forma más pronta en nuevos proyectos.

Los fondos inmobiliarios se presentan como una opción a los inversionistas con la cual pueden diversificar riesgos en los portafolios de inversión. Además, que la inversión en bienes raíces, generalmente brinda una buena cobertura contra inflación.

Este tipo de fondos implican una oportunidad para el pequeño inversionista porque le permite acceder a las ventajas de la inversión en bienes raíces, como son: protección contra la inflación y diversificación de riesgos entre otras.

Se debe tener en cuenta que los fondos inmobiliarios presentan riesgos importantes, tales como la desocupación de los inmuebles, lo que afectaría el rendimiento del fondo y por lo tanto el precio de las participaciones. Otro riesgo que se podría presentar es el cambio del valor de mercado de los inmuebles en que se invierte. Dentro de los factores que pueden originar un cambio del valor del inmueble se encuentran; sobreoferta de inmuebles, concentración de focos de pobreza, contaminación ambiental, movimientos de actividades comerciales y desarrollo urbano hacia otras áreas.

Existen otros riesgos para los fondos inmobiliarios como son altas concentraciones por: zona geográfica, actividad económica de arrendamientos y edificios o proyectos similares. Además, riesgo de daños a los inmuebles, incorrecta valoración de los activos en que se invierte y riesgo de liquidez de las participaciones del fondo. Este último se da porque el fondo inmobiliario es un fondo cerrado lo que implica que sólo se puede liquidar en el mercado secundario adicionándole los riesgos que esto significa.

También se pueden presentar los riesgos de endeudamiento y conflictos de interés entre los administradores del fondo y sus inversionistas. El riesgo de endeudamiento se puede presentar a raíz de que los fondos inmobiliarios financian parte de sus adquisiciones por medio de préstamos bancarios, los cuales lógicamente tienen una fecha de vencimiento, obligando a los fondos en el caso de que no lo pueda cancelar a buscar un nuevo financiamiento, asumiendo eventualmente un costo financiero más alto o colocar nuevas participaciones en el mercado de valores. En caso de que no logre ninguna de las anteriores acciones, se verían obligados a vender activos, con el riesgo que esto puede conllevar.

En la economía de Costa Rica, por lo general los préstamos son a tasas de interés variable, afecta de forma negativa a los fondos inmobiliarios apalancados, al tener éstos el riesgo que aumente su costo financiero produciendo un efecto negativo sobre las rentas que cobra el fondo, que no se ven afectadas por tasas de interés, al menos en el corto plazo.

Por lo tanto un fondo inmobiliario apalancado es más riesgoso que un fondo inmobiliario sin endeudamiento. Un fondo inmobiliario apalancado genera dos efectos; un incremento en la rentabilidad de la inversión (siempre que haya apalancamiento positivo), pero también un incremento en su volatilidad. Es decir, en escenarios positivos el endeudamiento incrementa el rendimiento en escenarios positivos, pero también incrementa las pérdidas en escenarios negativos, esto en comparación con una inversión inmobiliaria sin apalancamiento.

El inversionista que invierte en un fondo apalancado debe ser compensado con un mayor rendimiento. En principio, entre mayor sea el nivel de apalancamiento del fondo, mayor deberá de ser su rendimiento, para compensar al inversionista que asume mayor riesgo.

Anteriormente se mencionó dentro de los riesgos, el conflicto de intereses. Este riesgo se presenta cuando la administración de un fondo inmobiliario toma decisiones que favorecen a la sociedad administradora del fondo o a sus representantes, pero que no concuerda del todo con los intereses de los inversionistas del fondo.

Los fondos inmobiliarios se diferencian de la mayoría de inversiones, en que son mecanismos de titularización abiertos, por estar diseñados para adquirir nuevos activos durante toda su vida o durante un largo plazo. El alto valor de los activos

en que invierten los fondos inmobiliarios, hace difícil constituir una cartera de inmuebles de una sola vez, que tenga el tamaño suficiente para alcanzar ciertos niveles mínimos de diversificación del riesgo y economías de escala.

El hecho de que los inmuebles tengan una vida útil determinada, provoca que los fondos inmobiliarios estén comprando y vendiendo edificios durante toda su vida. Además se considera que conforme el tamaño de un fondo inmobiliario crece, también aumenta su poder de compra, permitiéndole competir por los mejores activos del mercado y también se le facilita adquirir financiamiento para nuevas compras y por lo tanto menor costo de capital para el fondo.

### *2.1. Fondos de desarrollo inmobiliario*

De conformidad con lo dispuesto en el Reglamento General de Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión, los Fondos de Inversión de Desarrollo Inmobiliarios se constituyen como fondos cerrados y son de oferta pública restringida, lo que implica que se dirige únicamente a inversionistas institucionales, es decir, intermediarios financieros y de valores, organismos internacionales, fondos de inversión, fondos de pensión y fideicomisos que funcionen como fondos de inversión o de pensión y a inversionistas sofisticados que cuenten con un patrimonio neto igual o superior a \$1 millón de dólares tanto nacionales como extranjeros.

Según el prospecto del Fondo de Desarrollo de Improsa SAFI, el tipo de inversionista al que se dirige el fondo de desarrollo inmobiliario se califica como sofisticados e institucionales, que no requieren liquidez a corto plazo, ya que dentro de la cartera del fondo existirán proyectos que generarán beneficios hasta que esté concluido su desarrollo y colocado el inmueble a un tercero que puede ser un operador inmobiliario. El riesgo de estos fondos se eleva por situaciones

como la contracción de la demanda inmobiliaria, concentración de inmuebles y arrendatarios ó retrasos en la ejecución de la obra.

Al igual que los fondos inmobiliarios, cada uno de los inversionistas de éste fondo tienen una participación de acuerdo al aporte realizado y que está representado por los títulos de participación.

Los fondos de desarrollo inmobiliario se caracterizan por ofrecer la posibilidad de invertir en nuevos sectores como viviendas, complejos turísticos o edificaciones relacionadas con el sector turismo, infraestructura pública, carreteras, aeropuertos, entre otros, es decir, califica para todo tipo de proyecto constructivo. Además, de que un fondo puede invertir en uno o varios proyectos, incluso pueden operar en conjunto con desarrolladores, inversionistas privados o con otros fondos.

Los fondos de desarrollo tienen algunas características similares a los fondos inmobiliarios. Tal como la diversificación de riesgos en la cartera de inversiones.

Los fondos de desarrollo inmobiliario son más riesgosos que los fondos inmobiliarios, por lo que al inversionista se le deberá compensar con mayor rentabilidad. El principal riesgo adicional que posee es el asumir todo el proceso de la construcción del inmueble, donde pueden presentarse problemas en el terreno, costo de materiales de construcción, fechas de entrega de la obra, situaciones especiales con los desarrolladores, presiones de grupos comunales y problemas de carácter natural como tornados, inundaciones, temblores entre otras.



El otro riesgo que presenta este tipo de fondo se puede dar en el proceso de venta del inmueble, donde factores externos pueden originar cambio negativo del valor de mercado de los inmuebles que se desarrolló. Dentro de los factores que pueden originar un cambio del valor del inmueble se encuentran; sobreoferta de inmuebles, concentración de focos de pobreza, contaminación ambiental, movimientos de actividades comerciales y desarrollo urbano hacia otras áreas.

El fondo de desarrollo también presenta riesgos similares a los del fondo inmobiliario. Entre ellos están riesgos de daños a los inmuebles, incorrecta valoración de los activos que se desarrollaron y riesgo de liquidez de las participaciones del fondo. Este último tal y como se explicó anteriormente, se da porque el fondo inmobiliario es un fondo cerrado lo que implica que sólo se puede liquidar en el mercado secundario adicionándole los riesgos que esto conlleva.

El fondo de desarrollo tiene la opción de no vender el inmueble o proyecto y dejárselo para ofrecerlo en renta. En este caso se le adicionarían los demás riesgos del Fondo inmobiliario que se mencionan en ese apartado.

El riesgo de endeudamiento que se puede presentar en este fondo es en parte más riesgoso porque la deuda es para enfrentar los costos del desarrollo de la obra que no pueda cubrir las participaciones de los inversionistas o por simple estrategia financiera. Ya se mencionaron algunos riesgos de la construcción que podrían en este caso también generar problemas al fondo para el manejo del financiamiento.

Sin embargo dentro de un escenario optimista donde el inmueble se pueda vender una vez terminado, a un buen precio, el financiamiento sería rápidamente cancelado. Pero en un escenario crítico donde el inmueble no se pueda colocar

rápidamente, o se tenga que vender a un precio inferior al estimado, el fondo se vería en problemas para enfrentar la deuda y consecuentemente generar renta líquida a los inversionistas del fondo.

Como parte del riesgo de financiamiento, al igual que los fondos inmobiliarios, los fondos de desarrollo se pueden enfrentar a la variabilidad de las tasas de interés, afectando de forma negativa a los fondos de desarrollo apalancados, al tener éstos el riesgo que aumente en su costo financiero, produciendo un aumento en el costo del financiamiento del desarrollo. Pero en este caso dependiendo del momento donde se presente la variabilidad de la tasa de interés, este aumento de costo se puede incluir en el precio de venta del inmueble.

Para promoción e información de las características del fondo, la SAFI del fondo de desarrollo debe diseñar un prospecto del fondo, el cual servirá al inversionista para analizar las características y riesgos del fondo antes de tomar la decisión de invertir en él.

Dentro de los principales rubros que incluye un prospecto de Fondo de desarrollo inmobiliario se encuentran:

- ¿A quién se dirige el fondo?
- Descripción del fondo
- Riesgos de la inversión
- Política de inversión
- Valoración de participaciones
- Revelación de políticas sobre participaciones significativas y restricciones a la comercialización de participaciones en el mercado secundario.

- Mecanismos de custodia de valores y efectivo de un fondo de inversión
- Tratamiento fiscal
- Agencia calificadora de riesgo
- Información a los inversionistas
- Participación de empresas pertenecientes al Grupo Empresarial
- Proveedores de servicios financieros del Fondo de Desarrollo Inmobiliario
- Reformas al prospecto y adendum por proyecto
- Información sobre la sociedad administradora de fondos de inversión.
- Junta Directiva
- Comité de Inversión
- Custodio y Agente de Pago
- Asesores Legales
- Auditores Externos
- Juicios pendientes
- Nombre y valor de activos de otros fondos que administre
- Estructurador del fondo
- Sustitución de la sociedad administradora
- Normas de gobierno corporativo y conflicto de intereses
- Declaración Jurada

Para clarificar el concepto de prospecto de un fondo de desarrollo, en el Anexo•1 se muestra como ejemplo un resumen del prospecto del primer fondo de desarrollo inscrito en Costa Rica (Fondo de desarrollo inmobiliario de Improsa).

## **B. Aspectos Legales**

En el presente apartado se analiza la estructura de la normativa nacional y su verdadero alcance práctico. Para ello se adopta una visión que intenta conjugar la praxis financiera y fiscal (de inevitable atención) como sistema de regulación y se detalla los aspectos más relevantes del Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión, haciendo énfasis a las regulaciones relacionadas de forma directa con los Fondos de desarrollo inmobiliario.

### **1. Leyes y Regulaciones**

#### *1.1. La Ley Reguladora del Mercado de Valores (Ley 7732)*

Fue aprobada en 1990, su última modificación rige a partir del 27 de marzo de 1998, hace referencia a los fondos de inversión en el Título V, Capítulo I. Los artículos 61, 63 y 64 contienen las disposiciones generales en relación con la fijación de rendimientos, términos, expresiones y la obligación de las sociedades reguladoras a la legislación nacional.

El Capítulo II del artículo 65 al 73, indica las primeras consideraciones, requisitos, obligaciones y limitaciones para la constitución y ejercicio de las sociedades administradoras de los fondos.

El Capítulo III del artículo 74 al 83 define la constitución y requisitos para el funcionamiento del fondo de inversión clasificación y tipología. Del artículo 84 al 88 se incluye los tipos de inversión, límites y prohibiciones. La valoración, emisiones y el reembolso de los fondos de inversión están contenidos del artículo 89 al 93; la suspensión, liquidación y fusión se detalla del artículo 96 al

artículo 100 en donde también se mencionan los tributos y exoneraciones de los rendimientos provenientes de los fondos de inversión.

### *1.2. Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión*

Publicado en la Gaceta No. 87 del 08 de mayo del 2006 y detalla ampliamente las condiciones de los fondos de inversión. Regula las condiciones de las sociedades administradoras de los fondos de inversión, también brinda las disposiciones generales de los fondos de inversión y define el prospecto donde destaca el contenido y fin de este documento. La labor de los gestores de portafolios funge un papel relevante al encargarse de la administración de la cartera de activos financieros y no financieros.

La clasificación del riesgo de cada fondo es responsabilidad de la sociedad administradora, la cual debe entregar anualmente un informe de acuerdo a las condiciones expresas en el artículo 45. Las personas relacionadas con la sociedad administradora no pueden negociar valores o activos inmobiliarios de los fondos, los peritos y profesionales contratados para la valoración de fondos de inversión inmobiliarios o de desarrollo inmobiliario deben ser personas físicas o jurídicas con experiencia (artículos del 46 al 49).

El activo neto mínimo con el que debe contar un fondo de inversión es de trescientos mil dólares de acuerdo al Artículo 50 y los que no posean esta cantidad en seis meses calendario después de su inscripción serán desinscritos. Los tipos de valores en los cuales puede invertir un fondo de inversión se detallan en el Artículo 51, estos pueden ser nacionales o extranjeros, privados o públicos.

El límite de diversificación según los Artículos 52, 53 y 59 consiste en un 35% del total de sus activos en dos emisores o fondos diferentes, sin que ninguno de ellos pueda exceder el 20% del total del activo. El resto de la cartera debe estar invertido en emisores o fondos diferentes, sin que ninguno de ellos pueda exceder un límite máximo de 10% del total del activo; estos límites pueden modificarse solamente si los fondos invierten en colones costarricenses que pueden mantener hasta un 50% del total de activos en valores emitidos o que cuenten con garantía solidaria del Gobierno Central o el Banco Central de Costa Rica, y hasta un total de 20% en valores del sector de bancos que cuenten con garantía directa del estado costarricense; estos límites debe cumplirse en forma diaria y los montos pueden ser modificados hasta un 25% por el superintendente previa aprobación del CONASSIF.

De acuerdo a los Artículos 54 y 59 pueden existir fondos no diversificados, Los fondos del mercado de dinero deben cumplir un mínimo del 85% del total de activos del fondo con un vencimiento a 360 días y un máximo de un 15% con un vencimiento a 540 días, para un promedio de 90 días de vencimiento según los Artículos 55 y 59.

La liquidez del fondo debe estar detallada en el prospecto del fondo así como las políticas para el límite de participación significativa y porcentajes de participación de acuerdo a los artículos 56, 57 y 58.

Los fondos de inversión de principal garantizado se definen en el artículo 62 como fondos que cuentan con una garantía destinada a asegurar la obtención de hasta el 100% del monto nominal de cada participación al final del plazo del fondo, son fondos cerrados y tienen un plazo fijo.

Los artículos 63, 64 y 65 contienen las condiciones de las garantías, el límite de inversión de valores y los beneficiarios directos de estas garantías.

La descripción, plazos de reembolso y límites de participación de los megafondos están contenidos del artículo 66 al 68, cabe destacar que estos deben estar diversificados hasta un máximo de un 20% en participaciones en un mismo fondo nacional o extranjero y no pueden representar más de un 20% del total de activos.

Los artículos 69 y 70 contienen la definición de los fondos de inversión inmobiliarios. El activo neto mínimo es de cinco millones de dólares en inmuebles dentro o fuera de Costa Rica (artículos 71 y 72). Estos solamente pueden invertir en bienes inmuebles construidos, al menos un 80% y el resto se puede mantener en una cuenta corriente o invertidos en valores de oferta pública de acuerdo a los Artículos 73, 74, 76 y 77; más de un 25% de los ingresos no pueden provenir de una misma persona física o jurídica (artículos 75, 76 y 77).

Del artículo 78 al 82 se exponen las condiciones y características de las licitaciones operativas y las condiciones para la valoración del inmueble están contenidas en los artículos 83 y 84.

En el título V por primera vez se incluye las disposiciones generales de los fondos de desarrollo inmobiliario, los cuales 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 proyectos inmobiliarios en distintas fases de diseño y construcción, para su conclusión y venta o arrendamiento, los cuales pueden adquirir bienes inmuebles que se mantengan para arrendamiento o se hayan concluido y como fondos cerrados de oferta pública de acuerdo a los artículos 85 y 86. Deben contar con un activo

neto de diez millones de dólares, la cantidad mínima que un inversionista puede adquirir es de una participación por cincuenta mil dólares (artículo 87).

En el artículo 89 se menciona que los fondos de desarrollo inmobiliario pueden invertir en proyectos inmobiliarios en distintas fases de diseño y construcción dentro o fuera del territorio nacional, deben poseerse en concepto de propiedad y libres de derechos reales que impidan la culminación de las obras. Adicionalmente, pueden adquirir bienes inmuebles para la generación de plusvalías, dentro o fuera del territorio nacional, los cuales deben poseerse en concepto de propiedad y libres de derechos de usufructo, uso y habitación.

El prospecto de estos fondos debe incluir adicionalmente cantidad de proyectos que se proponen, distribución geográfica y tipo de proyectos deseables para incorporar en el fondo; así como los riesgos de los sectores, actividades económicas y países en que se propone invertir, además revelarse si puede participar en otros fondos de inversión o personas físicas o jurídicas y la condición y proveniencia de las empresas que participan en este fondo, periodicidad de entrega de los informes de los proyectos (artículo 90) es importante mencionar la importancia de la fiscalización de estos informes por parte de un profesional, la disponibilidad de la información y la elaboración del informe final con el cierre del proyecto (artículo 92).

Para cada proyecto se requiere un documento que resuma las principales características considerando los incisos a, b, c, d, e y f del artículo 91, este documento también debe incluir la autorización de la venta del proyecto e caso que se presente (artículo 93).

Del artículo 94 al 99 se expresan los requisitos, características, responsabilidades y obligaciones de las comercializadoras de fondos de



inversión (las sociedades administradoras de los fondos), el proceso de comercialización y responsabilidades.

Los requisitos para los administradores de ventas y los ejecutivos de ventas de los fondos se encuentran en los artículos 100 y 101.

De acuerdo a los artículos 102 y 103 la publicidad de los fondos de inversión no debe inducir a errores o ser falsa y apegarse a las condiciones de la superintendencia.

Las definiciones del grupo económico, solicitudes de información ante la superintendencia y las condiciones para la custodia de documentos se encuentran del artículo 104 al 106.

### **C. Calificación de Riesgo de los Fondos Inmobiliarios y Fondos de Desarrollo**

En este apartado se mencionan aspectos generales de las calificadoras de riesgo, así como el papel que juegan las calificadoras de riesgo en las inversiones, principalmente en los fondos de inversión inmobiliaria y en los fondos de desarrollo inmobiliario que están surgiendo en el país. Además, se describirá el proceso que por lo general utilizan las calificadoras para llegar a calificar una sociedad administradora de fondos de inversión (SAFI) y los fondos que poseen.

En toda inversión o negocio siempre está implícito el factor de riesgo, el cual es fundamental que lo conozcan tanto el inversionista como el oferente de la inversión. En este tema se ha dicho mucho a través del tiempo, se han

desarrollado estudios, establecido parámetros e incluso en los últimos años ha surgido una figura muy importante en el ámbito financiero, las calificadoras de riesgo.

Las calificadoras de riesgo vienen a jugar un papel muy importante en los negocios actuales. Con sus análisis califican emisiones de empresas no financieras, instituciones financieras, fondos de inversión, acciones, titularizaciones, seguros, finanzas estructuradas, operadoras de pensiones entre otros. Esta calificación implica para quiénes son calificados una carta de presentación, que dependiendo del resultado puede ser una buena o mala carta de presentación. Para el inversionista es un criterio de peso para su decisión de inversión en los instrumentos financieros que son calificados.

En Costa Rica las calificadoras que más se conocen son: Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana (SCR) y Fitch Centroamerica S.A., ambas tienen cobertura a nivel Centroamericano.

Según los datos que brindan la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana (SCR) y Fitch Centroamerica S.A., una Calificadora se define como una sociedad anónima cuyo objeto social exclusivo es la calificación de riesgo de valores inscritos en un determinado país. Las sociedades calificadoras de riesgos son empresas especializadas que se dedican a analizar y evaluar los riesgos asociados a los diferentes instrumentos de inversión y la probabilidad de pago oportuno de las obligaciones.

Desde el punto de vista de Fitch Centroamerica S.A., una calificación de riesgo es una opinión acerca del riesgo y capacidad de pago que se le aprecia a una determinada emisión para hacer frente a los vencimientos de capital e intereses en los términos y plazos pactados. Dicha opinión se basa en un conjunto de

información actualizada sobre el emisor, el sector económico en el que opera y la economía en general en un momento dado.

Para SCR la calificación de riesgo es la percepción que se tiene sobre la capacidad de un emisor para hacer frente a sus obligaciones según los términos y plazos acordados. Es el resultado de un extenso proceso analítico que incluye una exhaustiva revisión de factores cuantitativos y cualitativos. El análisis puede considerar mejoradores crediticios como: garantes, seguros, fideicomisos, fianzas o arrendatarios.

Sin embargo, las calificadoras aclaran:

- La calificación se otorga a las emisiones o al emisor por separado. Es decir, una misma empresa puede llevar acabo diversas emisiones de deuda y en cada una de ellas podrá tener evaluación en función de la estructura y características individuales de la emisión. Por lo tanto, no a todas las emisiones de una misma empresa no necesariamente les corresponde la misma calificación.
- La calificación u opinión no constituye de ninguna forma en una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento, por cuanto no considera todas las variables necesarias para tomar una decisión de invertir.

Por lo general las calificaciones de riesgo otorgadas por las empresas especializadas se basan en la información proporcionada por representantes del emisor que puedan dar testimonio de la autenticada, suficiencia y validez de la información; sin que esto implique que la calificadora realice auditorias de la información suministrada.

En Costa Rica es obligatoria la calificación de riesgo, sin embargo en otros mercados la calificación es voluntaria y se hace como una muestra de transparencia y con el fin de ingresar a mercado de valores o para obtener fuentes de financiamiento.

De acuerdo a la ley, la calificación se debe actualizar al menos cada seis meses, sin embargo, según el criterio de la empresa calificadora puede ser con una periodicidad menor o en el momento que lo consideren necesario.

Según SCR las calificaciones de riesgo se han convertido en una necesidad de los mercados y los inversionistas locales y regionales para el acceso al fondo, la valorización de las obligaciones, la posibilidad de participar en determinadas operaciones y cuantificar el riesgo de contraparte.

Lo anterior se sustenta en que las calificaciones de riesgo son utilizadas por inversionistas para la toma de decisiones de inversión, cotizaciones y precios de colocación. Por otra parte, los emisores las utilizan para el ingreso a mercados financieros, cotización de sus emisiones y para la evaluación de ciertas operaciones. Los reguladores las utilizan para la autorización de emisiones por oferta pública y para calificar a determinadas operaciones.

La mayoría de los fondos de inversión inmobiliaria que existen en Costa Rica cuenta con una calificación de riesgo otorgada por algunas de las dos empresas que se mencionaron anteriormente. De acuerdo a lo que muestran en sus páginas Web, las empresas: SCR y Fitch, se puede determinar que para calificar estos instrumentos de inversión las calificadoras toman en cuenta entre otros, los siguientes aspectos:

**Cuadro N° 1**  
Aspectos que califican las sociedades calificadoras de riesgo.  
Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana (SCR) y  
Fitch Centroamérica S.A

<b>Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana (SCR)</b>	<b>Fitch Centroamérica S.A</b>
Análisis de la Safi: parte administrativa del fondo, además de la tecnología con la que cuenta para la administración y generación de información.	Nivel de seguridad y el posible desempeño a largo plazo que se estima posee el fondo en su conjunto.
Análisis detallado, los activos que formarán parte de la cartera de inversiones que tenga el fondo.	Forma en que se aprecia la calidad de los activos del portafolio, la forma en que se administran y su diversificación.
Variables como existencia y situación legal del inmueble, ubicación geográfica, tipo de arrendatarios que tengan contrato con el fondo, valor del inmueble entre otros.	Desempeño de largo plazo que se le observa al fondo: probabilidad estimada de pago a los inversionistas de un rendimiento mínimo de mercado (benchmark) a largo plazo.
Existencia de políticas de inversión y controles internos establecidos para evitar situaciones que pongan en riesgo a los inversionistas.	

Fuente: Elaboración propia, con la información que las sociedades calificadoras de riesgo brindan en sus páginas web.

## **1. Proceso de calificación**

Cada calificadora tiene su proceso particular para el análisis y calificación de la empresa, inversión, proyecto o instrumento que estén trabajando, además de que el proceso podría variar en función de lo que se esté analizando. Pero, existen actividades generales que están presentes en la mayoría de procesos de calificación. Por lo tanto de forma general y de acuerdo con los procesos que exponen las calificadoras que se incluyen en este marco teórico, se puede determinar el siguiente proceso:

### *1.1. Solicitud de Calificación*

La empresa interesada se comunica a la calificadora y ésta le informa los procesos a seguir y los métodos de calificación de riesgo.

### *1.2. Formalización del compromiso*

Firma de una carta compromiso entre las partes: la empresa calificadora y la que solicitó la calificación, donde se establecen los compromisos y acuerdos de ambas partes sobre los términos de calificación.

### *1.3. Conocimiento general de los términos del proyecto*

Recolección de la información necesaria para el análisis, donde se determina la validez y representatividad de los datos y cifras que brindan las partes involucradas en el proceso.

#### *1.4. Conformación del equipo interdisciplinario*

La calificadora conforma un equipo interdisciplinario para el análisis de la información y redacción de un informe ejecutivo.

#### *1.5. Presentación del informe al Consejo de Calificación*

El Consejo de Calificación es un órgano colegiado e independiente que analiza, discute y vota sobre la calificación.

#### *1.6. Información del dictamen*

Se procede a informarle al emisor su dictamen; en donde dicha calificación puede ser aceptada o rechazada por el emisor.

#### *1.7. En caso de no ser aceptada la calificación*

Se procede a una apelación, convocando un nuevo Consejo de Calificación que conoce los argumentos por los que no se acepta la calificación y determina si son suficientemente válidos como para reconsiderar la calificación, de no ser así se mantiene la decisión.

#### *1.8. Aceptación de la calificación*

Al ser aceptada la calificación por el emisor se procede a comunicarla al mercado de valores.

### *1.9. Monitoreo continuo a la emisión*

El monitoreo se realiza con el fin de mantener actualizada la calificación de riesgo asignada. Implica la revisión de elementos como nuevos hechos relevantes que puedan surgir, la operación de la empresa, la evolución de su situación financiera, las tendencias de la industria, el efecto del entorno en la empresa y en la emisión.

En cada estudio de mantenimiento, el Consejo de Calificación decide si mantiene o modifica la calificación de la emisión; en esta etapa la calificación puede ser variada si se observan cambios importantes en las condiciones de la emisión.

### *1.10. Escala de calificación de Fondos Inmobiliarios*

En los prospectos que diseñan las sociedades administradoras de fondos y en la mayor parte de la información que éstas publican, informan sobre la calificación que poseen. Para esta calificación utilizan una nomenclatura que varía en forma y contenido dependiendo de la calificadora, país, del tipo de emisión que estén calificando, entre otros factores. Para una comprensión clara de estas calificaciones se detalla un cuadro con la escala de calificación que utilizan las dos calificadoras que mayormente han calificado los fondos inmobiliarios en el país.



**Cuadro Nº 2**  
 Escala de calificación de las principales sociedades calificadoras de riesgo  
 Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana (SCR)  
 Fitch Centroamérica S.A

Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana (SCR)		Fitch Centroamérica S.A	
scr-AAAf	La calidad y diversificación de los activos del fondo, fortalezas y debilidades de la administración proporcionan la más alta seguridad contra pérdidas provenientes de incumplimientos de pago. Nivel Excelente.	<i>fi</i> AAA (cri)	El nivel de seguridad y el desempeño del fondo a largo plazo, que se desprende de la evaluación de factores que incluyen primordialmente, calidad y diversificación de los activos, relación riesgo-rendimiento, así como fuerzas y debilidades de la administración y capacidad operativa, es sobresaliente.
scr-AAf	La calidad y diversificación de los activos del fondo, fortalezas y debilidades de la administración proporcionan una muy alta seguridad contra pérdidas provenientes de incumplimientos de pago. Nivel Muy Bueno.	<i>fi</i> AA (cri)	El nivel de seguridad y el desempeño del fondo a largo plazo, que se desprende de la evaluación de factores que incluyen primordialmente, calidad y diversificación de los activos, relación riesgo-rendimiento, así como fuerzas y debilidades de la administración y capacidad operativa, es alto.

<b>Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana (SCR)</b>		<b>Fitch Centroamérica S.A</b>	
scr-Af	La calidad y diversificación de los activos del fondo, fortalezas y debilidades de la administración proporcionan una buena seguridad contra pérdidas provenientes de incumplimiento de pago. Nivel Bueno.	fi A (cri)	El nivel de seguridad y el desempeño del fondo a largo plazo, que se desprende de la evaluación de factores que incluyen primordialmente, calidad y diversificación de los activos, relación riesgo-rendimiento, así como fuerzas y debilidades de la administración y capacidad operativa, es bueno.
scr-BBBf	La calidad y diversificación de los activos del fondo, fortalezas y debilidades de la administración proporcionan suficiente seguridad contra pérdidas provenientes de incumplimientos de pago. Nivel Satisfactorio.	fi BBB (cri)	El nivel de seguridad y el desempeño del fondo a largo plazo, que se desprende de la evaluación de factores que incluyen primordialmente, calidad y diversificación de los activos, relación riesgo-rendimiento, así como fuerzas y debilidades de la administración y capacidad operativa, es aceptable.

<b>Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana (SCR)</b>		<b>Fitch Centroamérica S.A</b>	
scr-BBf	La calidad y diversificación de los activos del fondo, fortalezas y debilidades de la administración proporcionan una seguridad incierta contra pérdidas provenientes de incumplimientos de pago.	fi BB (cri)	El nivel de seguridad y el desempeño del fondo a largo plazo, que se desprende de la evaluación de factores que incluyen primordialmente, calidad y diversificación de los activos, relación riesgo-rendimiento, así como fuerzas y debilidades de la administración y capacidad operativa, es bajo.
scr-Bf	La calidad y diversificación de los activos del fondo, fortalezas y debilidades de la administración muestran vulnerabilidad contra pérdidas provenientes de incumplimientos de pago.	fi B (cri)	El nivel de seguridad y el desempeño del fondo a largo plazo, que se desprende de la evaluación de factores que incluyen primordialmente, calidad y diversificación de los activos, relación riesgo-rendimiento, así como fuerzas y debilidades de la administración y capacidad operativa, es mínimo.
scr-Cf	Fondos de Inversión que tengan suspendidos el pago del capital en los términos y plazos pactados.		

Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana (SCR)		Fitch Centroamérica S.A	
scr-Df	Fondos de Inversión que no proporcionan información válida y representativa para llevar a cabo el proceso de clasificación antes o durante la vigencia del fondo.		

Fuente: Elaboración propia, con la información que las sociedades calificadoras de riesgo tienen en sus páginas web.

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

Además, la nomenclatura de las calificaciones de fondos incluye en la mayoría de los casos, un número que indica el nivel de riesgo de mercado. Esta numeración tiene el siguiente significado:

- a) Riesgo del mercado

### Cuadro Nº 3

Calificación para los respectivos países según Fitch Centroamérica.

Categoría	Significado
1	Baja sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado
2	Moderada sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado.
3	Alta sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado.
4	Muy alta sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado.

Fuente: Elaboración propia, con la información que las sociedades calificadoras de riesgo tienen en sus páginas web.

Particularmente Fitch Centroamerica S.A, con el propósito de diferenciar las calificaciones locales de las internacionales, se ha agregado un subíndice a la escala de calificación local. Los subíndices de la escala de calificación para los respectivos países son:

**Cuadro N° 4**  
Subíndice a la escala de calificación local para los respectivos países según Fitch Centroamérica

<b>País</b>	<b>subíndice</b>
Costa Rica	cri
Panamá	pan
El Salvador	1
Guatemala	gtm
Honduras	hnd
Nicaragua	nic
Belice	blz
República Dominicana	dom

Fuente: Sociedad Calificadora de Riesgo Fitch Centroamérica S.A.

Es importante recalcar que la metodología de calificación de un Fondo Inmobiliario es diferente a la calificación de un fondo compuesto por valores de renta fija. Lo anterior se da a consecuencia de las diferentes características que presentan los fondos y por sus objetivos que son completamente diferentes. Por lo tanto, se utiliza una escala de calificación distinta, que refleje los riesgos inherentes de cada tipo de fondo.

En lo que refiere a los fondos de desarrollo inmobiliario, no se encuentra información explícita sobre las calificaciones de riesgo. Lo anterior posiblemente a raíz de que este tipo de fondos apenas están surgiendo en Costa Rica y son muy pocos los que están inscritos. Sin embargo, se podría deducir que la mayoría de los criterios incluidos en este apartado se mantendrían para el análisis básico de los Fondos de Desarrollo y las Sociedades que los administren.

En el caso de estos fondos (FDI) es posible que surjan otros criterios relacionados con la adquisición de terrenos, permisos de construcción, desarrollo del proyecto, cumplimiento de fechas de entrega entre otros.

#### **D. El desarrollo turístico en Costa Rica**

El presente apartado contiene información del desarrollo turístico en Costa Rica en los últimos años, detallando en entre otras informaciones las zonas de mayor atracción turística, las últimas tendencias en este sector y las ventajas económicas que ofrece el desarrollo turístico a nuestro país.

Según información de la Coalición Costarricense de Iniciativas de Desarrollo (CINDE) en su página web, Costa Rica empezó a desarrollar la actividad turística desde 1930, aspecto que ha marcado una trayectoria significativa por varias décadas. Adicionalmente, el hecho de abarcar casi un 6% del total de la biodiversidad mundial, la existencia de grandes extensiones de bosques tropicales y volcanes y la afinidad con los turistas, así como el hecho de poder trasladarse rápidamente a ambas costas, le ha valido al país para mostrarse como uno de los destinos favoritos en actividades de ecología y naturaleza, así como el concepto de sol y playa.

Lo anterior ha contribuido al desarrollo de infraestructura hotelera, que ha pasado a contar con desarrollos inmobiliarios de magnitudes que van desde \$500.000 a \$900.000 millones incluyendo estos últimos, instalaciones de golf y marinas. La inversión en infraestructura hotelera al año 2006 fue mayor a los \$130 millones. Entre las cadenas más destacadas que han ubicado grandes operaciones turísticas en Costa Rica, destacan Four Seasons, Intercontinental,

Marriot, Holiday Inn, Best Western, Barceló y Sol Meliá. El nivel de empleo actual dentro del sector turismo como un todo ronda las 86,000 personas.

La opinión de algunos inversionistas coincide en que Costa Rica está de moda, en los últimos años ha pasado de ser un país desconocido a ser uno de los destinos turísticos más cotizados mundialmente. Estas opiniones coinciden con los reportes que presenta el Anuario de Turismo del Banco Nacional, el cual muestra un crecimiento de las visitas de turistas extranjeros de 1998 al 2004 de un 54%, de los cuales alrededor del 43% en el 2004, provienen de los Estados Unidos. El siguiente cuadro muestra en detalle esta situación:

**Cuadro Nº 5**  
Llegadas de turistas a Costa Rica  
1998 – 2004

(i) Turistas	Año						
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Internacionales	942.853	1.031.585	1.088.075	1.131.406	1.113.359	1.238.692	1.452.926
Provenientes de USA	347.442	392.556	429.725	429.093	422.215	510.751	633.640

Fuente: Anuario de Turismo. Banco Nacional de Costa Rica.

En el año 1998 Costa Rica era visitado por 942.853 extranjeros, donde un 36.85% eran visitantes provenientes de Estados Unidos, sin embargo, a través de los años se empezó a generar un crecimiento acelerado y para el 2004 la cantidad de turistas provenientes de otros países contabilizó 1.452.928, de los cuales un 43% son provenientes de USA.

Entre las condiciones que los inversionistas y profesionales involucrados en el sector indican que le han propiciado a Costa Rica ser un país atractivo para el turista extranjero se encuentran; la paz, la estabilidad económica, política y social, democracia estable y mundialmente reconocida con más de 115 años de trayectoria, su biodiversidad, su clima y el recurso humano altamente calificado.

Estas condiciones la diferencian de los países que la limitan: Nicaragua y Panamá, representando este último un competidor peligroso para el desarrollo turístico.

El desarrollo turístico se ha concentrado en la zona de Guanacaste y Pacífico Central, consecuentemente estas zonas muestran un gran desarrollo en infraestructura turística en los últimos años, atrayendo incluso cadenas hoteleras de gran prestigio a nivel mundial. Sin embargo, desde el 2006 la zona sur se está volviendo un lugar atractivo, donde ya los desarrolladores e inversionistas están visualizando proyectos turísticos.

Consecuente al incrementar el número de turistas que visitan el país, se incrementan las habitaciones, los servicios y las empresas relacionadas con este sector, generando un incremento importante en la inversión en desarrollos turísticos, principalmente en Guanacaste. El Anuario de turismo del Banco Nacional de Costa Rica, presenta las siguientes cifras al 2005.

**Cuadro Nº 6**  
Número de empresas en proyecto y en operación  
con declaratoria turística según tipo, por provincia. 2005

A. PROVINCIA	(a) TIPO DE EMPRESA						
	B. Hospedaje	Agencias de viajes	Alquiler de automóviles	Transporte acuático	Diversión y gastronomía	Líneas aéreas	Total
San José	101	248	17	3	209	24	602
Alajuela	53	25	11	1	39	5	134
Cartago	7	0	0	2	23	0	32
Heredia	28	13	1	1	29	0	72
Guanacaste	113	9	1	22	20	0	165
Puntarenas	114	16	0	43	19	0	192
Limón	32	6	1	2	6	0	47
<b>Total</b>	<b>448</b>	<b>317</b>	<b>31</b>	<b>74</b>	<b>345</b>	<b>29</b>	<b>1.244</b>

Fuente: Área de Empresas y Servicios Turísticos, Departamento de Fomento. CINDE

Para el 2005, 1.244 empresas presentaron declaratoria turística, de las cuales en las provincias de Guanacaste y Puntarenas destacan en la categoría de



hospedaje con 113 y 114 empresas respectivamente. Además San José con 248 Agencias de viajes y 209 empresas que brindan servicios de diversión y gastronomía. También se puede observar que la mayor concentración de empresas se encuentra en la provincia de San José con 602, seguidas por Puntarenas y Guanacaste con 192 y 165 compañías turísticas respectivamente. Alajuela es una provincia que también presenta un número de empresas turísticas interesante, al contar con 134 compañías dirigidas a este sector.

Dentro de la inversión en desarrollos turísticos presentan un papel importante la inversión extranjera directa, la cual según datos del Banco Central es el sector que está en tercer lugar dentro de los sectores económicos que prefieren los inversionistas extranjeros. Lo anterior ha contribuido con el desarrollo turístico de manera significativa.

Según el proyecto de Ley de creación de la Agencia Promotora Turística de Guanacaste (APROTUG), la industria turística tiene una gran importancia debido a que es un factor dinamizador imprescindible de la producción nacional. Contribuye con la balanza de pagos, genera empleo, activa el sector de la construcción, hace crecer al sector servicios y crea una demanda interna de habitaciones y atracciones para el descanso y la aventura. En efecto, la actividad del turismo deja saldos muy positivos al país.

La actividad turística genera divisas, las cuales han ido en ascenso gracias al aumento de esta actividad en los últimos años. Actualmente se encuentran dentro de las principales actividades económicas que le generan divisas al país. El Anuario de turismo del Banco Nacional de Costa Rica, presenta las siguientes datos del 2001 al 2004.

**Cuadro N° 7**  
Ingresos por turismo versus otras fuentes de ingreso  
de divisas Costa Rica, 2001-2004

1. RUBRO	2001	2002	2003	2004
Exportaciones de productos tradicionales (millones\$)	877,8	738,8	691,1	793,8
Café (millones de \$)	272	161,8	165,1	193,6
Banano (millones de \$)	546,5	516	477,5	553,1
Piña (millones de \$)	133,8	156,2	197,4	257,1
Productos farmacéuticos (millones de \$)	81	90,1	103	110,1
TURISMO (millones de dólares)	1.095,50	1.078,00	1.199,40	1.357,40
<b>Total de exportaciones (millones de \$)</b>	<b>5.021,40</b>	<b>5.263,50</b>	<b>6.102,20</b>	<b>6.301,50</b>
PIB (millones de dólares)	16.393,90	16.838,70	17.485,60	18.394,50
Relación turismo/PIB (%)	6,70%	6,40%	6,90%	7,40%
Relación turismo/exportaciones (%)	21,80%	20,50%	19,70%	21,50%

Fuente: Área de Empresas y Servicios Turísticos, Departamento de Fomento

En términos generales el turismo ha crecido de forma más acelerada con respecto a las exportaciones al 2004, con la excepción del 2002 donde presentó un decrecimiento pero se recuperó a partir del 2003. Para el último año incluido en el cuadro, el turismo le estaba generando 1.357,4 millones de dólares al país, monto que representa un porcentaje del 7.4% en relación con el Producto interno bruto (PIB).

Según datos de la Coalición Costarricense de Iniciativas de Desarrollo (CINDE) en su página web, Costa Rica tiene una gran oportunidad, pues presenta las siguientes características:

- El mercado turístico nacional mantiene un 7.1% de crecimiento anual.
- Las habitaciones se están expandiendo al 4.5% anualmente.
- Más de un 1.73 millones de turistas visitan Costa Rica al año.
- Presencia de grandes desarrollos turísticos inmobiliarios, canchas de golf y marinas.

Precisamente esta última característica “Presencia de grandes desarrollos turísticos inmobiliarios, canchas de golf y marinas”, muestra que la tendencia del turismo en Costa Rica se está elevando a un alto nivel. Actualmente un proyecto turístico no implica solamente la construcción de un hotel y piscina, sino que son complejos turísticos de gran envergadura que incluyen canchas de golf, marinas incluso condominios tipo “Second Home” de turistas extranjeros. Por ejemplo Papagayo, Four season, Playa Pelicano, Los sueños, entre otros.

Los datos presentados en este apartado demuestran que el turismo constituye una excelente oportunidad para hacer negocios en Costa Rica.

Es un sector en crecimiento y con un dinamismo importante. El principal activador de este sector es el aumento constante de visitantes extranjeros con fines turísticos, que para el 2004 era de 1.452.926 turistas, generando un crecimiento del 54% en relación con el año 1999. Es importante mencionar que los visitantes provenientes de Estados Unidos representan un porcentaje de peso (43%) dentro del total de visitantes que llegan al país.

Otro activador de gran magnitud que está impulsando el sector turístico es la inversión extranjera directa, la cual destina una parte importante a invertir en terrenos y desarrollos turísticos, principalmente en las provincias de Puntarenas y Guanacaste.

El turismo le genera consecuencias positivas al país. Tal y como se demuestra en el cuadro N° 7: Ingresos por turismo versus otras fuentes de ingreso de divisas, donde se demuestra que los turistas le generan una cantidad considerable de divisas al país, para el 2004 contabilizó 1.357,4 millones de dólares.

Esta actividad también genera un desarrollo inmobiliario de peso, el cual a su vez genera empleo y también la oportunidad para que otras empresas se puedan afianzar en negocios como alquiler de automóviles, transportes acuáticos, diversión y gastronomía, entre otros.

El turismo que ofrece Costa Rica ha ido aumentando en calidad y cantidad. A nivel mundial el país está de moda, esto hace que grandes y lujosas cadenas hoteleras estén interesadas en invertir en este destino turístico, generando desarrollos de gran magnitud y de costos exorbitantes. El desarrollo inmobiliario que se ha dado en los últimos años es una muestra de que Costa Rica tienen una gran oportunidad en el negocio turístico.

Para los fondos de desarrollo puede significar una oportunidad de inversión, la cantidad de hoteles y proyectos turísticos que se están generando en la actualidad. Pero al ser un producto financiero tan nuevo, habría que esperar las tendencias y resultados que genere el mismo, para poder determinar posibilidades certeras de su participación en este sector.

## **CAPITULO III**

### **Metodología de la Investigación**

#### **A. Enfoque o tipo de investigación**

La investigación realizada desde el punto de vista de profundidad u objetivo, se califica en primera instancia como exploratoria, por ser una investigación para obtener un primer conocimiento de una situación según Barrantes (2005), en este caso; Financiamiento de Desarrollos Turísticos en Costa Rica por medio de fondos Inmobiliarios. Posteriormente, se entrará en una investigación explicativa, con el objetivo de detallar los fenómenos y estudiar sus relaciones, estructura y aspectos que intervienen en su dinámica.

Desde el punto de vista del carácter de la medida o de enfoque, está investigación se clasifica como cualitativa, porque presenta las siguientes características:

- ▲ Estudia un tema relacionado con el significado de la vida social.
- ▲ Utiliza metodologías interpretativas y centradas en el descubrimiento.
- ▲ Utiliza herramientas de investigación como la observación y la entrevista.
- ▲ Describe las cualidades de un fenómeno.

Además, tiene como fin primordial descubrir tantas cualidades como sea posible del fenómeno en estudio.

De forma general, se clasifica como una investigación científica social; de acuerdo al concepto de Sierra Bravo (1995, p27):

Se puede definir la investigación científica social como el proceso de aplicación del método y técnicas científicos a situaciones y problemas concretos en el área de la realidad social para buscar respuesta a ello y obtener nuevos conocimientos.

## **B. Sujetos y fuentes de información.**

Los sujetos se contactaron por referencias personales solicitando reuniones cortas o enviando los cuestionarios por correo electrónico.

### **1. Sujetos de información**

Los sujetos de información a consultar en esta investigación se clasifican de la siguiente forma.

Expertos en el tema (E): Personas con un alto grado de conocimiento en el manejo y administración de fondos inmobiliarios. Dentro de este rubro se logró concertar entrevista con cinco personas.

Conocedores del tema (CT): Profesionales con conocimientos del ámbito financiero nacional. Dentro de esta categoría se encuentran tres entrevistados.

Inversionistas y personas relacionadas (I): Individuos que realizan transacciones financieras de diversa índole y que poseen algún conocimiento

sobre los fondos inmobiliarios. Dentro de esta clasificación se incluye una persona entrevistada:

Conocedores del tema de desarrollos turísticos (CD): Personas que se desempeñan profesionalmente, ejecutando labores con temas relacionados con desarrollo de proyectos turísticos. Dentro de esta clasificación se encuentran cuatro personas entrevistadas.

Otros involucrados (OI): Personas que realizan funciones importantes dentro del ámbito de los fondos inmobiliarios. Dentro de esta categoría se entrevistó a tres personas.

Las entrevistas se realizaron en periodo que comprendió los meses de agosto y octubre del 2007. En el apéndice A se detalla información de los entrevistados.

## **2. Fuentes de información**

### *2.1 Fuentes primarias:*

- a. Observación: se observó el comportamiento del contexto financiero nacional, principalmente lo relacionado con los fondos inmobiliarios y los desarrollos turísticos.
- b. Entrevistas estructuradas: se diseñó un formato de preguntas abiertas que se aplicaron en las entrevistas a los sujetos de información.

## 2.2 Fuentes secundarias:

- a. Documentos impresos: Dentro de este tipo de fuentes se consultaron la prensa escrita, El Financiero, La Nación, La República, Revista Summa y Revista Mercados y Tendencias.
- b. Diapositivas de la Tercera Jornada Internacional de Fondos Inmobiliarios, Costa Rica. Octubre 2006.
- c. Leyes y reglamentos que regulan los fondos de inversión.
- d. Páginas web de Grupos Financieros; Acobo, Aldesa, Improsa e Interbosa.
- e. Publicaciones sobre desarrollo turístico e inmobiliario y fondos inmobiliarios disponibles en internet.

## C. Variables

- a. Comportamiento de los fondos inmobiliarios en Costa Rica.
- b. Comportamiento de los fondos de desarrollo en Costa Rica.
- c. Tipo de proyectos financiados por fondos de desarrollo inmobiliario en Costa Rica.
- d. Frecuencia con qué son utilizados los fondos inmobiliarios para financiar desarrollos turísticos.
- e. Tendencia de financiamiento de los proyectos turísticos en Costa Rica.
- f. Tipos de inversionista en fondos inmobiliarios y fondos de desarrollo inmobiliario.
- g. Impacto en la economía que puede generar la expansión de los proyectos turísticos financiados por Fondos de Desarrollo Inmobiliarios.
- h. Desempeño de los fondos de inversión inmobiliaria en otros países.



## **D. Descripción de los instrumentos**

Formato de la entrevista:

Se utilizó un formato de preguntas abiertas que se aplicó durante las entrevistas como una guía, dejando abierta la posibilidad que durante la entrevista se formular otras preguntas, con el fin de tratar los temas de forma profunda y amplia, abarcando todas las temáticas relacionadas con el fenómeno en estudio. En el apéndice B se encuentran los formatos de las entrevistas

El desarrollo de las entrevistas fue grabado ya sea el audio o video previa autorización del entrevistado, como evidencia documental.

## **E. Análisis de la información**

Todos los datos bibliográficos cuantitativos se analizaron mediante la observación, cuadros y gráficos estadísticos.

Para los datos cualitativos recopilados mediante las entrevistas se determinaron dimensiones que facilitaran y potenciaran el análisis de las variables en estudio.

Entre las principales dimensiones se encuentran:

- Factores relevantes de los Fondos de Inversión Inmobiliaria
- Ventajas de los Fondos de Inversión Inmobiliaria
- Desventajas de los Fondos de Inversión Inmobiliaria
- Principales características de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario
- Ventajas de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario
- Desventajas de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario
- Perfil del inversionista

- Aspectos relevantes del desarrollo inmobiliario en el ámbito turístico y otras áreas afines.
- Desarrolladores Inmobiliarios: Descripción de las apreciaciones relevantes de los Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Desarrollo Inmobiliario.
- Análisis de las entrevistas de otros actores (Conocedores del Sector Turístico, inversionista y experto de la clasificadora de riesgo)

La información de cada entrevista se transcribió en un resumen siguiendo una estructura previamente determinada. La estructura varía en función del perfil del entrevistado. A continuación se detallan las estructuras utilizadas.

#### *Estructura entrevista a Expertos*

1. Aspectos generales de los fondos inmobiliarios.
2. Aspectos generales de los fondos de desarrollo.
3. Condiciones del mercado nacional
4. El proceso de aceptación de los fondos inmobiliarios y de desarrollo
5. Ventajas, desventajas y aplicabilidad de los fondos inmobiliarios y los fondos de desarrollo.
6. Opción de financiamiento de desarrollos turísticos mediante fondos de desarrollo inmobiliario.
7. Importancia, ventajas y desventajas del desarrollo inmobiliario y turístico.
8. Países a la vanguardia en fondos de inversión inmobiliaria y desarrollo inmobiliario.
9. Otros aspectos relevantes mencionados durante la entrevista.

*Estructura entrevista a conocedores del tema financiero.*

1. Aspectos generales de los Fondos inmobiliarios.
2. Aspectos generales de los Fondos de desarrollo.
3. Ventajas, desventajas y aplicabilidad de los Fondos inmobiliarios y los Fondos de desarrollo.
4. Análisis de la potencial inversión en desarrollos turísticos y los sistemas populares de financiamiento.
5. Importancia, ventajas y desventajas del desarrollo inmobiliario y turístico.
6. Análisis de las tendencias de los mercados internacionales en fondos.
7. Otros aspectos relevantes mencionados durante la entrevista.

*Estructura entrevista a conocedores del sector turístico.*

1. Análisis de la potencial inversión en desarrollos turísticos y los sistemas populares de financiamiento.
2. Características del proceso para ejecutar un desarrollo inmobiliario o turístico, análisis de los principales inconvenientes y trabas.
3. Importancia, ventajas y desventajas del desarrollo inmobiliario y turístico.
4. Otros aspectos relevantes mencionados durante la entrevista.

*Estructura entrevista a desarrolladores de proyectos inmobiliarios.*

1. Característica del desarrollo inmobiliario
2. Factores internos y externos que propician el desarrollo turístico e inmobiliario en el país.
3. Análisis de la experiencia en el mercado.
4. Potencial financiamiento de desarrollo turístico e inmobiliario mediante fondos de inversión inmobiliarios y de desarrollo.

5. Importancia, ventajas y desventajas del desarrollo inmobiliario y turístico.
6. Otros aspectos relevantes mencionados durante la entrevista.

*Estructura entrevista a inversionistas.*

1. Aspectos relevantes de las decisiones de inversión.
2. Conformación de la cartera de inversión
3. Tipos de inmuebles para invertir e inmuebles más riesgosos
4. Factores que inciden en la aplicación y uso de fondos inmobiliarios
5. Análisis de las tendencias del mercado internacional y nacional en fondos inmobiliarios.
6. Importancia, ventajas y desventajas del desarrollo inmobiliario y turístico.
7. Otros aspectos relevantes mencionados durante la entrevista.

## **CAPITULO IV**

### **Desarrollo inmobiliario en Costa Rica y la participación de los Fondos Inmobiliarios y Fondos de Desarrollo en este sector.**

Este capítulo presenta de manera resumida el crecimiento del desarrollo inmobiliario en nuestro país en los últimos años, su relación con el estado actual y trayectoria de los Fondos Inmobiliarios y de Desarrollo Inmobiliario.

Primeramente menciona el comportamiento del desarrollo inmobiliario en nuestro país, seguido de un análisis de los principales fondos inmobiliarios y de desarrollo activos y finaliza con un análisis de la situación actual de los fondos.

#### **A. El desarrollo inmobiliario en Costa Rica.**

El sector de la construcción es el mejor indicador del estado de salud de la economía nacional, tradicionalmente ha sido un generador de empleo de buena calidad y canalizador de inversión.

Las grandes obras que han marcado la diferencia en el desarrollo inmobiliario se iniciaron en la década de los 50 con la construcción de represas hidroeléctricas por el ICE, continuando con la construcción de obras públicas como el Banco Nacional y la Contraloría General de la República, de plantas como INTEL, el desarrollo de grandes centros comerciales (desarrollados por Grupo Roble y Terramall), la agrupación de oficinas en "oficentros" (Forum) complejos industriales como los del Grupo Pujol en Orotina y Pococí y complejos turísticos y hoteleros como el Hotel Four Season y el Hotel Marriott Los Sueños. Mesén (2006).

Según la Cámara Costarricense de la Construcción el crecimiento en estos últimos años de proyectos inmobiliarios tanto habitacionales como comerciales en Costa Rica, trajo bonanza y dinamismo a la economía nacional y este optimismo se mantiene hasta la fecha.

En el siguiente cuadro se muestra el crecimiento del sector de la construcción para los años 2005, 2006 y 2007.

**Cuadro Nº 8**  
Crecimiento del Sector de la construcción.  
En metros cuadrados

Provincia	2005	2006	Variación %	2007	Variación %
San José	390.168	490.556	25,73%	472.500	-3,68%
Alajuela	131.306	250.074	90,45%	313.764	25,47%
Cartago	99.557	166.691	67,43%	126.828	-23,91%
Heredia	209.206	282.003	34,80%	322.547	14,38%
Guanacaste	166.956	420.258	151,72%	353.639	-15,85%
Puntarenas	100.138	184.416	84,16%	350.826	90,24%
Limón	26.688	46.244	73,28%	89.449	93,43%
<b>Total</b>	<b>1.124.019</b>	<b>1.840.242</b>		<b>2.029.553</b>	

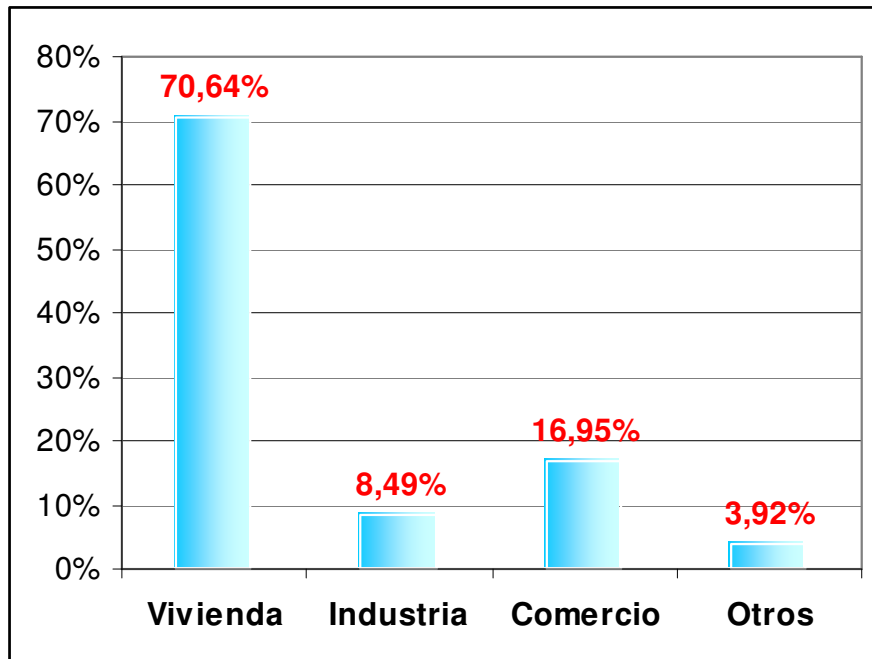
Fuente: Cámara Costarricense de la Construcción

En términos generales para la provincia de San José presenta el mayor volumen de construcción en metros cuadrados, no obstante para el 2007 sufrió una baja su crecimiento de un 3,68% con respecto al 2006. En contraste, la provincia de Limón a pesar de tener el menor crecimiento inmobiliario de los últimos tres años, muestra el mayor crecimiento en el último año con un 93,43%, seguido de Puntarenas con un 90,24% para el 2006. Guanacaste, que en el 2006 tuvo un aumento del 151,72% también experimentó una baja en su crecimiento del 15,85%. La otra provincia que bajó su crecimiento en el 2006 fue Cartago con

un 23,91%, y las provincias de Heredia y Alajuela experimentaron un crecimiento de 14,38% y 25,47% respectivamente.

El gráfico No. 1 presenta el porcentaje de participación por tipo de edificación al año 2007.

**Gráfico N° 1**  
Porcentaje de participación por tipo de edificación  
Agosto del 2007



Fuente: Cámara Costarricense de la Construcción

El sector vivienda se ubica en el primer lugar de participación con un 70,64%; seguido del sector comercio con un 16,95%, industria con un 8,49% y con un 3,92% otros. Es digno de destacar la amplia participación del sector vivienda, superando por 53.69 puntos porcentuales al sector comercio, que se posiciona como el segundo en participación.

La siguiente tabla muestra la distribución de la inversión extranjera directa por destino económico en millones de dólares:

**Cuadro Nº 9**  
Costa Rica: Inversión Extranjera Directa por Sector de Destino Económico  
Millones de dólares

Sector	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Agricultura	-11,2	1,0	-8,6	-36,3	50,6	37,1	66,1
Agroindustria	11,5	5,2	2,8	8,4	-0,3	29,6	-3,2
Comercio	15,5	8,3	15,2	6,0	23,9	47,6	57,0
Industria	296,2	231,4	482,7	386,8	456,0	344,9	435,5
Servicios	17,3	57,4	52,8	83,2	17,3	73,3	60,9
Sistema Financiero	27,1	43,1	17,2	2,2	22,6	40,9	343,4
Sector Turístico	51,3	111,5	76	88,3	41,4	53,5	131,9
Sector Inmobiliario	0,0	0,1	21	31,0	178,4	234,6	373,5
Otros/nd	0,9	2,4	0,3	5,6	3,9	-0,5	4,1
<b>Total</b>	<b>408,6</b>	<b>460,4</b>	<b>659,4</b>	<b>575,1</b>	<b>793,8</b>	<b>861</b>	<b>1469,1</b>

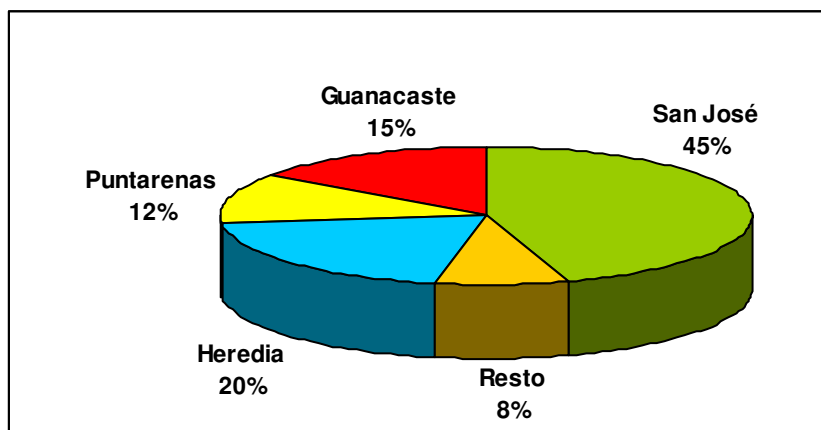
Fuente: BCCR

Según el Banco Central de Costa Rica la inversión extranjera directa (IED) ha experimentado un aumento en la inversión en el sector inmobiliario, que pasó de ser nula en los años 2000 y 2001 a iniciar en el 2002 un ascenso con 21 millones de dólares y que al 2006 llegó a 373,5 millones de dólares y se encuentra en el segundo puesto después de la inversión en Industria con 435.5 millones de dólares, para una IED total de 1.469.1 millones de dólares. El Banco Central estima que esta tendencia de dinamismo se mantendrá para el año 2007, lo cual refleja que la inversión extranjera directa está dándole al sector inmobiliario un mayor dinamismo principalmente por la adquisición de tierras y residencias por parte de personas no residentes en el país.

El gráfico 2 muestra la distribución por provincia de la Inversión Extranjera Directa para el año 2006.



**Gráfico N° 2**  
**Costa Rica: Inversión Extranjera Directa 2006.**  
En porcentajes por provincia.



Fuente: BCCR

La provincia de San José recibió el 45% de la inversión extranjera directa, provocado esencialmente por el incremento de la expansión industrial y el incremento del sector financiero, la provincia de Heredia captó el 20% de la IED, principalmente por la presencia de empresas ubicadas en zonas francas. La zona costera pacífica (Guanacaste y Puntarenas) canalizó un 27% de la inversión extranjera directa, donde sobre salen la inversión inmobiliaria y la actividad turística. El BCCR estima que para el 2007 continuarán las tendencias observadas el año anterior.

En el cuadro N° 10 podemos observar la inversión extranjera directa por Grupo de empresas, en miles de dólares para los años 2000 a 2006.

**Cuadro N° 10**  
Costa Rica: Inversión Extranjera Directa por Grupo de Empresas  
Millones de dólares

Grupo de Empresas	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Empresas Extranjeras	108,1	112,0	328,4	147,3	149,1	172,0	313,0
Sector Turismo	51,3	111,5	76	88,3	41,4	53,5	131,9
Sistema Financiero	27,1	43,1	17,2	2,2	22,6	40,9	343,4
Zona Franca	226,7	181,5	226	311,8	401,9	362,5	301,9
Inmobiliaria			21	31,0	178,4	234,6	373,5
Perfeccionamiento Activo	-4,6	12,3	-9,3	-5,5	0,5	-2,4	5,4
<b>Total</b>	<b>408,5</b>	<b>460,4</b>	<b>659,3</b>	<b>575,1</b>	<b>793,8</b>	<b>861,0</b>	<b>1469,1</b>

Fuente: BCCR

En lo que respecta a la IED por grupos de empresas, estos flujos fueron canalizados en un porcentaje importante al sector inmobiliario con un 25% (373,5 millones de dólares) debido al auge en las adquisiciones de viviendas y terrenos por parte de no residentes. El sistema financiero obtuvo el 23% (343,4 millones de dólares) que son considerados extraordinarios pues contemplan la adquisición del Grupo Financiero Interfín por el Scotiabank. Y el sector turístico aporta un 9% (131,9 millones de dólares) por el desarrollo de proyectos en las zonas costeras y la expansión de la infraestructura turística existente. Se espera que para el 2007 el sector turístico e inmobiliario continúen siendo los más dinámicos en atracción de IED.

## **B. Los Fondos Inmobiliarios y de Fondos Desarrollo Inmobiliario en Costa Rica.**

El concepto democrático de los fondos inmobiliarios donde todos los inversionistas son partícipes de un proyecto y la cultura de inversión en nuestro país que no ha propiciado el crecimiento del mercado bursátil de papel, permite a otros mercados como los fondos inmobiliarios ser atractivos para los inversionistas.

Una característica importante del mercado nacional además de la poca profundidad del sistema financiero, es la preferencia del costarricense por poder visualizar su inversión en un activo tangible en búsqueda de asegurar la recuperación del capital invertido y paralelamente el incremento del desarrollo inmobiliario y la densificación del territorio nacional.

Según la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), en Costa Rica desde la aprobación en 1998 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, los fondos de inversión inmobiliaria comenzaron a posicionarse dentro del mercado costarricense pasando de 2 fondos existentes en 1999 a 16 fondos en el 2007. Este crecimiento está acompañado por el crecimiento del número de inversionistas que pasó de 121 en sus inicios a 3841 a julio del 2006. Además el rendimiento total promedio de la industria durante los últimos 7 años (1999 - 2005) fue de 8,93%. Los activos administrados al 2005 representó un 2.13% del PIB de ese mismo año, en Estados Unidos esta relación fue de 3.31%

A julio del 2007 de los 133 fondos de inversión existentes, 16 fondos corresponden a fondos inmobiliarios con 4.710 inversionistas y aproximadamente \$557 millones de dólares en activos. Dos son fondos de desarrollo inmobiliario; uno aprobado en marzo del 2007 con 39 inversores, \$9.800 millones colocados y un aproximado de \$7.864 millones en activos y el segundo fue aprobado en junio del 2007 y actualmente no tiene ningún proyecto tramitado. Además en la Sugeval existen seis fondos de desarrollo en estudio.

## **1. Sociedades administradoras de inversión que administran fondos inmobiliarios.**

Según los informes trimestrales presentados a la SUGEVAl por las sociedades administradoras de fondos de inversión, específicamente al tercer trimestre del 2007, estos son los principales datos de los fondos inmobiliarios en Costa Rica.

### *1.1 Aldesa SAFI*

Esta sociedad administradora de fondos posee un único fondo inmobiliario cerrado en dólares, el cual se detallada a continuación:

FI Inmobiliario de Renta y Plusvalía, inició operaciones en mayo de 1999. Actualmente posee una calificación de fi AA-(cri) otorgada por Fitch Ratings. Administra activos por \$46,45 millones y en los últimos 12 meses ha obtenido rendimientos por 9.06%. Sus inmuebles están dirigidos en especial al comercio, oficinas e industria, ubicándose principalmente en San José y Cartago. Dentro de sus principales propiedades se encuentran Centro Comercial Terramall y Oficentro Plaza Mayor.

### *1.2 BCR SAFI*

BCR sociedad administradora de fondos de inversión posee dentro de su cartera de inversiones dos fondos inmobiliarios cerrados en dólares, los cuales de detallan:

- 1.2.1 BCR Fondo Inmobiliario Industria y Comercio – No diversificado, salió al mercado en junio del 2001, posee una de clasificación SCR AA-F2 de la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A., y actualmente tienen en activos netos administrados un monto de \$59.456.179,47. El

rendimiento líquido que ha generado en los últimos 12 meses es de 8.35%, sus inmuebles son dedicados principalmente al comercio, enseñanza y actividades de esparcimiento. Dentro de las propiedades que tiene el fondo, se pueden mencionar; el Edificio de Ciencias Médicas de la U Latina, Centro Comercial Atlantis, Centro Comercial Plaza Rohrmoser, Terramall, Centro Comercial Plaza Santa Rosa y Centro Comercial Paseo Las Flores; ubicados principalmente en el área Metropolitana y Guanacaste.

- 1.2.1 BCR Fondo de Inversión Inmobiliario No Diversificado, inició operaciones en octubre del 2000, su clasificación de riesgo es SCR AAA-F2 (Nivel excelente) por la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A., y el rendimiento líquido generado en los últimos 12 meses es de 10.86%. El informe trimestral detalla que al 30 de setiembre, el fondo tiene invertido en activos la suma de \$65.101.692.98, enfocados principalmente a los sectores de agricultura, actividades empresariales, comercio, industria manufacturera e intermediación financiera y ubicados mayoritariamente en San José. Dentro de sus principales inmuebles se pueden mencionar Torre Mercedes, Proyecto Forum I Etapa, Proyecto Forum Torre G y Proyecto Forum Torre F y H.

### *1.3 Improsa SAFI*

Improsa posee un único fondo inmobiliario, cerrado en dólares y fue la primera sociedad administradora en lanzar al mercado un fondo de desarrollo inmobiliario que recientemente fue aprobado por la SUGEVAL en marzo del 2007. A continuación se detallan dichos fondos:

- 1.3.1. Fondo de Inversión Inmobiliaria Gibraltar, inició operaciones en Diciembre del 2000, actualmente tiene una clasificación de FiAA-(cri) otorgada por la clasificadora Fitch Ratings y aproximadamente sus inmuebles suman un monto de \$87.434.808,93, considerando los datos de sus estados financieros al 30 de junio del 2007 y adicionándole el costo aproximado de su última adquisición Centro Comercial Paco. Sus propiedades son utilizadas principalmente a oficinas empresariales, enseñanza, industria y comercio, ubicadas principalmente en San José. Este fondo reporta rendimientos líquidos de 8.8% en los últimos doce meses. Dentro de sus principales inmuebles se pueden mencionar Torre La Sabana, Sykes-Exactus, Sykes, U Latina y Plaza Universitaria.
- 1.3.2. Fondo de inversión de desarrollo Improsa, es el primer fondo de desarrollo que se lanza en el mercado costarricense y fue aprobado por la SUGEVAL en marzo del 2007. La colocación del capital inicial (US\$9.800 millones) se dio en los dos primeros días en que se abrió su oferta. A setiembre del 2007 cuenta con activos por US\$7.800 millones que corresponde principalmente a un terreno en Escazú, donde se está iniciando la construcción de un centro comercial denominado Multipark. Según datos presentados por Improsa Safi en esta primera etapa también arrancó la estrategia de comercialización del inmueble, que incluye una campaña en los principales medios de comunicación del país, tanto en prensa escrita como publicidad exterior. Multipark será un centro de oficinas y comercio en Guachipelín de Escazú y estará dirigido a empresas nacionales e internacionales de alto perfil, con requerimientos de seguridad y control de accesos, así como a profesionales independientes o asociados. Además contará con 16 locales en el área comercial, que funcionará como un centro de conveniencia para vecinos y usuarios del ofiCentro. Según los informes de la Sugeval el rendimiento de esto fondo a la fecha es de -8.22% en

los últimos doce meses, sin embargo, Improsa Safi estima un rendimiento anual de 26.69%.

Actualmente Improsa Safi tiene inscritos y aprobados cuatros fondos de desarrollo más, pero no han entrado en operación.

#### *1.4 Interbolsa SAFI*

Esta sociedad administradora de fondos de inversión posee cuatro fondos inmobiliarios cerrados en dólares:

- 1.4.1 Fondo No Diversificado Inmobiliario Dólares FIO; se encuentra en el mercado de valores desde diciembre de 1999 por lo que fue el primer fondo inmobiliario del mercado costarricense, posee una clasificación ScrA-f3 por la Sociedad Calificadora SCR, sus activos suman aproximadamente \$17.140.019,83, principalmente en inmuebles para la industria manufacturera y transporte, almacenamiento y comunicación, ubicados principalmente en la provincia de Alajuela. Cabe mencionar que este fondo fue administrado hasta el 2005 por la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión del Banco Nacional y por acuerdo de los asambleístas del fondo de inversión fue trasladado a Interbolsa SAFI a partir de agosto del 2006. Este traslado constituyó un hecho relevante en el ámbito de los fondos inmobiliarios. El rendimiento líquido que ha generado en los últimos 12 meses es de 5.44%. Dentro de los principales inmuebles que posee se encuentran locales del Parque industrial Zona Franca Alajuela, locales Parque Zona Franca Puntarenas, Oficentro Torres del Campo y Megasuper Moravia.

- 1.4.2 Fondo No Diversificado Inmobiliario Dólares #2; se encuentra en el mercado de valores desde setiembre del 2004, posee una clasificación

ScrAA-f2 por la Sociedad Calificadora SCR y de acuerdo al reporte estadístico de la Sugeval al 28 de setiembre del 2007, este fondo suma \$28.793.824,02 en activos totales. Sus propiedades son destinadas principalmente a actividades inmobiliarias y de alquiler, restaurantes e intermediación financiera, ubicados mayoritariamente en la provincia de San José. En los últimos 12 meses ha generado un rendimiento líquido de 6.98% y dentro de sus principales inmuebles se encuentran edificios A,B, C, D y E de Condominio Parque Emprearial Forum y plataformas de parqueos en Forum. Ubicados principalmente en San José.

1.4.3 Fondo de Inversión No Diversificado Inmobiliario Dólares #3; se encuentra en el mercado desde noviembre del 2006, actualmente no tiene clasificación de riesgo y de acuerdo al reporte estadístico de la Sugeval al 28 de setiembre del 2007, este fondo suma \$1.119.590,34 en activos totales. El único inmueble que posee es el Oficentro Cartago y la actividad a la que se dedica es a la intermediación financiera. El rendimiento líquido que a producido en los últimos 12 meses es de 6.58%.

1.4.4 Fondo de Inversión No Diversificado Inmobiliario Dólares #1; se encuentra en el mercado de valores desde noviembre del 1999, posee una clasificación ScrAA-f2 por la Sociedad Calificadora SCR, y según el reporte estadístico de la Sugeval al 28 de setiembre del 2007, este fondo posee activos totales por \$28.635.132,08. Ha adquirido inmuebles dedicados principalmente al comercio, hoteles y restaurantes e intermediación financiera, ubicados mayoritariamente en San José y Heredia. El rendimiento líquido que a generado en los últimos 12 meses es de 7.76%. Dentro de sus principales propiedades se pueden mencionar Hipermás Heredia, varios restaurantes de Burger King,



locales en el Centro Comercial Terramal, Desarrollo Comercial La Sabana y el edificio del Banco Nacional de Costa Rica en Alajuela.

### *1.5 Multifondos SAFI*

La sociedad administradora posee cinco fondos inmobiliarios cerrados en dólares:

- 1.5.1 Fondo Inmobiliario Metropolitano, se encuentra en el mercado desde agosto del 2006, el monto total colocado es de \$6.860.827,21, esencialmente en inmuebles comerciales (90%) en la provincia de San José. Presente un rendimiento líquido de 18.72% en los últimos 12 meses, convirtiéndolo en el fondo que genera mayor rentabilidad al inversionista. Dentro de sus principales inmuebles se encuentran Edificio Mendiola, Eficio Álavarez, Antiguo Tikal, Antigua Farmacia Iris y Antiguo Palí Cartago. Este informe no brinda la clasificación por parte de una calificadora de riesgo.
- 1.5.2 Fondo Inmobiliario Multifondos I, se encuentra en el mercado desde setiembre del 2003 y posee una clasificación scrAA+f2 (Nivel muy bueno), otorgada por la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana. El monto total colocado es de \$44.276.404,15, principalmente en inmuebles de manufactura (41%) en la provincia de San José. En los últimos seis meses ha generado una rentabilidad de 8.96%. Sus principales adquisiciones son Zona Franca Metropolitana y Edificio I Forum.
- 1.5.3 Fondo Inmobiliario Multifondos II, se encuentra en el mercado desde marzo del 2005 y posee una clasificación scrAA+f2 (Nivel muy bueno), otorgada por la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana. Ha invertido en activos una suma de \$8.202.179,34, enfocándose en

inmuebles comerciales (71%), ubicados en la provincia de San José. Ha generado un rendimiento líquido de 9.45% en los últimos 12 meses. Dentro los principales inmuebles que ha adquirido se pueden mencionar; Oracle, Diseño Lob CCM, S.A. y Pronike S.A.

1.5.4 Fondo Inmobiliario Multifondos III, se encuentra en el mercado desde mayo del 2007, sus activos ascienden al monto de \$4.039.512,69 y en su totalidad los inmuebles se dedican a la industria alimenticia y se ubican en la provincia de Alajuela. En los últimos 12 meses ha producido un rendimiento líquido por 11,24%. Su cartera inmobiliaria posee está conformada principalmente por Casa Provedora Phillips.

1.5.5 Fondo Inmobiliario US Government No Diversificado, se inscribió en agosto del 2007 y está enfocado a alquileres y venta de inmuebles ubicados en los Estados Unidos de América. No posee una calificación de riesgo, en sus primeros dos meses de existencia ha generado una rentabilidad líquida del 6.83% y sólo ha adquirido un inmueble en USA dedicado al seguro social en su totalidad. El único activo que posee es el Livonia LLC.

## *1.6 Popular SAFI*

Esta sociedad administradora del Banco Popular cuenta con un fondo de inversión inmobiliaria autorizado desde mayo del 2007 y según el reporte estadístico de la Sugeval al 28 de setiembre del 2007, este fondo posee activos totales por \$3.742.824,73, posee inmuebles ubicados en las provincias de San José y Alajuela; dedicados mayoritariamente a oficinas. Dentro de los principales se encuentran Oficentro Santa María y Edificio Herrero Villalta y D'Vinci. El rendimiento líquido que generó en los últimos 12 meses es de 9.64%.

## 1.7 Vista SAFI

Esta sociedad administradora posee dos fondos de inversión inmobiliario y un fondo de desarrollo inmobiliario. Estos fondos se detallan a continuación:

- 1.7.1. Fondo e inversión inmobiliaria Vista Siglo XX1 No Diversificado, el cual inició operaciones desde abril del 2002 y posee una calificación de riesgo de scrAA-F2 otorgada por la Sociedad Calificadora de Riesgo y a junio del 2007 y según el reporte estadístico de la Sugeval al 28 de setiembre del 2007, posee activos totales por \$23.939.355,40. La inversión en inmuebles está concentrada especialmente en la provincia de San José, dedicados a oficinas, bodegas y comercio. Reporta un rendimiento líquido en los últimos 12 meses de 8.22%. Dentro de sus principales propiedades se pueden mencionar Edificio 2x1 ICE, Bodegas El Coyol, Oficentro La Virgen e ICE San Pedro Torre Zeta.
- 1.7.2. Fondo de Inversión Inmobiliaria Vista, inició operaciones en abril del 2002, tiene una calificación de riesgo de scrAA+F2 otorgada por la Sociedad Calificadora de Riesgo y posee activos totales por \$21.662.017,18, según el reporte estadístico de la Sugeval al 28 de setiembre del 2007. Sus inmuebles se concentran especialmente en las actividades de oficina, bodegas y comercio, ubicados en San José, Alajuela y una pequeña parte en Guanacaste. Los rendimientos líquidos generados en los últimos 12 meses alcanzan el 11.66%. Dentro de los principales inmuebles que administra este fondo se encuentran Torre Mercedes, Edificio Equus, Edificio Torre del Este y Edificio Cartagena.

1.7.3. Fondo de Inversión de Desarrollo Inmobiliario Vista, fue aprobado en junio del 2007, convirtiéndose en el segundo fondo de desarrollo inmobiliario del país que aprueba la SUGEVAL. El fondo actualmente no tiene ningún proyecto y se espera que a inicios del 2008, la sociedad administradora ponga en venta las primeras participaciones de este fondo.

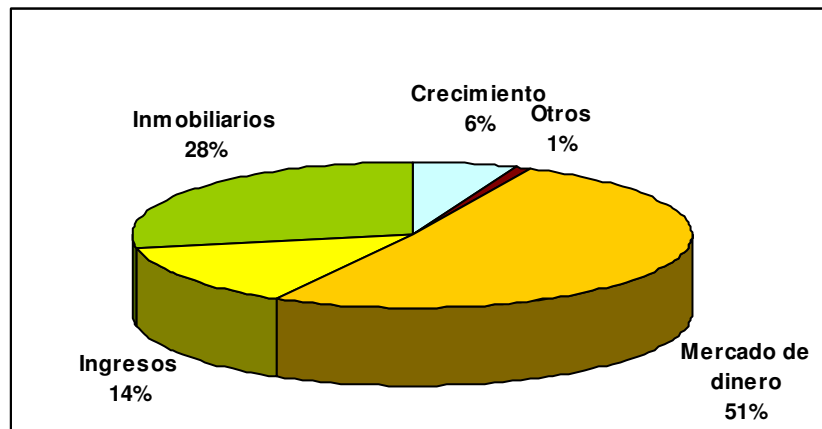
## **2. Análisis de la situación actual de los fondos inmobiliarios.**

Durante los últimos años los fondos de inversión inmobiliaria tuvieron un crecimiento importante, ubicándose en el segundo lugar de participación en el mercado de los fondos de inversión. Este fenómeno obedece principalmente a la crisis de los fondos de inversión en el 2004. Al no verse afectado el rendimiento de los fondos inmobiliarios por la corrección que hubo en el precio del mercado de deuda, éstos fueron percibidos por los inversionistas como instrumentos de inversión seguros por la estabilidad de sus rendimientos, provocando un aumento en la demanda de este tipo de fondos, según Ortiz (2006).

Adicionalmente, las sociedades administradoras de fondos de inversión, vieron en estas figuras la posibilidad de administrar altos volúmenes de cartera, sin el riesgo relacionado al retiro del ahorro por parte de los inversionistas ya que los fondos inmobiliarios al ser fondos cerrados y generalmente de plazo, hace que los inversionistas no puedan retirar sus recursos de los mismos. Teniendo que acudir al mercado secundario a buscar otros inversionistas dispuestos a adquirir sus participaciones, para lograr liquidez. Esto le asegura a las SAFIs poder administrar altos volúmenes de activos casi a perpetuidad y garantizarse un riesgo muy estable a largo plazo.

La variedad de productos al alcance del inversionista ha aumentado considerablemente. Al mes de agosto del presente año, la distribución de la preferencia bursátil de los inversionistas se muestra en el siguiente gráfico:

**Gráfico N° 3**  
Preferencia bursátil por tipo de fondo  
Agosto 2007



Fuente: SUGEVAL

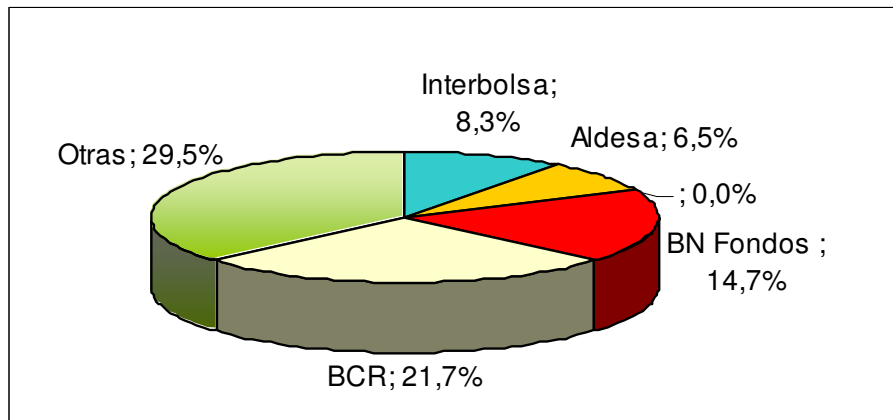
Los inversionistas prefieren invertir mayormente en el mercado de dinero en un 51%, seguido por inversiones en fondos inmobiliarios en un 28%, el de ingresos un 14%, el de crecimiento en un 6% y otros en un 1%. Siendo entonces los fondos inmobiliarios la segunda opción más atractiva para los inversionistas.

Según Ortiz (2006), la inversión de la industria según el valor en libros a julio del 2006 se concentraba en la provincia de San José, con un 71%, seguida de Heredia con un 15% y Alajuela con un 7%. Si se realiza este mismo análisis por cantón se observa una concentración en Santa Ana 25%, San José Centro (22%) y Heredia Centro (15%). Analizando el caso particular de Santa Ana, la alta concentración se debe al Parque Empresarial Forum; proyecto que es uno de los más importantes del país y la inversión de los fondos inmobiliarios en éste lo confirma; no obstante puede representar un riesgo importante para la

industria, el tener invertido una cuarta parte de sus inversiones en un mismo proyecto.

En el siguiente gráfico se muestra la distribución de la preferencia de los inversionistas por sociedad administradora de fondos.

**Gráfico Nº 4**  
Preferencia del Mercado por SAFI  
Agosto 2007

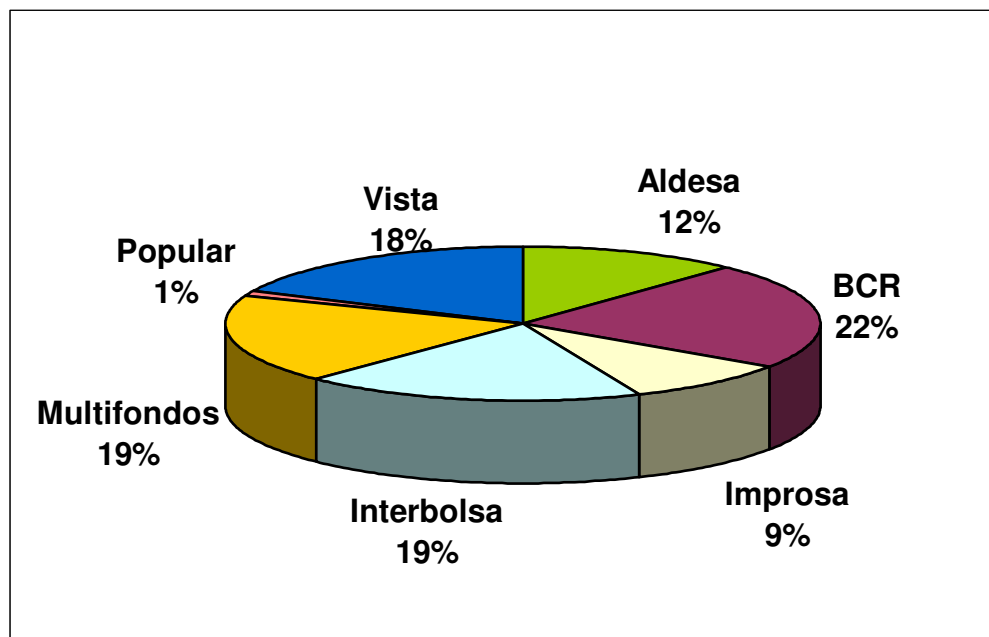


Fuente: SUGEVAL

La opción más popular en el mercado bursátil nacional es la sociedad administradora del BCR con un 21.7%, seguida por BN Fondos con un 14.7%, Multifondos con un 12.8%, BAC y Aldesa con 6.5% y finalmente Interbolsa 8,3%.

Pero si el análisis se enfoca solamente a las sociedades administradoras de fondos de inversión, que administran fondos de inversión inmobiliaria a setiembre del 2007, algunas preferencias cambian. Para ilustrar este efecto se muestra el siguiente gráfico.

**Gráfico N° 5**  
Preferencia de los inversionistas de Fondos  
Inmobiliarios por SAFI



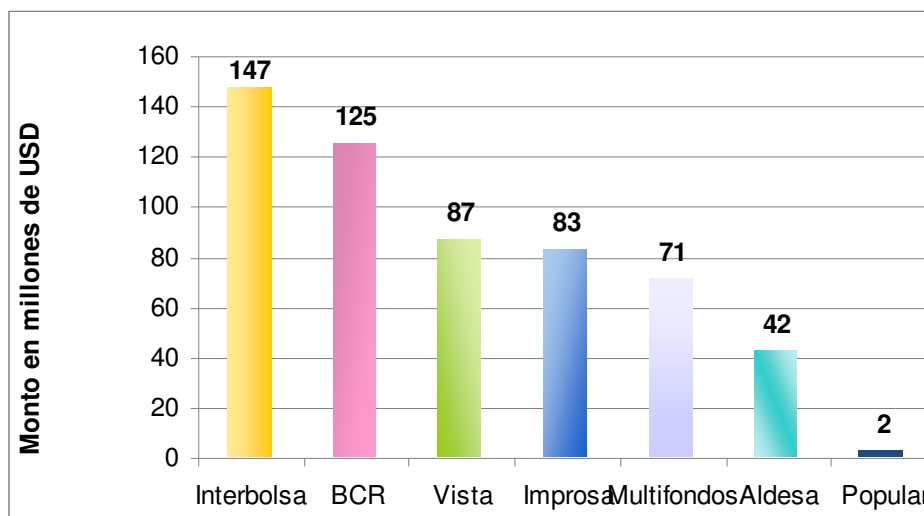
Fuente: SUGEVAL

A la hora de invertir en fondos inmobiliarios, la mayoría de inversionistas prefieren al BCR Safi para que administren sus participaciones, lo que hace que BCR Safi obtenga un 22% de los inversionistas del mercado de fondos inmobiliarios. Sociedades como Interbolsa Safi y Vista SFI también representan opciones importantes para los inversionistas, obteniendo 19% y 18% de preferencia respectivamente. Improsa SAFI y Aldesa SFI a pesar de no estar entre las más preferidas, captan un porcentaje importante del mercado con un 9% y 12% respectivamente.

Otro aspecto importante de analizar es la distribución del monto total de activos en dólares por sociedad administradora de fondos inmobiliarios de inversión se muestra en el gráfico a continuación:

### Gráfico N° 6

Distribución del total de activos administrados por  
Sociedad Administradora de Fondos de Inversión  
Jul-07



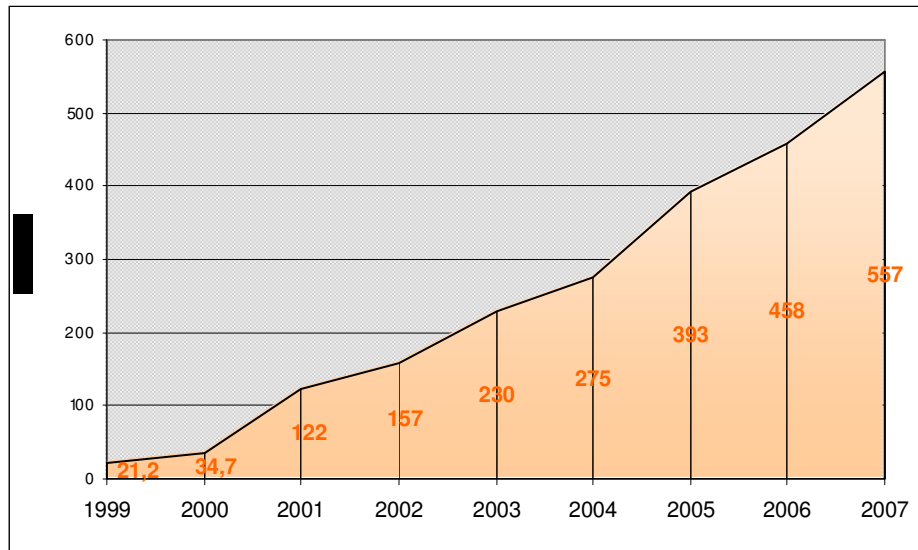
Fuente: SUGEVAL

Interbolsa es la sociedad administradora Interbolsa que posee la mayor acumulación de activos presentando \$147 millones de dólares, seguido por la del BCR con \$125 millones y Vista con \$87 millones de acuerdo al capital invertido.

El crecimiento de los Fondos Inmobiliarios de 1999 al 2007 en la inversión en activos se muestra en el siguiente gráfico.



**Gráfico N° 7**  
Crecimiento en la inversión en activos de los Fondos Inmobiliarios  
Millones US\$  
1999 - 2007 (Agosto)

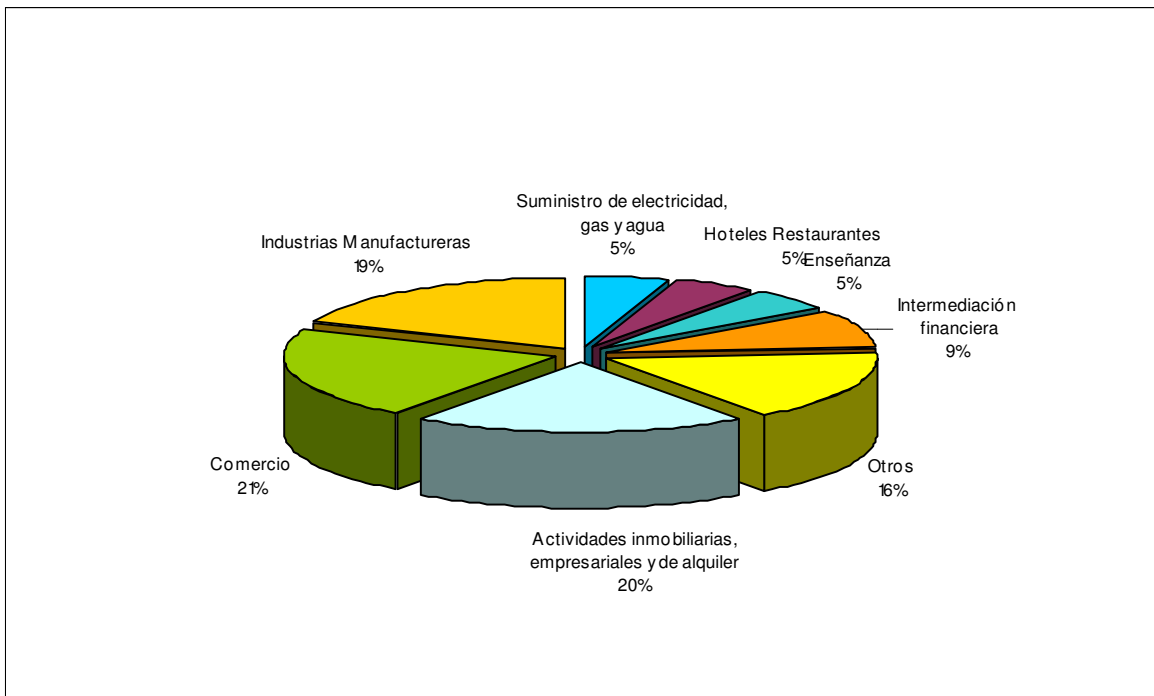


Fuente: SUGEVAL

La tendencia de la inversión en activos de los Fondos Inmobiliarios ha sido constante, desde sus inicios en 1999 al 2007 ha crecido en más de un 2500%.

El siguiente gráfico contiene la diversificación de la cartera de inversión por actividad económica al mes de julio del 2007.

**Gráfico N° 8**  
Diversificación de la cartera de inversión por actividad económica  
Julio 2007



Fuente: SUGEVAL

La distribución para el 2007 de la inversión inmobiliaria en los diferentes sectores productivos se encuentra principalmente dirigida al comercio en un 21%; las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler con un 20%; las industrias manufactureras con un 19%; la intermediación financiera con un 9%; hoteles y restaurantes, enseñanza, suministros de electricidad, agua y gas en un 5%.

El cuadro 11 muestra los rendimientos obtenidos por fondo de inversión al mes de setiembre del 2007.

### Cuadro N° 11

Rendimiento durante los últimos 12 meses por Fondo de Inversión y Administrador de Fondos de Inversión durante los últimos 12 meses Septiembre del 2007

SAFI	FONDO	Rendimiento Total Último 12 meses	Rendimiento Líquido Último 12 meses
Adesa S.F.I., S.A.	F.I. Inmobiliaria de Renta y Plusvalía	8,71	9,05
BCR S.A.F.I., S.A.	F.I. BCR Inmobiliario del Comercio y la Industria (FCI) No Diversificado	9,99	8,05
	F.I. BCR Inmobiliario No Diversificado	8,75	10,61
Improsa S.A.F.I., S.A.	F.I. Inmobiliario Gibraltar	11,81	8,80
Interbolsa S.A.F.I., S.A.	F.I. Interbolsa No Diversificado Inmobiliario Dólares	9,20	7,71
	F.I. Interbolsa No Diversificado Inmobiliario Dólares D	7,49	6,95
	F.I. Interbolsa No Diversificado Inmobiliario Dólares T	6,59	6,59
	F.I. Interbolsa No Diversificado Inmobiliario FIO 1	0,95	5,43
Multifondos de Costa Rica S.F.I., S.A.	F.I. Inmobiliario Multifondos	9,26	9,06
	F.I. Inmobiliario Metropolitano	18,46	18,46
	F.I. Inmobiliario Multifondos III	11,60	11,60
	F.I. Inmobiliario Multifondos II No Diversificado	9,85	9,47
	F.I. Inmobiliario Multifondos Us Government No Diversificado	6,83	6,83
Popular S.F.I., S.A.	F.I. Popular Inmobiliario (Finpo Inmobiliario)	9,66	9,66
Vista S.F.I., S.A.	F.I. Inmobiliario Vista	9,01	12,67
	F.I. Inmobiliario Vista Siglo XXI, No Diversificado	9,07	8,21

Fuente: SUGEVAL

Antes de analizar este cuadro es importante aclarar que el Rendimiento líquido es el rendimiento que genera el fondo una vez deducidos los gastos que generan los inmuebles, comisiones y demás costos, sin contemplar el efecto de plusvalía de los inmuebles. Por tanto, le rendimiento total es el rendimiento líquido más o menos las revaluaciones o devaluaciones de los inmuebles.

En el cuadro se observa que el FI Inmobiliario Metropolitano presenta el mayor rendimiento total de los últimos 12 meses alcanzando un 18,46%, seguido por el Fondo Inmobiliario Vista con un 12,67% y el FI BCR Inmobiliario No diversificado con un 10,61%, todos estos con rendimientos por encima del promedio de la industria (8.94%). Interbolsa SAFI presenta la mayor parte de los fondos inmobiliarios con los rendimientos más bajos, además de los fondos inmobiliarios Multifondos US Government con un 6,83%, por debajo del promedio de la

industria. Finalmente cabe destacar que el fondo con el menor rendimiento es el FI Interbolsa No Diversificado Inmobiliario FIO 1 con un rendimiento líquido de un 5.43%, siendo este el fondo que sufrió el cambio de administración en el 2006.

**Cuadro N° 12**  
Rendimiento durante los últimos 12 meses por Fondo de Desarrollo y Administrador de Fondos de Inversión durante los últimos 12 meses Setiembre del 2007

SAFI	FONDO	Rendimiento Total Último 12 meses	Rendimiento Líquido Último 12 meses
Improsa S.A.F.I., S.A.	F.I. de Desarrollo Inmobiliario Improsa	(4,78)	(8,59)

Fuente: SUGEVAL

Este cuadro muestra el comportamiento en términos de rentabilidad del único fondo de desarrollo que esta operando en el país. Este fondo apenas está iniciando su primer proyecto, el cual se proyecta estará listo en 3 años, por lo que es normal que este tipo fondo genere rendimientos negativos con apenas nueve meses de haber sido aprobado y con aproximadamente dos meses de haber iniciado el movimiento de tierras de su primer proyecto.

### **3. Otros hallazgos**

Durante el tiempo en que los fondos de inversión inmobiliaria han participado activamente en el mercado bursátil, se han presentando dos incidentes que se podrían calificar como negativos.

El primer incidente que se dio se puede verificar en el cuarto capítulo de la Memoria Institucional del 2004 de la Sugeval. La superintendencia inicia el

proceso de intervención el 6 de agosto del 2004 a Financorp Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A. y Financorp Puesto de Bolsa S.A. Donde determinó que éste fondo había manejado los negocios de sus clientes de forma tal que ponía en peligro la integridad del patrimonio de éstos y en consecuencia se estimó que se estaba frente a la causal de intervención.

Dentro de las principales labores que realizó la Sugeval se encuentra la Administración del fondo inmobiliario, que contempló el cobro de alquileres, gestión de los cobros atrasados, contratación de avalúos y pago de dividendos. Además realizó dos asambleas de inversionistas: en la primera se informó sobre el estado del fondo ante la intervención, en la segunda los inversionistas acordaron el traslado de la administración del fondo a Multifondos Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. Dado lo anterior, durante el último mes de intervención, los interventores trabajaron en forma conjunta con Multifondos para cumplir con los requerimientos para el traslado del fondo.

Según una noticia publicada por Infofondos en marzo 2005, a partir del mes de marzo del 2005, la sociedad de Fondos de Inversión Multifondos empezó a administrar el fondo de inversión inmobiliario Financorp, administrado hasta el mes de febrero por su homóloga Financorp Sociedad de Fondos de Inversión. (Ver anexo 3)

Además, informó que la decisión de que Multifondos administrara dicho fondo fue tomada por la Asamblea General de Accionistas del Fondo Financorp,

La cartera del fondo Financorp, ahora en manos de Multifondos, estaba compuesta en ese entonces, por 20 locales en el Centro Comercial Multiplaza y por el piso 7 de la Torre G del Parque empresarial FORUM para un total de

2.716 metros cuadrados. Para un mayor detalle de este hecho relevante se adjunta en el Anexo N°2 el artículo publicado por Infofondos en marzo, 2005.

El segundo incidente fue una decisión de la Asamblea de Inversionistas del fondo inmobiliario del Banco Nacional FIO. Esta decisión implicó que la sociedad administradora del Banco Nacional dejará de administrar este fondo inmobiliario y pasara a ser administrado por Interbolsa Safi en el 2006.

De acuerdo la información expuesta en este capítulo, se puede determinar que el crecimiento del sector construcción en términos generales ha tendido a la alza, principalmente en las provincias de Puntarenas y Limón en el 2007, sin embargo, San José sigue siendo la provincia con mayor volumen en metros cuadrados de construcción. Es importante destacar el crecimiento en este rubro que obtuvo la provincia de Guanacaste (151.72%) y Alajuela (90.45%) del año 2005 al 2006.

Dentro del crecimiento de la industria de la construcción sobresale el sector vivienda, acaparando un porcentaje muy amplio (70.64%) de esta industria. También es importante el porcentaje que ocupa el sector comercio (16.95%), constituyéndose como uno de los principales fines de los inmuebles construidos en Costa Rica.

Uno de los impulsores sobresalientes del sector inmobiliario, es la inversión extranjera directa (IED), constituyéndose al 2006 como la segunda opción de mayor atracción para los inversionistas extranjeros, sumando un monto de 373.5 millones de dólares, superado únicamente por el sector industria que logró captar un monto de 435.5 millones de dólares. Otro sector que esta siendo impulsando por la inversión extranjera directa es el sector turístico, ocupando el tercer rubro en este análisis y llegando a la suma de 131.9 millones de dólares.

Una parte importante de estas inversiones han sido dirigidas a las provincias de Guanacaste y Puntarenas, específicamente en los sectores de inversión inmobiliaria y actividad turística, por lo que se consideran los dos sectores más dinámicos en atracción de inversión extranjera. Se espera que en el 2007 las tendencias se comporten de forma similar.

En lo que se refiere a los fondos de inversión inmobiliaria específicamente, se nota un crecimiento constante desde su surgimiento en 1999. Muestran más de un 2500% de crecimiento hasta agosto del 2007, inclinándose principalmente a inmuebles de actividades económicas como comercio (21%); actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (20%) y las industrias manufactureras (19%). Uno de los hechos que los conocedores de este negocio consideran que ha propiciado el gran crecimiento de estos fondos, es la crisis de los fondos de inversión en el 2004, la cual no afectó los rendimientos de los fondos inmobiliarios, afianzándose como una opción segura. Este producto de inversión se ha situado entre los preferidos del inversionista costarricense para conformar su cartera de inversiones, superado solamente por las inversiones en el mercado de dinero.

Otro factor que ha impulsado el crecimiento de los fondos inmobiliarios, es el papel de las sociedades administradoras de fondos de inversión. Las Safis visualizaron en los fondos de inversión inmobiliaria un producto interesante de administrar, atraídos principalmente por las características de fondo cerrado, los grandes volúmenes de cartera que se podría llegar a administrar y por el largo plazo que identifica a este tipo de inversión. Este interés se ve reflejado en los dieciséis fondos de inversión inmobiliarios existentes a julio del 2007, representando el 12% del total de los fondos de inversión existentes en el país. Además, de los seis fondos de desarrollo inmobiliario aprobados hasta el momento, de los cuales sólo ha iniciado operaciones formales.

En el conglomerado de SAFIs administradoras de fondos de inversión inmobiliario sobresalen algunos aspectos de interés:

- FI Inmobiliario Metropolitano con el mayor rendimiento de la industria en los últimos 12 meses: 18,46%, superando en más del 50% al promedio de la industria.
- BCR Fondo de Inversión Inmobiliario No Diversificado con la mejor clasificación de riesgo scrAAA-F2, calificación que se otorga a aquellos fondos cuya "calidad y diversificación de los activos del fondo; fortalezas y debilidades de la administración proporcionan la más alta seguridad contra pérdidas provenientes de incumplimientos de pago. Nivel excelente. Además de poseer un rendimiento líquido superior al de la industria de 10.86%.
- FI Interbolsa No Diversificado Inmobiliario FIO 1 con el rendimiento líquido más bajo de todos los fondos inmobiliarios (5.43%). Además, de ser el único fondo que cambió de administración a solicitud de la Asamblea de accionistas.
- Fondo Inmobiliario Gibraltar de Improsa Safi, con el volumen más alto de activos en términos de valor de los inmuebles.
- Multifondos de Costa Rica SFI, S.A., con la mayor cantidad de fondos inmobiliarios operando.
- Fondo Inmobiliario US Government No Diversificado, como el único FII con operaciones fuera del país, específicamente en Estados Unidos.



- Financorp Sociedad Administradora de Fondos de Inversión S.A., como la primera y única SAFI administradora de un fondo inmobiliario que ha sido intervenido por Sugeval.
- Sociedad Administradora de Fondos de Inversión Improsa SAFI, como la SAFI en lanzar el primer fondo de desarrollo inmobiliario en el país, financiando el proyecto Multipark.

Dentro de los inmuebles más conocidos que forman parte de los Fondos Inmobiliarios se encuentran; Locales del Centro comercial Multiplaza, Edificio Forum, locales y parqueos de Terramall, Oficentro ejecutivo La Sabana, Centro Comercial Rhromoser, Centro Corporativo Nunciatura, Centro Comercial Paseo de las flores, Zona franca Metropolitana, Oficentro La Virgen, entre otros.

En el 2006 la Superintendencia General de Valores aprueba el reglamento para integrar en el mercado bursátil los fondos de desarrollo inmobiliario. Estos fondos son producto de la madurez que el inversionista y el mercado ha alcanzando, pues es un producto más sofisticado que los fondos de inversión inmobiliaria. Actualmente existen dos fondos de desarrollo inmobiliario; uno es administradora por Improsa Safi, y tiene un proyecto que está iniciando su construcción, destinados a locales comerciales y de oficinas, denominado Multipark. El segundo fue aprobado en junio del 2007, pertenece a Vista Safi y actualmente no tiene ningún proyecto tramitado.

Se puede concluir que a la fecha ningún fondo de inversión inmobiliaria ha invertido en proyectos turísticos. En lo que concierne al único fondo de desarrollo que ha entrado en operación, su primer proyecto está dirigido a oficinas y comercio.

A nivel de rendimientos se puede determinar que a pesar de que las bajas tasas de interés han beneficiado a los fondos inmobiliarios y fondos de desarrollo en la captación de inversionistas, si se nota un leve impacto en los rendimientos de los FII, debido a que la ley exige que estos fondos inviertan el 20% de sus captaciones en otros instrumentos financieros, que si se han visto afectado por las bajas tasas de interés.

## **CAPITULO V**

### **Fondos de Inversión Inmobiliaria en otros países**

En el presente capítulo se hace una revisión de los fondos de inversión inmobiliaria en España, Colombia, Chile y Estados Unidos, para conocer cual ha sido su comportamiento a través del tiempo, las características básicas de cada país que incidieron en el desarrollo de este tipo de instrumentos de inversión y otras variables importantes.

En primer lugar como primera apartado se expone una reseña de la situación de los fondos de inversión inmobiliaria a nivel mundial y en los principales mercados desarrollados, en un segundo apartado se hace referencia a los principales aspectos de los REITs en Estados Unidos. El tercer apartado habla de la situación de los fondos inmobiliarios (inversión y desarrollo) en América Latina, específicamente Chile y Colombia. Para finalizar con el desarrollo del mercado español por medio de los fondos inmobiliarios y de desarrollo en el cuarto apartado. Esto con el fin de conocer el comportamiento de los fondos inmobiliarios y su participación en el desarrollo turístico de cada país y hacer un análisis de las condiciones individuales que se han dado para el crecimiento de fondos de inversión inmobiliaria y fondos de desarrollo inmobiliario.

#### **A. Los fondos de inversión inmobiliaria de mercados desarrollados**

En la actualidad el mercado mundial de los fondos inmobiliarios está tendiente a la globalización de la inversión inmobiliaria, según la compañía de servicios inmobiliarios Jones Lang LaSalle (2006), la inversión mundial inmobiliaria para el 2004 fue de 366.000 millones de euros, siendo la inversión transfronteriza la importante cifra de 80.000 millones de euros, de los cuales el 60% tuvo lugar

entre distintos continentes y se vislumbra que esta tendencia continúe durante largo tiempo.

Los inversores buscan diversificar internacionalmente sus carteras y además muchos países, siguiendo el ejemplo de EEUU y Australia, están flexibilizando su legislación para permitir el funcionamiento de mercados de fondos de inversión inmobiliaria (REIT) que aumentarán la transparencia y la eficiencia del mercado.

Otro aspecto que está influyendo esta tendencia es la creciente absorción de capital por el sector inmobiliario y la limitada oferta de productos inmobiliarios en los mercados más desarrollados, por lo que los inversionistas están buscando alternativas en el exterior. Además del flujo de capital desde los fondos de pensiones hacia el sector inmobiliario, es otro aspecto relevante en esta temática.

La mayor parte de la inversión inmobiliaria internacional sigue centrándose en inversiones directas en inmuebles terciarios. Estas inversiones sumaron 682.000 millones de dólares en 2006, lo que significa un aumento del 38% con respecto a 2005 y casi el doble con respecto a 2003.

Para el 2006 se invirtieron 682.000 millones de dólares en inmuebles terciarios, los inversores privatizaron fondos de inversión inmobiliaria (REIT) y otros vehículos cotizados por propietarios de inmuebles por valor de 48.000 millones de dólares y compraron inmuebles residenciales plurifamiliares por un total de 170.000 millones de dólares, esto elevó la inversión inmobiliaria internacional a 900.000 millones de dólares.

Inicialmente las rentabilidades de todos los grandes mercados desarrollados y emergentes fueron positivas y estuvieron en la misma línea. La inversión se vio incentivada por el incremento de las asignaciones a esta clase de activo, el crecimiento del producto para inversión y el mayor interés de las firmas de capital riesgo oportunistas, que identificaron el valor relativo del sector. Esto dio lugar a dos fenómenos destacables: un mayor número de "megaoperaciones" y una globalización más involucrada con esta clase de activo.

Los fondos internacionales compraron por valor de 83.000 millones de dólares (un 240% más) fundamentalmente en Alemania, EE.UU., Reino Unido y Japón y vendieron por valor de 39.000 millones de dólares (un 32% más) de los fondos combinados (commingled funds) internacionales, que representan el 17% de la inversión inmobiliaria directa en todo el mundo.

La actividad de los fondos internacionales fue equiparable al volumen total de operaciones inmobiliarias del 2006 en Japón y Francia juntos, o a casi el 90% de la inversión total en Asia-Pacífico.

Los mercados emergentes vivieron un año con operaciones por valor de más de 40.000 millones de dólares (un 74% más). Muchos de ellos han entrado recientemente en los análisis de los inversores y están mostrando tasas de crecimiento estimulantes. En este sentido, el mercado ruso creció un 700% en 2006 y se registró un elevado volumen de operaciones en China, Turquía, México y Brasil.

Datos más destacados por regiones:

- Europa: 305.000 millones de dólares en 2006, un 44% más que en el 2005. Europa se convirtió en el mercado de inversión inmobiliaria más activo en 2006. Se ha producido un cambio claro en el dominio a largo plazo del Reino Unido en el mercado europeo tras el fuerte aumento del volumen de inversión tanto en Alemania como en Francia.
- Norteamérica y Suramérica: 283.000 millones de dólares en 2006, un 31% más que el año anterior. Los mercados de inversión del continente americano se encuentran mayoritariamente en los EE.UU. (el 96% de las operaciones de la región por valor y el 40% de la inversión total). Canadá y los mercados transfronterizos de Latinoamérica —de rápido crecimiento y dominados por México y Brasil— son otros destacados mercados de inversión.
- Asia: 94.000 millones en 2006, un 41% más que en el 2005. Los mercados de Asia-Pacífico estuvieron dominados por un renacido Japón, donde el volumen de operaciones se disparó un 128% hasta un total de 52.000 millones de dólares, el equivalente al 55% de la inversión total en la región. Los inversionistas se vieron favorecidos por el fin de la deflación y por el crecimiento lento pero sostenido de la segunda mayor economía del mundo. Además, los tipos de interés de Japón siguen siendo los más bajos del mundo, lo que ofrece a los inversores un amplio diferencial de rentabilidad. Los fondos internacionales, estadounidenses y australianos son los mayores inversionistas transfronterizos en ésta área.

## **B. Los fondos de inversión inmobiliaria en Estados Unidos**

Según Standard & Poors, los Estados Unidos es el líder mundial en fondos inmobiliarios: REIT (Real Estate Investment Trusts), el cual es un vehículo de

inversión inmobiliaria basado en la figura del fideicomiso con oferta pública, estos particulares fondos de inversión mueven miles de millones de US\$ en opciones inmobiliarias.

Un REIT es simplemente un vehículo a través del cual un grupo de inversores se juntan para hacer inversiones inmobiliarias de escala, a las que normalmente solos no accederían.

Este vehículo, fue creado en 1880 y desde aquella época permitió que el impuesto a las ganancias no se pague a nivel del propio vehículo sino en cabeza de sus beneficiarios. Este tratamiento impositivo fue luego eliminado, aunque en 1960 se reimplantó.

Los REITs empezaron a incrementar su volumen de negocios en los años ochenta, cuando otras ventajas impositivas que existían en EEUU para inversiones inmobiliarias fueron eliminadas. En los noventa los Fondos de Pensión fueron autorizados a invertir en REITs, lo cual potenció el tamaño de sus portafolios pero también hizo más exigente la calidad de los activos en los que podían invertir.

Según datos de la National Association of Real State Investments Trust (NAIRET) actualmente en EEUU hay más de 200 REITs. En términos de capitalización, representan casi mil billones de dólares en capital (equity), que surgen de un proceso de fenomenal crecimiento que se aceleró puntualmente a partir de 1992.

Estos son esencialmente vehículos de inversión pública, es decir que cotizan en la Bolsa de Valores. Actualmente tienen una gran liquidez a diferencia de las

tradicionales inversiones inmobiliarias. En efecto, el inversor puede comprar y vender estos activos con gran simplicidad y a bajo costo en el mercado de capitales. En general cotizan en el New York Stock Exchange y en el American Stock Exchange, así como también en el NASDAQ. Como la demanda es sostenida, hoy en día la liquidez está asegurada.

Cabe destacar que a nivel institucional existe la National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) que los agrupa desde 1972 y que publica los índices más conocidos como el NAREIT Index, NAREIT Equity Index, NAREIT 50 Index y NAREIT Mortgage Index.

Del volumen total de capitalización de activos públicos en EEUU, los REITs representan el 20% mientras que el 60% son bonos y el otro 20% son acciones.

Los REITs pueden clasificarse según el destino de sus inversiones. El 16% se dedica a oficinas, 13% a inmuebles industriales y depósitos, 15% a residencial, 25% a reventa, 6% a hoteles, 5% a salud, 8% a hipotecas y 12% a otros destinos, entre los que se incluyen los que tienen carteras diversificadas y los que se especializan en otro tipo de activos muy específicos.

La rentabilidad promedio anualizada de los REITs desde 1975 hasta la fecha es del 13,9% anual, superior al Dow Jones, al Nasdaq y al S&P500. La volatilidad de este resultado ha sido históricamente baja y la correlación con el comportamiento de otros activos financieros también, lo cual convierte a los REITs en un activo atractivo para integrar a una cartera de inversiones.

Como el mercado de capitales americano es muy sofisticado, han aparecido en los últimos años los Fondos Mutuos de Bienes Raíces (Real Estate Mutual



Funds), la Unidad de Inversión de Bienes Raíces “UITs” (Real Estate Unit Investment Trusts) y los Fondos que cotizan en bolsa “ETFs” (Exchange Traded Funds) que son diversos formatos de vehículos que invierten en REITs y conforman carteras a la medida de ciertos inversores.

El formato es muy exitoso y está siendo adoptado por muchos países para incentivar el desarrollo del mercado inmobiliario y el ahorro de la gente en bienes raíces. En Argentina, desde que entró en vigencia la Ley 24.441, existe la figura del Fideicomiso Financiero que se ha utilizado en algunos casos para proyectos inmobiliarios, como la Torre La Nación. Eso es lo más cercano a un REIT que podemos encontrar en Latinoamérica.

Según Aguarales (2006), “sabemos que los REITs van a suponer una revolución para el mercado europeo porque así ha sucedido en Estados Unidos y en Australia”. En estos países los REITs han favorecido una especialización en las inversiones inmobiliarias, de manera que hay grupos dedicados a la compra de instalaciones científicas, educativas, sanitarias, etc. Esto ha permitido que los pequeños inversores tengan acceso a sectores estratégicos como la biomedicina, además de las viviendas y otros productos tradicionales.

En Australia, por otro lado, los LTP (REITs en la fórmula australiana), han favorecido el incremento de las tasas de ahorro familiar porque “muchas personas deciden invertir en el sector inmobiliario a través de estas sociedades, ya que entienden el producto con que trabajan, a diferencia de otros valores de la bolsa”, aclara Ribeiro.

Según Chase (2006) esta nueva modalidad de inversiones tendrá un el papel estratégico y afirma que “en un futuro cercano, la estructura de las compañías del sector inmobiliario cambiará hacia un modelo de REITs, provocando una

diversificación enorme del mercado inmobiliario y un crecimiento notable de las transacciones”.

Sucede que la escala y la masa crítica son claves ineludibles para lograr el éxito en bienes raíces porque dan lugar al manejo profesionalizado de las carteras y permiten diversificar adecuadamente los activos a integrar a un portafolio. De esta manera un REIT le da al pequeño inversor la posibilidad de participar en buenos negocios inmobiliarios de volumen.

Chase (2006) define las siguientes características básicas de los REITs:

- ✓ Debe ser un fideicomiso (Trust) administrado por un fiduciario (Trustee). Al menos debe contar con 100 beneficiarios y los 5 más importantes no deben tener más del 50% del total.
- ✓ Debe emitir certificados negociables y transferibles públicamente. Los activos más importantes deben ser inmobiliarios. De hecho, el 75% de los ingresos deben provenir de real estate (alquileres, hipotecas, ganancia por la venta de inmuebles. etc.).
- ✓ Las inversiones deben ser mayoritariamente de largo plazo, aunque en ciertas proporciones se acepta que tengan bonos del tesoro americano y cash. El 90% de los ingresos netos deben distribuirse anualmente entre los beneficiarios.

En la medida que un REIT cumpla con estas premisas, y muy especialmente con la última, podrá evitar el pago del impuesto a las ganancias a nivel del propio REIT por la suma de ganancias netas distribuidas.

Es interesante destacar que por muchos años, los REITs tenían prohibido administrar sus portafolios, es decir debían operar como inversores pasivos. Esto cambió a raíz de la importante reforma del año 1986 y en la actualidad cuentan con estructuras internas de gerenciamiento.

Los REITs han adquirido gran tamaño en EEUU y han logrado capitalizar buena parte del ahorro doméstico, canalizándolo al sector inmobiliario y de la construcción. En nuestro medio, es cada vez más necesario que el mercado madure, se haga más complejo y sofisticado, pero al mismo tiempo más consistente con las tendencias mundiales.

Estados Unidos por ser una economía de grandes dimensiones, se ha convertido en el pionero de los fondos inmobiliarios y ha convertido a los REITs en una figura a imitar en cualquier país del mundo, su principal aliado en este tipo de mercado ha sido la flexibilidad que ha mantenido ante los cambios del mercado de valores y las necesidades crecientes de inversionistas que cada vez más requieren nuevos instrumentos para colocar su patrimonio, una de las ventajas que cuentan este país para lograr esta madurez, es la cultura del ahorro y la inversión con que se educa a los niños y jóvenes, por lo que al llegar a la adultez y a formar parte de la población económicamente activa del país, encuentran en los instrumentos de inversión los mecanismos para multiplicar su capital y que no les son del todo desconocidos ya que desde la infancia tuvo la oportunidad de trabajar con este tipo de productos a pequeña escala.

Es interesante observar que en un 6% los REITs invierten en la actividad turística, lo que nos hace considerar que la opción de realización de proyectos turísticos por medio de fondos de desarrollo inmobiliario es un tema de actualidad y que puede tomar fuerza en un futuro cercano.

### **C. Los fondos de inversión inmobiliaria en América Latina**

La inserción de los fondos de inversión inmobiliaria y fondos de desarrollo inmobiliario como instrumentos financieros en América Latina, es muy reciente, países como Chile y Costa Rica son los primeros en desarrollar estos fondos. El principal factor para que esta situación se dé es que gran parte de los latinoamericanos invierten en instrumentos financieros más conservadores y de menor riesgo, como los depósitos bancarios en cuentas de ahorro o instrumentos de renta fija y son muy pocos los que se atreven a incursionar en los fondos de inversión; según Faundes (2006).

Aunado a esta situación cultural, el sector de la construcción se está recuperando en la región, ya que existe temor de invertir en este sector e impulsar su desarrollo.

Por ejemplo, en Brasil, el primer fondo inmobiliario nació en 1993, no obstante sólo hasta en el año 2006 se ha comenzado a notar un mayor desarrollo de estos instrumentos. La causa principal es la alta tasa de interés brasileña que hace menos atractivas las inversiones alternativas a los papeles gubernamentales que ofrecen un interés mayor. Pero debido a la caída de los intereses básicos de Brasil, existe una gran oportunidad para las inversiones alternativas y el mercado de capitales.

No obstante en otros países los fondos de inversión inmobiliaria no ven su desarrollo en un futuro cercano, Perú tiene, a pesar de que cuenta con estos instrumentos financieros, un desarrollo todavía incipiente. Esto principalmente porque el período de elecciones generó una gran incertidumbre para los inversionistas y por la volatilidad que ha demostrado el sector de la construcción.

En México, sociedades administradoras de fondos de inversión esperan que las entidades reguladoras autoricen los fondos de desarrollo inmobiliarios para

poder lanzarlos, a lo que se agrega la época de transición que vive el país con el gobierno. A pesar de esto, estos fondos deberían potenciarse debido al déficit de viviendas en el país y creación de otras formas de financiamiento para potenciar este sector.

## **1. Fondos de Inversión Inmobiliaria en Chile**

Chile es en Latinoamérica el país pionero en el desarrollo de los Fondos de Inversión Inmobiliaria y especialmente en los Fondos de Desarrollo Inmobiliario. Esto debido principalmente al estímulo que ha generado al sector inmobiliario los fondos de pensiones, quienes han aportado recursos financieros de largo plazo al mercado de capitales chileno una inversión ronda que los US\$ 5.400 millones.

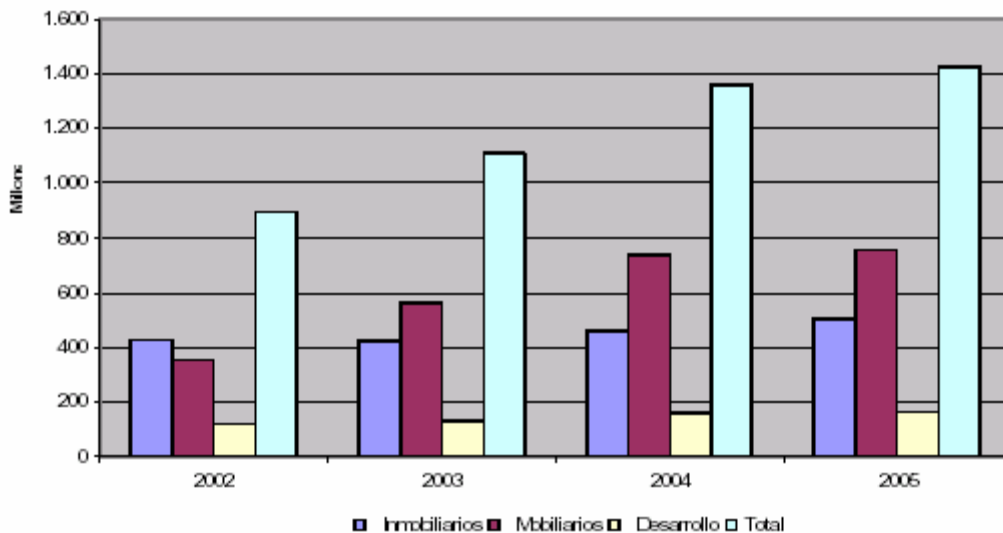
El primer fondo de desarrollo inmobiliario de Chile se creó en el 2004 y uno de sus logros más importantes fue incorporar personas físicas a su cartera de inversionistas y llegar a una inversión de US\$ 10 millones en sus inicios, la sociedad administradora de este fondo, con una experiencia en fondos inmobiliarios desde 1990, espera abrir el quinto fondo de desarrollo inmobiliario, con una rentabilidad esperada similar a los anteriores fondos; 12% con una cartera de 10 a 12 proyectos de desarrollo, de acuerdo con lo publicado por Faundes (2006).

Este tipo de instrumentos financieros está apoyando en buena medida el desarrollo inmobiliario de vivienda, donde se participa como coinversor en conjunto con las firmas inmobiliarias, se invierte el dinero aportado y una vez vendidas las viviendas, se obtienen rendimientos que son entregados a los inversionistas.

Este instrumento financió en el 2006, cerca de 300.000 viviendas y la inversión de los Fondos en letras hipotecarias, ha hecho posible entregar financiamiento hasta por 20 años plazo, facilitando la compra de la anhelada casa propia a muchos chilenos y fomentando los puestos de trabajo en el rubro de la construcción.

Además, con una inversión adicional de US\$ 520 millones en cuotas de Fondos de Inversión Inmobiliarios, los Fondos de Pensiones invierten en otras áreas del negocio inmobiliario, tales como: oficinas, centros comerciales, mutuos hipotecarios, terrenos, financiamiento de proyectos, etc.

**Gráfico Nº 9**  
Evolución Industria Fondos de Inversión Chile  
(Activos bajo administración)

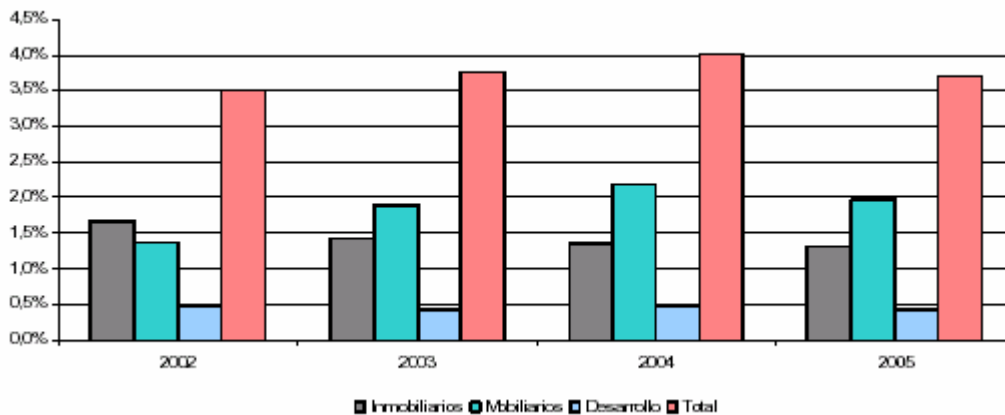


Fuente: Asociación Chilena de Fondos de Inversión AG

Según la Asociación Chilena de Administradoras de Fondos de Inversión A.G., la industria para el año 2005 manejaba en total activos por cerca de US\$ 3.000 millones, y el crecimiento de los últimos años está concentrado en los fondos del

tipo mobiliario, que se duplicó entre el 2002 y el 2005, debido a la rentabilidad que ha tenido la inversión en acciones. (Gráfico No 000)

**Gráfico N° 10**  
**Activos Fondos de Inversión como porcentaje total de**  
**Activos Sistema Administradoras de Fondos de Pensiones**  
(Diciembre 2002 - 2005)



Fuente: Asociación Chilena de Fondos de Inversión AG

Además para el 2005, los fondos de inversión son poco significativos para las carteras de los fondos de pensiones. Los fondos de desarrollo representan cerca de un 0,5% de las carteras y los fondos inmobiliarios cerca de un 1,0%. (Gráfico No 000).

Según la información recolectada sobre los fondos de inversión inmobiliaria en Chile, el desarrollo inmobiliario está enfocado hacia el sector vivienda especialmente, generando soluciones de vivienda a una parte de la población, esto es producto de la política tomada por el país de tomar el sistema de administradoras de fondos de pensión como uno de los principales impulsores del desarrollo inmobiliario del país y en especial del sector vivienda. Esta decisión ha llevado al país a convertirse en el más desarrollado de América Latina en cuanto a Fondos de Inversión Inmobiliaria.

Sin embargo no fue posible encontrar datos que incidieran positivamente en la búsqueda de información de éste producto financiero para proyectos turísticos, lo que hace considerar que en éste país los fondos inmobiliarios y en especial los de desarrollo en un porcentaje relevante, no están financiando desarrollo turístico en Chile, especialmente por la especialización en el área de vivienda.

## **2. Fondos de Inversión Inmobiliaria en Colombia**

Con la premisa que “el futuro no se predice, sino se construye”, las autoridades colombianas se han ocupado por generar desarrollo inmobiliario en el país, incentivando prioritariamente este desarrollo en el sector vivienda, que solo en el 2006 ha requerido financiamiento para 400.000 soluciones de vivienda para la población. El déficit habitacional que enfrenta el país afecta al 30% de lo hogares colombianos, de acuerdo con los datos del Ministerio de Ambiente, Vivienda y Desarrollo Territorial (2006).

En el mercado de valores, este incentivo se ha dado por medio de la titularización, los fondos de inversión inmobiliaria presentan marcadas diferencias como la concentración en un solo arrendatario y un solo activo, la baja liquidez de los títulos y la vigencia definida y más recientemente los fondos de desarrollo inmobiliario, debido a la emisión de una reglamentación de estos productos financieros por parte del gobierno.

En el 2006 los fondos inmobiliarios alcanzaron una rentabilidad que ronda el 15%, mientras que las tasas pagadas por los bancos estuvieron entre 5% y 7%, que hace que los inversionistas se muestren interesados por estos productos financieros.



En la actualidad Colombia mantiene la “titularización inmobiliaria”, que funciona igual que los fondos, con distintas participaciones, pero en vez de invertir en varios proyectos, el dinero se invierte en un solo inmueble, lo que tiene un mayor riesgo, ya que no hay diversificación de la inversión, por lo que usualmente los inversionistas compran títulos inmobiliarios en varios inmuebles y de esa forma diversifican su inversión.

Para Velasco (2007) Colombia enfrenta ahora los retos de crear un sistema de manejo integral de los Fondos de Inversión Inmobiliaria por medio de reglamentación, elaboración de normativa que permita mayor eficiencia del mercado secundario, crear una política de estándares que faciliten al inversionista comparaciones entre fondos, para crear el ambiente propicio para que los inversionistas individuales confíen en estos productos financieros.

El caso de Colombia es una de las economías de Latinoamérica que está intentando impulsar el mercado de los fondos inmobiliarios y la actividad de la construcción, con el objetivo principal de generar vivienda a la población, que ha necesitado en los últimos años soluciones de vivienda para una cantidad considerable de familias. Al igual que el mercado chileno, Colombia está apostando al desarrollo inmobiliario por medio de fondos de inversión inmobiliaria y el gobierno de la república tiene la obligación de impulsar este desarrollo, buscando otros horizontes a mediano plazo. Éste país debe diversificar sus inversiones inmobiliarias a algo más que los Fondos de Titularización, que resultan ser una aproximación muy limitada de los fondos de inversión inmobiliaria, para hacer crecer el mercado de valores.

Con la información recaudada sobre los fondos de inversión inmobiliaria en Colombia no es posible determinar si existe un porcentaje importante de

inversión de estos fondos en desarrollo inmobiliario turístico, por lo que se puede deducir que debido a las necesidades prioritarias del mercado y la economía se están enfocando hacia el desarrollo habitacional, pero se espera que una vez el mercado se encuentre más desarrollado otras alternativas de inversión sean factibles para los fondos de inversión inmobiliaria y desarrollo inmobiliario.

#### **D. Los fondos de inversión inmobiliaria en España**

La primera regulación acerca de las inversiones colectivas se dio en 1952, mientras que los Fondos de Inversión fueron creados en 1964. De manera que en España coexisten como instituciones de inversión colectiva, las denominadas Sociedades de Inversión y los Fondos de Inversión.

El primer fondo de inversión denominado Nuvofondo, fue creado en 1966 por el Banco Urquijo, pero fue hasta 1984 que los fondos de inversión se regularon específicamente por la Ley Reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

Para estimular los instrumentos financieros, la legislación española utiliza el régimen fiscal, concediendo exenciones o reducciones en el pago del impuesto sobre la renta.

El régimen fiscal ha sido dinámico, en la actualidad las ganancias patrimoniales obtenidas en plazo superior a un año sufren una retención del 18%. Al tiempo que la legislación española ha promovido la figura de los fondos de inversión mediante un régimen fiscal favorable, también ha participado en la regulación de las comisiones, estableciendo límites máximos al cobro de éstas, dependiendo del tipo de comisión y clase de fondo.

## Fases históricas de los fondos de inversión en España

De acuerdo a datos del Banco Central de El Salvador, la historia de los fondos de inversión en España se divide en cuatro grandes fases desde 1964 a 1998:

1ª Fase, Crecimiento (1964 a 1975): Se crearon 25 fondos de inversión y se alcanzó un máximo de patrimonio total superior a 41,000 millones de pesetas. Propiciando la potenciación y desarrollo del mercado de valores español.

2ª Fase, Pérdida patrimonial a consecuencia de la crisis bursátil (1976 a 1982): La Bolsa de Madrid perdió 70% de 1974 a 1982, afectando negativamente el mercado de los fondos de inversión.

3ª Fase, Consolidación de la Bolsa y resurgir de los fondos (1983 a 1990): Se dio un importante crecimiento, tanto en número como en volumen, que llegó a multiplicar en 21.5 veces las cifras de 1972.

4ª fase, La gran expansión: (1991 a 1998): El número de fondos pasó de 268 en 1990 a superar los 1,881 en 1998; en el mismo período el volumen patrimonial creció en 32.7 billones de pesetas (de 1.2 billones pasó a 33.9 billones), el mayor con relación al resto de años.

Con la madurez del sector, la diversidad de los productos financieros se ha ampliado considerablemente. Para inversionistas más conservadores, surgieron a partir de 1989 los Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario (FIAMM), que invierten en activos de renta fija con plazo menor a 18 meses, no pueden invertir en renta variable e incurren en menores riesgos pero presentan menor rentabilidad potencial. A finales de 1994 surgen los Fondos Inmobiliarios con inversiones a largo plazo que se destinan a la compra de inmuebles para

explotarlos en alquiler. Además, con el desarrollo de los inversionistas, se han generado los Fondos de Fondos, Fondos Sectoriales y Fondos de Países Emergentes, entre otros.

En la actualidad los tipos de fondo que se comercializan en España son:

Fondo abierto, Fondo cotizado, Fondo de acumulación o de capitalización, Fondo de dinero, Fondo de fondos, Fondo de fondos de inversión libre, Fondo de gestión alternativa, Fondo de inversión, Fondo de inversión inmobiliaria FII, Fondo de inversión libre, Fondo de renta fija, Fondo de renta variable, Fondo de reparto, Fondo de titularización de activos, Fondo en divisa Fondo ético, Fondo garantizado, Fondo garantizado a vencimiento, Fondo garantizado de renta fija, Fondo global, Fondo índice, Fondo mixto, Fondo monetario, Fondo off shore, Fondo paraguas o por compartimentos, Fondo principal, Fondo sectorial, Fondo solidario, Fondo subordinado y Fondtesoro.

Diversos estudios consideran que los impulsores de la espectacular popularización de los fondos de inversión son:

- El tratamiento fiscal de las ganancias.
- La rentabilidad de instrumentos bancarios alternativos.
- La estabilidad macroeconómica y del mercado de valores.
- La actividad de promoción de los productos financieros
- El costo de comisiones, entre los principales.

En España por ley los Fondos Inmobiliarios pueden destinar el 50% de la cartera al sector vivienda, por lo que los fondos realizan grandes compras a compañías inmobiliarias de vivienda. Las inversiones más comunes que indica la ley son

viviendas, oficinas, locales comerciales, residencias de estudiantes o para la tercera edad. Lo que indica que el sector turístico no es una opción de inversión común para los fondos inmobiliarios en España.

Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores de España, es usual aplicar comisiones de reembolso o descuentos a favor del fondo inmobiliario de forma escalonada en el tiempo (desde un máximo del 4% hasta el 0% del importe reembolsado), de forma que cuanto mayor es la antigüedad menor es la comisión de reembolso aplicable, hasta llegar a eliminarse para reembolsos a partir del tercer o cuarto año. Las comisiones de suscripción y reembolso máximas que pueden cargar se sitúan en el 5% sobre el importe suscrito o reembolsado.

Lo anterior unido a la menor liquidez del producto, hace que los Fondos de Inversión Inmobiliaria resulten adecuados para inversores con un horizonte de inversión a largo plazo.

A febrero del 2007 en España se comercializan nueve fondos que invierten directamente en inmuebles, y que obtienen una rentabilidad media del 4,78 por ciento en doce meses, según los datos de INVERCO.

El patrimonio gestionado por estos fondos asciende aproximadamente a 8.808 millones de euros, de 158.980 inversores. Un importe que sólo representa el 3,4 por ciento de los 255.378 millones de euros que mueve la industria.

Además, los fondos inmobiliarios inscritos en España, están visualizando la opción de invertir en inmuebles en otros países, entre ellos países de la Unión

Europea empezando por Alemania y países de Latinoamérica principalmente Chile y México.

A pesar de ser productos financieros muy conocidos en el mercado español, los fondos de inversión inmobiliaria y en especial los fondos de desarrollo inmobiliario; no existe evidencia de la existencia de este tipo de fondos para desarrollo de proyectos turísticos, solamente fue posible encontrar una referencia que indica que el grupo hotelero Barceló se encuentra en la actualidad negociando con cajas de ahorro y fondos de inversión alianzas para desarrollar hoteles urbanos en este país. Esta iniciativa la toma la empresa después de tener resultados muy positivos con firmas de inversión estadounidenses para el desarrollo de proyectos turísticos en el Caribe. (Agencias EP, 2006).

Después de analizar la información disponible sobre fondos de inversión inmobiliaria y fondos de desarrollo inmobiliario en algunos países de Latinoamérica, Estados Unidos y España, se puede decir que estos instrumentos financieros son un motor que colabora a dinamizar las economías locales y además generan desarrollo al país y a las industrias específicas donde se realiza la inversión inmobiliaria.

La tendencia actual del desarrollo inmobiliario es hacia la globalización ó a la internacionalización de los fondos de inmobiliarios (inversión y desarrollo) por lo que es factible que se dé un impulso desmesurado a la industria inmobiliaria en los próximos años, especialmente propiciado por la escasez de inmuebles en los mercados desarrollados que miran en los mercados emergentes una alternativa de inversión.

## **CAPITULO VI**

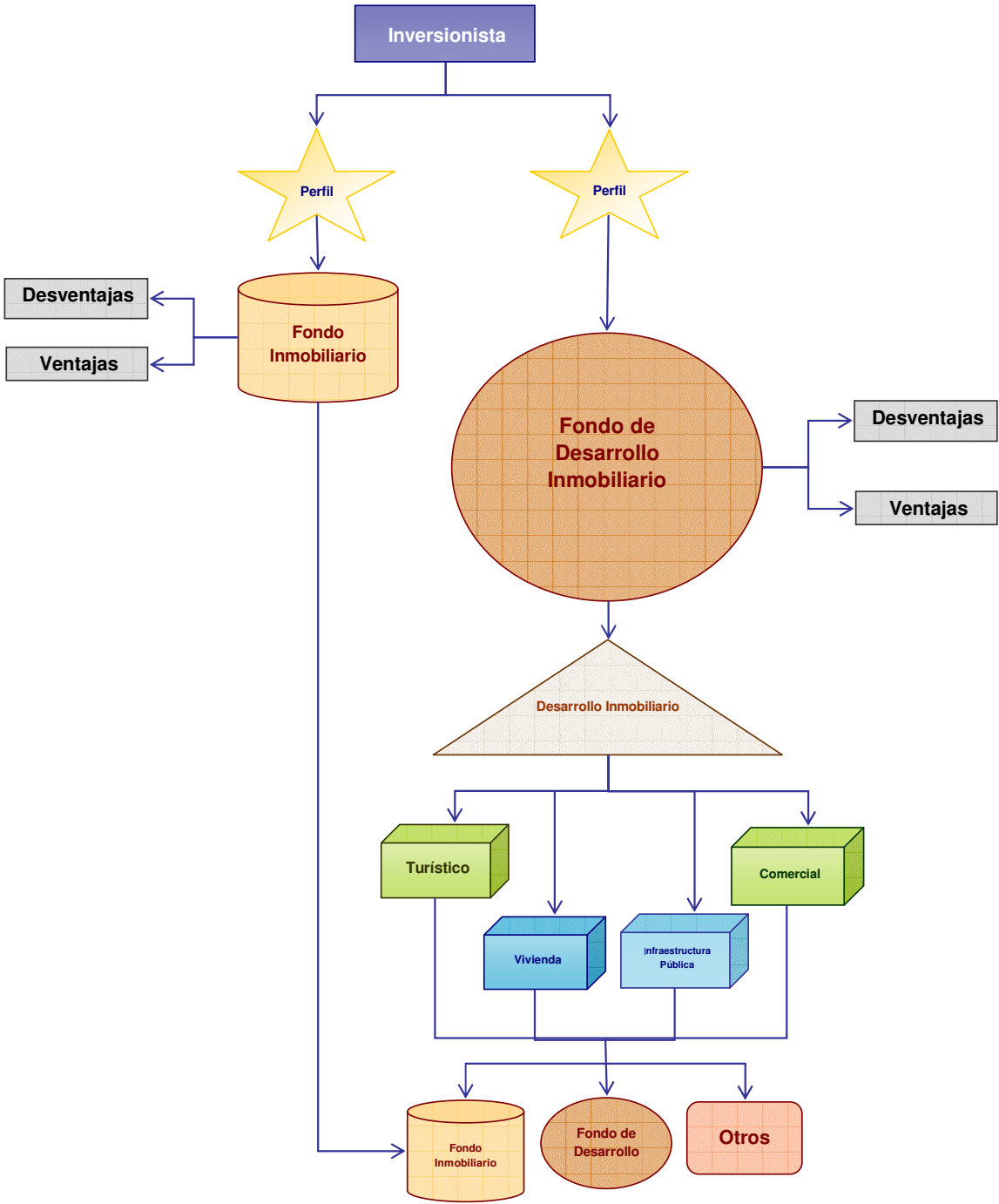
### **Análisis de las Entrevistas**

El presente capítulo contiene la información recolectada durante la ejecución del trabajo de campo realizado entre los meses de setiembre y octubre del 2007. En búsqueda de lograr un máximo detalle de la situación actual y la labor de las diferentes partes relacionadas, en un primer apartado se analizan las entrevistas aplicadas a expertos, concedores del tema financiero y desarrolladores mediante un resumen individual de cada entrevista, la definición de las dimensiones y variables de la investigación y un análisis conclusivo de los aspectos más relevantes encontrados.

El segundo apartado se hace la transcripción y la apreciación global sobre las entrevistas realizadas a otros actores, entrevistados que enriquecen con sus aportaciones la investigación sobre los fondos de desarrollo inmobiliario y fondos de inversión inmobiliaria para el financiamiento de proyectos turísticos, entre los que se encuentran especialistas en tramitología ambiental, permisos para proyectos inmobiliarios; inversionista institucional y experto de calificadora de riesgo.

A continuación se presenta un diagrama que muestra las dimensiones que se consideraron en el análisis comparativo de las entrevistas.

**Figura N° 1**  
Diagrama: Dimensiones consideradas en el análisis comparativo de las entrevistas





## **A. Análisis de las entrevistas aplicadas a expertos, conocedores del tema y desarrolladores de proyectos inmobiliarios**

### **1. Transcripción de las entrevistas a expertos y conocedores**

#### *1.1. Entrevistado A*

Los Fondos inmobiliarios nacen en 1999 y son regulados por la SUGEVAL. Estos fondos se conforman por aportes de inversionistas, donde una Sociedad Administradora de Fondos administra la inversión por cuenta y riesgo de los inversionistas. Estos fondos pueden adquirir solamente inmuebles terminados y que estén totalmente arrendados. Sin embargo, este tema de inmuebles terminados y arrendados tiene una connotación importante, y esta se fundamenta en la valoración que debe realizar el Fondo Inmobiliario a la hora de comprar un inmueble.

De acuerdo a la ley se debe realizar dos valoraciones, una valoración física que implica el análisis de un perito autorizado por la SUGEVAL y una valoración financiera que se basa en los alquileres actuales del inmueble para proyectar los flujos de efectivo a diez años, en el año diez se hace una perpetuidad y se trae a valor presente y se obtiene el valor financiero del inmueble. Entre las dos valoraciones se escoge la menor y ese es el precio en el que se compra el inmueble. Lo anterior conlleva a que si un inmueble sólo está arrendado en un 50% de su capacidad, la valoración financiera va a ser muy baja, consecuentemente se pagaría por el inmueble un precio fuera del mercado y de las posibilidades de venta por parte del desarrollador o del dueño del inmueble. Para evitar esta situación se mantiene como política que para poder realizar la compra de un inmueble, éste debe estar totalmente arrendado o con una

desocupación mínima que no tenga gran peso en el valor financiero del inmueble.

Por lo tanto, no es que no se pueda comprar inmuebles que no estén totalmente arrendados, sino que desde el punto de vista financiero y de mercado, este no es un argumento aplicable.

Al inversionista se le entrega una renta líquida, en el caso de Aldesa, esa renta se da mensualmente, sin embargo puede tener otra periodicidad (trimestralmente, semestralmente incluso anualmente). La renta líquida es el remanente que queda después de haberle deducido a la renta bruta, los costos que genera el edificio y el impuesto único sobre la renta del 5%.

Es importante recalcar que el Fondo Inmobiliaria no financia, sólo compra. Incluso se aplica un porcentaje de discrecionalidad en las remodelaciones del inmueble comprado por el fondo. La SAFI tiene un rango de un 25% sobre el valor en libros del inmueble para realizarle remodelaciones o modificaciones sin autorización de la Asamblea de inversionistas. La Asamblea de inversionistas puede autorizar remodelaciones, modificaciones o ampliaciones anualmente, por un costo de hasta un 100% sobre el valor en libros del inmueble.

De acuerdo a las políticas de Aldesa SAFI los inmuebles ideales para ser adquiridos por un Fondo de Inversión Inmobiliario son aquellos que generen una rentabilidad básica del 12% anual.

Aldesa SAFI actualmente se posiciona en el mercado como la administración que maneja los fondos más diversificados de la industria y como uno de los más confiables.

Los Fondos de Desarrollo surgen en mayo del 2006. Este tipo de fondos pueden desarrollar diferentes tipos de proyecto, ya sea comercial, habitacional, de oficinas, industrial, turístico entre otros. Una vez terminado lo vende, recuperando así la inversión y obtiene un margen de ganancia. También este fondo puede optar por adquirir el inmueble y arrendarlo.

Es una figura muy reciente, por lo que los grandes desarrollos inmobiliarios que ha realizado Aldesa son con inversión privada, las cuales no son reguladas como las inversiones públicas. Estos desarrollos una vez terminados, sus locales se ponen en venta y es aquí en donde tanto los Fondos Inmobiliarios de Aldesa, como los de las otras SAFIs han adquirido inmuebles en centros comerciales como Plaza Mayor, Terramall, Interplaza, desarrollos residenciales y de bodegas.

Aldesa tiene poca experiencia en los Fondos de Desarrollo Inmobiliario pues actualmente apenas están tramitando en Sugeval un fondo de este tipo y están a la espera de la aprobación. La concepción de este tipo de fondos es desarrollar los proyectos desde la compra del terreno, sin dejar de lado la opción de los proyectos que les presenten otras empresas o individuos para financiar (Desarrolladores). Esta concepción puede ser diferente a las demás SAFIs, porque Aldesa es la única administradora de fondos de desarrollo que tiene como parte de su grupo de empresas a una desarrolladora inmobiliaria, permitiéndoles analizar los proyectos desde la adquisición de las tierras y contar con experiencia en el campo de desarrollo inmobiliario.

Los inmuebles ideales para ser adquiridos por un Fondo Inmobiliario de Desarrollo son aquellos que generen la rentabilidad deseada por el fondo. No hay una preferencia definida, para cada proyecto se realiza un estudio de mercado y rentabilidad. Este estudio es el que define si la inversión se considera

óptima de acuerdo con las pretensiones de Aldesa Safi y las expectativas del fondo.

Para ambos fondos Aldesa Safi realiza un estudio a profundidad de quién es el inversionista, analizando mucho el tema del lavado de dólares y ley de sicotrópicos entre otros.

Actualmente los Fondos de Inversión Inmobiliarios son los que están pagando la mejor rentabilidad en el mercado en comparación con los demás fondos o instrumentos de inversión existentes. Los Fondos Inmobiliarios rentan en promedio un 9%, mientras que otros productos retribuyen entre un 3% y 5% aproximadamente. Esto ha propiciado que los inversionistas se interesen más por participar en los Fondo inmobiliarios, por ejemplo Aldesa tiene una fila de inversionistas interesados en invertir en FII por una suma aproximada de treinta y cinco millones de dólares, es decir, que esta SAFI hubiera podido adquirir inmuebles por treinta y cinco millones de dólares, si hubieran existido disponibilidad para compra, pero no se han presentado estas opciones. Lo anterior se ha dado sin hacer publicidad, simplemente es consecuencia de la reputación y rendimiento de los fondos inmobiliarios. Hay que tener claro que esto es una coyuntura que se está presentando hoy y que en cualquier momento podría variar.

Desde el punto de vista de compra de inmuebles por parte de los Fondos de inversión inmobiliaria, esta es una labor que prácticamente no demanda tiempo ni costos, porque en la mayoría de los casos los Desarrolladores son los que llegan a las SAFIs a vender sus proyectos, incluso antes de que estén terminados, para asegurar su venta.

Aldesa SAFI está modificando su estrategia mercadológica, teniendo más presencia en los medios publicitarios como la Nación, La República y El Financiero, con la idea de buscar un mejor posicionamiento en la mente del inversor y así ampliar la familia de inversionistas que actualmente tienen y tratando de atraer inversionistas de otras SAFIs o bancos. La idea es promocionar los mejores productos que poseen, entre ellos los Fondos Inmobiliarios.

En las últimas semanas varias SAFIs están inscribiendo Fondos de Desarrollo, pese a que no posean proyectos concreto, con el propósito de tenerlos listos y en el momento que les aparezca un desarrollo tener el fondo disponible. Lo anterior se debe a que el proceso en Sugeval es bastante lento, para aprobar un fondo tardan aproximadamente seis meses. En cambio con un fondo inscrito lo que se debe hacer es un ademum al fondo, cuya aprobación tarda entre quince y treinta días.

Actualmente existe mucha demanda para comprar participaciones en los Fondos de Desarrollo y también para financiar proyectos. Una de las principales razones por las que se da esta demanda, es por el régimen fiscal privilegiado que ofrecen estos fondos.

Una característica importante en los Fondos inmobiliarios es que históricamente han generado una rentabilidad alta y atractiva para los inversionistas, logrando así una buena aceptación en el mercado.

La cartera de clientes de Aldesa SAFI para los Fondos inmobiliarios está conformada en su mayoría por personas físicas, sin embargo las operadoras de pensiones son un cliente importante dentro de su cartera. Se prevé que en el futuro las operadoras tengan mayor presencia en los fondos, modificando

posiblemente la composición actual de la cartera, puesto que las inversiones de las operadoras son más grandes que la de las personas físicas.

Los fondos inmobiliarios han entrado a acelerar el proceso de recuperación de la inversión para las empresas desarrolladoras, porque han activado el giro de su negocio y han disminuido su riesgo. Antes de que existieran los FII, para un desarrollador el proceso de comercialización y venta era más lento y costoso. Una vez que los FII entraron en vigencia y se empezaron a popularizar, muchos proyectos se empezaron a colocar antes de estar terminados o el proceso de venta se redujo considerablemente, porque los Fondos Inmobiliarios pactan o negocian su venta antes de que se termine o una vez terminado compran gran parte o la totalidad del desarrollo en poco tiempo.

En Costa Rica los Fondos Inmobiliarios se han inclinado por adquirir locales comerciales, oficentros, bodegas en las que también se incluyen zonas francas y algunos edificios corporativos. Se denomina edificios corporativos a los inmuebles que los venden grandes empresas dueñas de sus propias instalaciones, que optan por vender el inmueble, obtener el dinero para inversiones propias de su negocio y seguir arrendando el edificio al fondo inmobiliario que se lo vendieron.

Actualmente ningún Fondo inmobiliario ha invertido en vivienda. Este sector no es atractivo para este tipo de fondo, porque la tasa para alquilar una vivienda es más baja que la que se usa en la industria, a nivel comercial o corporativo, por lo que no podrían cumplir con las expectativas de los inversionistas. Además del riesgo reputacional, que implica el tipo de inquilino, por ejemplo, el tener que desahuciar de la vivienda a una familia por morosidad excesiva, no sería bien visto a nivel social.

Existe una alta probabilidad de que al igual que los Fondos inmobiliarios, los Fondos de Desarrollo tengan una muy buena aceptación en el mercado. Pero se debe tener claro que el tipo de inversionista para este nuevo fondo es diferente al del inmobiliario. Por ejemplo, cada participación en un Fondo de Desarrollo tiene un valor de cincuenta mil dólares mientras que en un Fondo inmobiliario cada participación tiene un valor de mil dólares.

Los potenciales clientes de los Fondos de desarrollo son los inversionistas institucionales, es decir, inversionistas (personas físicas o jurídicas) que tenga un capital caudaloso que les permita sin ningún problema realizar inversiones de al menos cincuenta mil dólares. Dentro de este perfil de clientes se visualiza como ideal las Operadoras de pensiones.

Por la efervescencia que hoy día está presentando el sector turístico, los Fondos de Desarrollo se presentan como una opción viable para financiar parte o totalmente algunos de los proyectos de este sector. En este sector el mercado de los Fondos de desarrollo estaría dirigido a financiar proyectos compuestos por inversionistas pequeños, que poseen un terreno o que quieran realizar un proyecto de esta índole y que necesiten financiamiento.

Los fondos de desarrollo también pueden participar como coinversionista de un megaproyecto, sin embargo, para que esta opción sea rentable para los participantes del fondo, la rentabilidad que se obtenga en esta coinversión deber ser lo suficientemente alta como para que contrarreste los costos adicionales que le genera al fondo el ser coinversor, principalmente en materia de impuestos. Otra razón para que un fondo participe como coinversor de un proyecto, es que desde el punto de vista estratégico les convenga.

Es posible que una vez saturado el tipo de inmuebles que comúnmente son comprobados por FII y que posiblemente coincida con el sector inmobiliario que inicialmente vayan a ser financiados por Fondos de desarrollo, se empiece a financiar en otros sectores como turismos, desarrollos habitacionales e infraestructura pública.

Los Fondos de inversión inmobiliaria han crecido de forma acelerada, encontrándose hoy día en el punto de madurez. Se puede predecir que para el próximo año llegue a un punto de inflexión, esto se evidencia porque cada vez hay menos inmuebles idóneos para la compra por medio de un Fondo Inmobiliario.

Una opción que puede propiciar que los Fondos Inmobiliarios continúen creciendo, es que los Fondos de Desarrollo empiecen a pasar sus desarrollos a Fondos Inmobiliarios, sin embargo entre un fondo y otro hay un traslape importante, pues un desarrollo puede durar 3 años o mucho más, lo que implica un crecimiento más lento.

Los Fondos de desarrollo se encuentran en una etapa insipiente, apenas se están empezando a inscribir. La mayoría de SAFIs van a tener que pasar por una etapa de aprendizaje en el desarrollo de proyectos. En este caso Aldesa SAFI tiene una ventaja importante porque desde ya hace tiempo viene desarrollando proyectos inmobiliarios a través de su desarrolladora.

Los Fondos de desarrollo deben inclinarse hacia la diversificación de su cartera de desarrollos para minimizar el riesgo de ventas poco rentables.

Aldesa SAFI estima que con la aprobación del TLC se aumente la necesidad de inmuebles para industria y oficinas, por lo que están implementado estrategias para captar este mercado.



También se visualiza los proyectos de concesión pública como una buena opción de inversión, siempre y cuando esté lista y clara la Ley de concesión de obra pública.

Dentro de la etapa insipiente en la que se encuentran estos fondos, juega un papel importante los resultados que empiecen a generar los primeros Fondos de Desarrollo, de manera que si a alguno le va mal, esto puede crear una imagen negativa en los inversionistas y desarrolladores, incidiendo negativamente en los Fondos de desarrollo.

Pero si los primeros Fondos de Desarrollo son exitosos, lo ideal es que en Costa Rica se de el mismo proceso que se presentó en Chile, que una vez que los Fondos Inmobiliarios llegaron a una etapa de madurez, los siguieron los Fondos de Desarrollo con un crecimiento acelerado.

Los Fondos de desarrollo le generan un enorme beneficio al país al brindar una nueva y atractiva opción de financiamiento para proyectos inmobiliarios, desarrollo de infraestructura pública y privada y consecuentemente potenciado el desarrollo del país.

La opción que genera la Ley de iniciativa privada abre una posibilidad más en la que pueden participar los Fondos de Desarrollo, al financiar las iniciativas que eventualmente presente las empresas desarrolladoras o incluso como iniciativa del propio Fondo.

Entre las principales ventajas que presentan los Fondos de inversión inmobiliaria se encuentran:

- Generan una alta rentabilidad: siempre han presentado una buena rentabilidad, la cual se ha potenciado con las condiciones que presentan los demás productos financieros en la actualidad.
- Preferencia por parte de los inversionistas: Este tipo de fondos prácticamente se venden solos, incluso existen inversionistas en espera para poder participar en algún fondo.

La versatilidad del inmueble es un aspecto que se puede presentar como una ventaja si el inmueble lo contempla, al ser un inmueble que podría ser útil a muchos inquilinos. Pero si el inmueble es poco versátil o del todo no lo es, se convierte en un gran problema para lograr su rápida ocupación, porque los inquilinos no van a estar dispuestos a pagar especificaciones particulares o de alto costo que para ellos no son necesarias.

El potencial de un fondo de desarrollo se sustenta en el régimen privilegiado que posee en lo que se refiere a tributación de impuestos. Este fondo paga un impuesto único y definitivo sobre la renta o ganancia de capital de un 5%. Mientras que una sociedad debe pagar el 30% sobre el impuesto de renta. Esto viene a generar que un desarrollador o grandes inversionistas aunque no requieran ser fondeados, prefieran utilizar un fondo de desarrollo para realizar y financiar sus proyectos, en lugar de hacerlo endeudando su empresa y teniendo que tributar como tal, utilizando el escudo fiscal que le genera el fondo. Lo anterior se puede ejemplificar de la siguiente manera:

### Cuadro N° 13

Escudo fiscal generado por un Fondo de Desarrollo Inmobiliario

	<b>Empresa (Impuesto 30%)</b>	<b>Fondo de Desarrollo Inmobiliario (Impuesto 5%)</b>
Ingresos	100	100
(-)Costo	60	60
= UAI	40	40
(-)Impuesto sobre renta	12	2
= UDI	28	38

Fuente: Elaboración propia con base en la información aportada por el entrevistado

Por lo tanto, la cartera de clientes que se pueden interesar en el financiamiento de proyectos por medio de Fondos de Desarrollo puede verse beneficiada por estas condiciones. Siempre y cuando no varíen las condiciones fiscales antes mencionadas.

En este caso lo que posiblemente sucederá es que la persona física o jurídica interesada en desarrollar por medio de un fondo de desarrollo, prefiera comprar la mayor parte de participaciones de un Fondo de desarrollo determinado y utilizar ese mismo dinero para financiar su proyecto. La ley exige que el fondo tenga un mínimo de inversionistas, en este caso particular, habría un inversionista mayoritario y los demás socios con una pequeña participación. Consecuentemente la SAFI no tendría mayor necesidad de estar captando inversionistas para ese fondo.

La desventaja que presenta la opción comentada en el párrafo anterior, es que al inversionista no le interese la idea de que la inversión sea tratada como pública al ser un Fondo regulado y no como una inversión privada, donde no existe una regularidad tal y como se da en los fondos.

Otra ventaja tanto para los Fondos Inmobiliarios como para los Fondos de Desarrollo es que tienen la posibilidad de internacionalizarse, pudiendo comprar o invertir en el extranjero.

Los Fondos de Desarrollos inmobiliarios son más riesgosos que los Fondos Inmobiliarios. Este riesgo se trata de minimizar con la valoración de riesgo que por ley deben de tener todos los Fondos y que realiza una empresa especialista en el tema de riesgo, contratada por la SAFI.

No se recomienda poner todos los huevos en la misma canasta, esto se considera riesgoso, por lo tanto, a pesar de que las condiciones financieras en la actualidad han generado que los Fondos inmobiliarios y posiblemente también los Fondos de Desarrollo sean altamente rentables, no es aconsejable que un inversionista ponga todo su capital en este tipo de fondos, dado que las condiciones pueden cambiar en cualquier momento, pudiéndole generar una rentabilidad menor.

En la actualidad los Fondos de desarrollo también presentan un riesgo asociado a la etapa de aprendizaje, que implica la contratación y seguimiento de desarrollo de proyectos.

El riesgo de mayor atención es el mercado al que se dirige el inmueble y su ubicación. Por lo que es fundamental hacer un estudio de mercado antes de tomar la decisión de ingresar en el proyecto.

Dentro de los factores externos que pueden afectar este tipo de inversiones, se pueden mencionar; recesión en Estados Unidos y eventos que sucedan en países con los que Costa Rica tiene una amplia relación comercial.

Los Fondos de desarrollo representan una opción de financiamiento para proyectos turísticos que son desarrollados por inversionistas o terratenientes que no poseen capitales acaudalados y que tienen la necesidad de acudir a este tipo de fondo para finalizar su proyecto en zonas turísticas, o para asociarse al fondo y desarrollar el proyecto en forma conjunta. Un ejemplo de este tipo de proyectos es Tamarindo Heights.

Un aspecto importante es que todo proyecto antes de ser aprobado por Aldesa SAFI debe contener un estudio de viabilidad. Aunque no tenga la tramitología completa, si debe tener al menos estudio de suelos, estudio de aguas, concesiones existentes, impacto ambiental y demás estudios que permitan determinar la viabilidad del proyecto. Por lo que antes de invertir en proyectos como del tipo de Tamarindo Heights, esta SAFI ya ha realizado un análisis profundo de las condiciones que presenta el mismo.

Aldesa SAFI ha realizado estudios de mercado en la zona de Guanacaste, lo que les ha permitido ver a este sector como una buena opción de inversión. Sin embargo, el Fondo de Desarrollo siempre con la premisa de no poner todos los huevos en una misma canasta, estima que tendrían como máximo dos fondos de este tipo en el sector turismo. Principalmente, pensando en que una de los principales clientes de los FDI serían las operadoras de pensiones y que éstas no estarían dispuestas a invertir mucho dinero en un solo sector, además de las regulaciones que ya tiene por ley en el tema de concentración de inversiones.

Es posible que para finales de este año, Aldesa SAFI tenga ya aprobado su primer Fondo de Desarrollo, con el cual se espera fondear parte de un proyecto turístico, en este caso el fondo participará como coinversionista. Esta decisión de inversión se tomó después de haber realizado un análisis profundo y exhaustivo de ese desarrollo turístico.

Los Fondos de Desarrollo al ir creciendo y generando más proyectos, van ir propiciando la generación de empleos, lo que tiene un impacto social y económico de gran importancia, principalmente en las zonas en que se generen los proyectos.

Entre los países a la vanguardia en el uso de Fondos inmobiliarios y Fondos de desarrollo se encuentra a nivel Latinoamericano a Chile, como el país que más ha impulsado este tipo de fondos.

### *1.2. Entrevistado B*

Los Fondos Inmobiliarios surgen del principio democrático de participación donde un inversionista pequeño puede tener acceso a proyectos de gran envergadura. La entidad regulatoria de este tipo de fondos es la SUGIVAL, uno de los principales requisitos para adquirir un inmueble es que este se encuentre totalmente terminado.

Un prospecto bien estructurado es indispensable cuando se elige una inversión y debe ser adaptado a las características del fondo.

Dentro de las políticas de Improsa SAFI se encuentra financiar un mínimo de un 35% del inmueble, sin embargo algunos fondos deciden no apalancarse para

que el monto de la comisión no se reduzca, lo anterior se puede ejemplificar de la siguiente forma:

Valor de los activos:	100
Valor apalancado:	35
Valor neto administrado:	65
Comisión 2% (65 x 0.02) =	1,3

Por lo tanto si se disminuye el apalancamiento, aumenta la comisión, que para esta SAFI es de un 2%. En donde el principal objetivo es lograr el equilibrio entre apalancamiento y rentabilidad, además de incorporar inmuebles de varias categorías dentro de su cartera de inversión.

Improsa SAFI hoy día se posiciona con el Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar como el fondo más grande del país y como uno de los que genera mayor rentabilidad.

A partir de mayo del 2006 se hace una modificación del Reglamento de Fondos de Inversión Inmobiliaria incorporando los Fondos de Desarrollo Inmobiliario, este hecho amplía las opciones para el inversionista en el mercado bursátil.

La versatilidad del Fondo de Desarrollo Inmobiliario, permite que la inversión se pueda realizar en cualquier fase del desarrollo del proyecto, incluso desde la adquisición de las tierras. Improsa SAFI como política sólo adquiere terrenos con el proceso de tramitología completo o estratégicos. Esta SAFI define un terreno estratégico al que posea propiedades vecinas ya desarrolladas.

Improsa SAFI es la primera Sociedad de Fondos de Inversión en Costa Rica que coloca un Fondo de Desarrollo Inmobiliario. Este Fondo de Desarrollo está iniciando un proyecto; denominado Multipark, localizado en Escazú y destinado a locales comerciales y oficinas.

La ley contiene una serie de requisitos para los inversionistas de un Fondo de Desarrollo Inmobiliario, dentro de las principales se encuentran, poseer un patrimonio mínimo de un millón de dólares neto (independiente a sus necesidades de subsistencia) y que califique como un inversionista sofisticado. Además, pueden participar personas físicas, jurídicas, nacionales o extranjeras. Considerando a las operadoras de pensiones como un cliente importante. La cartera de Improsa SAFI esta compuesta mayoritariamente por personas físicas nacionales.

Para ambos fondos Improsa SAFI evalúa exhaustivamente el perfil del inversionista, dando principal atención al cumplimiento de legitimación de capitales, además de lo contenido en la ley.

El desarrollador juega un papel relevante en la colocación de este tipo de fondos, porque estas empresas son las que generalmente llegan a las SAFIs a ofrecer la venta de sus proyectos (FII) o a buscar financiamiento para sus desarrollos (FDI). Logrando así una rápida colocación de las inversiones e impulsando el desarrollo inmobiliario en el país.

La aceptación de este tipo de fondos tiene una trascendencia a temas culturales dado que en el mercado nacional los inversionistas se identifican con inversiones en activos tangibles y en especial en bienes raíces, además la poca profundidad del mercado financiero ha propiciado el crecimiento de estos productos.



El proceso mercadológico se basa en referencias de inversionistas del fondo, nuevos clientes en busca de información y publicidad en la prensa nacional principalmente en el periódico “El Financiero”. Esta SAFI está posicionado en el mercado como el fondo más grande y más rentable.

Actualmente, el Fondo Inmobiliario presenta una de las opciones de mayor rentabilidad en el mercado costarricense. Contrario a la teoría; de a mayor riesgo mayor rentabilidad, también constituye una inversión más segura que los demás productos financieros existentes. Estas dos características han propiciado que mayor número de inversionistas se interesen en colocar su dinero en este tipo de fondos. Consecuentemente las SAFIs no tienen la necesidad de buscar o mercadear en gran escala este tipo de producto, porque son los inversionistas quienes por su propia cuenta se interesan en ellos.

Dentro de los principales riesgos que implica la inversión en un Fondo Inmobiliario se encuentran:

Ubicación geográfica: variación de las condiciones de la localización del inmueble.

- Desocupación: retiro de los inquilinos y el tiempo que se tarde para poder alquilar nuevamente el inmueble. Este riesgo se potencia en los casos en que el inmueble cuente con un solo inquilino.
- Morosidad de los inquilinos: El atraso de la cancelación de las rentas implica un grave problema en los flujos de efectivo del fondo, principalmente para cubrir los costos fijos.
- Actividad del inmueble: Para contra restar el riesgo de tener inmuebles con un solo fin, se debe diversificar el tipo de inmuebles e inquilinos. (No colocar todos los huevos en una sola canasta).

Para Improsa SAFI la diversificación de la cartera del fondo minimiza el riesgo.

Entre las principales ventajas del Fondo Inmobiliario se puede mencionar:

La plusvalía: Lo más usual en Costa Rica es que las propiedades incrementen su valor a través del tiempo. Cada año el valor de las propiedades debe ser valorado por un perito.

El respaldo de la inversión: El Fondo Inmobiliario cuenta con un activo tangible, que representa un activo fijo para el grupo de inversionistas.

La rentabilidad que ofrece el fondo: está dentro de las inversiones que ofrecen una mayor rentabilidad a nivel nacional.

El Fondo de Inversión Inmobiliaria constituye un motor de crecimiento para el desarrollo inmobiliario.

A pesar de que los Fondos de Desarrollo Inmobiliario es un producto financiero relativamente nuevo en el mercado bursátil, ha tenido una excelente aceptación por parte de los inversionistas. Lo anterior se respalda en la primera emisión de participaciones que realizó Improsa SAFI del primer Fondo de Desarrollo que se ha inscrito en el país, en la que logró colocar en dos días la totalidad de la emisión, incluso quedando inversionistas interesados en adquirir más participaciones.

El Fondo de Desarrollo actual ofrece un rendimiento (26%) proyectado, mayor al ofrecido por los Fondos Inmobiliarios existentes, convirtiéndolo en una opción atractiva para el inversionista.

Este tipo de Fondos tienen un mayor riesgo que los Fondos Inmobiliarios, puesto que asumen todo el desarrollo del proyecto incluyendo costos y modificaciones que se puedan suscitar durante el proceso. Además, del proceso de comercialización y venta del inmueble.

Eventualmente un aumento en los costos de desarrollo se podría compensar con el efecto de la plusvalía en el momento de la venta del inmueble. Sin embargo, es un factor que puede variar dependiendo de las condiciones de la negociación y venta.

En el mediano plazo Improsa SAFI considera una potencial opción financiar proyectos turísticos mediante Fondos de Inversión, principalmente porque la zona metropolitana está alcanzando un punto de saturación y el sector costero del país (Chorotega Norte y Pacífico Central) se ha convertido en una atractiva opción de inversión. No descartan la opción de comprar proyectos turísticos con Fondos Inmobiliarios.

Los proyectos hoteleros poseen una particularidad que los diferencian de proyectos de oficinas o locales comerciales. Al presentarse tres figuras dentro de la dinámica del negocio:

- El Inmueble: activo tangible.
- El operador del inmueble: cadena hotelera u hotelero.
- Dueño: acreedor del inmueble.
- Arrendamiento – dueño: rentas en función de la ocupación del proyecto.

De la combinación de estos elementos surge el concepto de renta variable, la cual dependerá directamente de la afluencia de turistas y la época del año (temporada alta o baja).

Los países latinoamericanos vanguardistas en estos productos financieros se encuentran Chile y Costa Rica, a nivel mundial Estados Unidos los REIT's han sobrepasado el concepto de concesión pública.

La opción de invertir en otro tipo de inmueble como obras públicas e inmuebles en el extranjero es una buena opción para la diversificación de la cartera. En cuanto a obras públicas el ideal es esperar a que la ley sea concisa a nivel nacional. Internacionalmente se está abriendo un fondo en Panamá.

Eventos internacionales pueden afectar en alguna medida estos fondos, por ejemplo la reciente crisis hipotecario presentada en Estados Unidos, dependiendo de la reacción de las autoridades financieras de ese país, puede afectar al especulador de las "Second Home" en nuestro país, y por tanto se podría ver disminuida la demanda en el sector turístico.

En el aspecto turístico Costa Rica presenta un atractivo al ser un destino de moda y estable políticamente, ocasionando un enriquecimiento de la infraestructura turística y generando una necesidad de mejora de la infraestructura pública. Nuestro vecino cercano Panamá se está convirtiendo en un destino con un desarrollo logístico importante, potencial competencia como atractivo turístico para nuestro país.

### *1.3. Entrevistado C*

El flujo del Fondo inmobiliario proviene de las rentas de los inmuebles. Las valoraciones de los inmuebles que integren un Fondo inmobiliario, la hacen dos peritos; un perito financiero y otro técnico (ingeniero civil), De las dos valoraciones se escoge la menor para valorar el inmueble. La Sugeval exige que estos fondos sean ofrecidos a través de oferta pública.

Interbolsa es la sociedad administradora que maneja el mayor volumen de fondos inmobiliarios en el país. Improsa SAFI posee cuatro Fondos inmobiliarios y manejan alrededor de ciento cincuenta millones de dólares.

A manera de estrategia, no se recibe dinero de los inversionistas para el fondo, hasta que se tenga definido la compra de los inmuebles. Lo anterior es para evitar que los inversionistas pasen un tiempo sin recibir flujos por sus inversiones. Primero se negocia la compra y luego se capta el dinero.

Interbolsa actualmente no posee Fondos de desarrollo inmobiliario. Esta es una opción nueva que se está empezando a presentar en el mercado, que implica el financiamiento de desarrollos inmobiliarios.

Actualmente los Fondos Inmobiliarios son el tipo de inversión que genera mayor rentabilidad en el mercado nacional, dado la baja en los intereses de los demás productos financieros.

Además, el mercado nacional está presentando mucho dinero para invertir pero pocas opciones de inversión. Por otra parte el principal emisor de títulos valores; el gobierno, cada vez está emitiendo menos títulos y a rendimientos muy por debajo de la tasa de inflación. Estas condiciones junto con la mejora en la

situación económica que presenta nuestro país, han propiciado el auge de los Fondos Inmobiliarios en Costa Rica.

Por el auge de los centros comerciales, se ha generado una alta oferta de locales para alquilar, ocasionando una baja en el precio del alquiler que se puede cobrar por el inmueble. Esto puede generar que en el futuro se vea la posibilidad de explorar opciones fuera del país, donde no exista tanta oferta de inmuebles para renta.

Las condiciones de las que goza los fondos inmobiliarios y las que posiblemente van a disfrutar también los Fondos de Desarrollo, se pueden ver afectadas por cambios en la escala tributaria (impuesto sobre los alquileres o sobre los flujos que se entregan a los inversionistas).

Los Fondos inmobiliarios empezaron a crecer hace diez años aproximadamente y probablemente lo que los hizo crecer aceleradamente fueron la popularización de Centros Comerciales tipo "Mall". Esta situación generó una especialización en el alquiler de locales comerciales, actividad principal de los FII.

Los Fondos inmobiliarios han tenido una aceptación importante en el mercado costarricense, constituyéndose en uno de los Fondos más atractivos de inversión que se ofrecen en el país.

El tipo de inversionista de un Fondo Inmobiliario en su mayoría son nacionales y existen en el fondo tanto personas físicas como jurídicas.

Interbolsa SAFI para seleccionar los inversionistas, les aplican un cuestionario para determinar su perfil y así decidir la apertura de su cuenta.

La idea de Interbolsa SAFI siempre ha sido diversificar la cartera, adquirir bienes inmuebles con inquilinos que provengan de diversos sectores de la industria. Hoy en día tienen oficinas, centros comerciales, inquilinos del sector financiero, bodegas, restaurantes como las cadenas de Rostipollos y Burger King, Supermercado Yaohan, entre otros.

La visión de Interbolsa SAFI con los Fondos inmobiliarios es trasladarse de la zona metropolitana a lugares como Liberia y Pérez Zeledón. Y en algún momento llegar a invertir fuera del país, principalmente en países Centroamericanos, el impedimento aquí son los impuestos de cada país.

Desde el punto de vista de mercadeo, los FII son muy ventajosos pues prácticamente se venden solos. Por lo tanto, no ha surgido la necesidad de tocarles la puerta a las operadoras de pensiones, sin embargo, es un cliente atractivo para este tipo de inversión.

Estos fondos son de oferta pública, lo que implica la publicación en medios de información masiva y propaganda para informar a los inversionistas de los fondos disponibles. En general Interbolsa atrae a los inversionistas por medio de publicidad y de referencia de otros inversionistas.

Los Fondos de Inversión Inmobiliaria se encuentran en una etapa de crecimiento, llegando al punto máximo de crecimiento en la industria. En este caso ya se superó la etapa de aprendizaje tanto para los inversionistas como para las SAFIs

Los FDI apenas están iniciando la curva de crecimiento, encontrándose en la etapa de aprendizaje.

De acuerdo al crecimiento del mercado y al saturamiento actual en Centros comerciales por parte de los Fondos inmobiliarios, indica que los Fondos de Desarrollo inicialmente se inclinaría a oficinas tipo Procter & Gamble. En el futuro es posible que los Fondos de Desarrollo financien obra pública, vivienda, y desarrollos turísticos.

Por el momento Interbolsa no tiene planes de inscripción de Fondos de Desarrollo, considerando que aún tienen mucho trecho por recorrer en los Fondos inmobiliarios.

Dentro de las ventajas que presentan para el inversionista el Fondo Inmobiliario, se encuentra la seguridad de rentas fijas por los alquileres que se cobran y distribuyen en este tipo de fondo. Estos flujos representan entre un 7% y 8% sobre la inversión realizada.

Además, los FII son más estables que los otros tipos de Fondos de inversión financiera. Esto se puede constatar en el último año donde los Fondos financieros o Títulos valores han tendido a la baja de forma considerable, mientras que los Fondos inmobiliarios se han mantenido estables

De acuerdo a la ley los Fondos inmobiliarios se deben valorar anualmente, esto por lo general aumenta el valor del mismo, sin embargo, de acuerdo a las condiciones del inmueble y del sector en el que se encuentre, esta valoración podría bajar el precio y consecuentemente bajar el valor de la participación del inversionista. Por tanto, si el inmueble aumenta de valor, la participación del



inversionista también aumenta, y si disminuye de valor, también lo hará la participación.

Desde el punto de vista de Riesgo el Fondo Inmobiliario presenta dos principales riesgos:

- Desocupación: Comprar inmuebles que cueste mucho alquilarlos o que del todo no se alquile. También que los inquilinos desocupen el inmueble y consecuentemente bajen los flujos que genera el fondo.
- Morosidad: Inquilinos que no paguen, situación que se reflejaría directamente en los flujos que genera el fondo.

Estos dos riesgos también se pueden presentar en un Fondo de Desarrollo en el caso en el que se decida dejarse el fondo para alquilarlo en lugar de venderlo.

El Fondo de desarrollo también presentan los riesgos que genera el proceso de desarrollo y venta del inmueble.

El tipo de inversionista que invierte en un Fondo de Desarrollo es un inversionista sofisticado, lo que representa una ventaja desde el punto de vista de análisis y decisión de compra de participaciones.

Una desventaja que presenta el Fondo de Desarrollo, es que es a largo plazo. El inversionista compra sus participaciones, pero tiene que esperar dependiendo del caso, que incluso se adquiera el terreno, se realicen los trámites legales, se construya el inmueble y se venda, para así poder recibir la rentabilidad de su inversión. Puede pasar un año o más que no van a recibir flujos.

La rentabilidad y seguridad de los FI y FDI no dependen en sí del inmueble sino de la Administración del mismo, es decir, el papel que juega la SAFI en este tipo de inversión es fundamental para la rentabilidad y el riesgo que pueda generar la operación. Por lo tanto, no se puede definir como un tipo de inmueble como más riesgoso que otros, sino lo que se puede definir como riesgoso o segura, es la gestión de la SAFI.

Los proyectos turísticos se han venido financiando en forma privada y en los últimos años se ha dado un aumento de inversionistas extranjeros en este sector. Por la afluencia de capitales que existe actualmente, es probable que se siga generando esta tendencia.

Los Fondos de desarrollo podrían ser una opción de financiamiento, pero al ser tan nuevos no representan una opción de peso.

Un proyecto turístico ideal lo definen la Administración, el área geográfica donde se va a desarrollar y el mercado meta.

Un Fondo de desarrollo podría financiar cualquier proyecto, incluso los turísticos, siempre y cuando se hagan los estudios necesarios para determinar las condiciones de riesgo y rentabilidad y en función de ellas tomar la decisión correcta.

El desarrollo inmobiliario ha contribuido en el crecimiento económico del país, propiciando empleo y un valor agregado a la industria en el sentido de que se generan negocios que dan más valor a los bienes raíces.

Además, de la generación de riqueza que implican este tipo de desarrollos, no solamente para los que se involucran directamente en ellos, sino también por los empleos indirectos, servicios y bienes que se crean a raíz de estos negocios.

Los mayores beneficiarios en este tipo de proyectos son los inversionistas que dan sus aportes para el financiamiento y las personas que van a disfrutar del desarrollo una vez concluido.

Los Fondos de desarrollo también genera beneficios al Estado, al generarle la posibilidad de disminuir su deuda pública, al financiar sus proyectos a través de financiamientos privados, estimulando a la vez la inversión y el ahorro, siendo éstas premisas de gran importancia en el desarrollo económico de un país.

Cualquier SAFI puede desarrollar proyectos a través de oferta privada, integrando inversionistas para el financiamiento de alguna obra determinada, que una vez terminada puede adquirir un Fondo Inmobiliario. Sin embargo, no es una opción que Interbolsa SAFI haya explotado hasta el momento.

Un hecho relevante que se dio en el 2006 en materia de Fondos Inmobiliarios, fue el traspaso de uno de los primeros Fondos Inmobiliarios constituido en el país (el FIO1), que pasó de la administración del Banco Nacional a la administración de Interbolsa SAFI.

Los países que están a la vanguardia en los Fondos Inmobiliarios y Fondos de desarrollo son a nivel Centroamericano, Costa Rica, y a nivel Latinoamericano Chile.

#### 1.4. Entrevistado D

Un fondo inmobiliario compra activos o inmuebles ya finalizados que están alquilados.

Hay tres tipos de inmueble que por políticas del fondo se compran: bodegas, locales y oficentros. No es factible adquirir inmuebles habitacionales (casas y apartamentos) porque se necesita una especial atención al mantenimiento de este tipo de inmuebles y los inquilinos no pueden hacer contratos largos que es fundamental, además de la dificultad que significaría tener muchos inquilinos en un solo edificio.

El financiamiento de proyectos no se puede generalizar, depende del fondo y el prospecto que se definió para el mismo para determinar la mejor forma de financiamiento de los inmuebles

El riesgo del Fondo de Inversión Inmobiliaria se puede controlar teniendo buenos inquilinos y alquileres, con contratos y garantías a largo plazo.

Los cambios en la participación se dan por las revaloraciones de los activos. Puede ser para arriba o para abajo dependiendo de las mejoras que tenga el edificio (avalúo técnico) y la valoración que tenga en el mercado (avalúo financiero).

El comportamiento del rendimiento de los fondos de inversión se puede decir que todos están muy parecidos, ya que están centrados en mercados e inversionistas similares. La empresa Acobo es muy conservadora en sus inversiones. El Fondo de Inversión Vista anda por el 8% aproximadamente, eso

se debe al tipo de inversiones realiza. La variación en el rendimiento depende básicamente del servicio que la SAFI de al inversionista.

Se puede decir que los fondos inmobiliarios se han focalizado en Comercio y Oficinas, debido a que el mercado inmobiliario se ha movido en ese sentido, la industria a invertir depende de lo que demande el mercado.

La SAFI tiene políticas para escoger proyectos inmobiliarios en los que invertirá: La primera consiste en valorar los flujos de caja a valor presente y la segunda es un peritaje realizado por un conocedor del tema de construcción e inmobiliario. Antes de comprar un inmueble se hacen los peritajes y se presentan a la SUGEVAL y ésta se escoge el precio más bajo para la valoración del inmueble, y todo lo previsto por la ley. Cuando se hacen revaloraciones de los inmuebles los peritos entregan su informe a la SUGEVAL para que determine el nuevo precio del bien y la SAFI se entera el mismo día que se sale al mercado esta información.

En un Fondo de Inversión Inmobiliario hay de todo tipo de inversionistas extranjeros (Acobo tiene participaciones colocadas en Panamá) y nacionales, también hay personas físicas y jurídicas, depende de la visión del inversionista. Por parte de las operadoras de pensiones hay participación reducida tienen un porcentaje de su cartera, son un cliente importante y potencial.

Los clientes se atraen de tres formas, se contactan por medio de visitas, en ferias realizadas por la SUGEVAL ó los clientes recomiendan a nuevos clientes. No es conveniente que cualquier inversionista invierta en sus productos financieros, hay una selección para determinar quien puede invertir, esta selección no se basa no tanto en conocer si tiene o no dinero, si no si cumple algunos requisitos, dentro de la regulaciones está muy especificado el Conozca

a su cliente antes que invierta, además de los requisitos de ley, se necesita conocer más a las personas interesadas porque los corredores de bolsa tienen una responsabilidad penal a la hora de recomendar las inversiones por lo que se debe conocer muy bien al cliente.

Para un fondo de inversión inmobiliaria es más fácil comprar los inmuebles, porque se hace cuando ya está construido y con un alto porcentaje del inmueble alquilado. Por lo que el riesgo está más controlado en ese sentido.

Para los Fondos de Inversión Inmobiliaria un inquilino no puede tener más del 25% de inmueble arrendado. Si el inquilino se va, provocará baja en el rendimiento por la desocupación del inmueble, esto genera más riesgo al fondo. Esto es para proteger el fondo.

Los fondos de desarrollo son para conseguir dinero para financiar el proyecto. Son proyectos que están en planes, no están concretos, por lo que hay un riesgo más latente.

Para elegir los proyectos primero se debe estar seguro de las empresas y personas que están trabajando en el proyecto, se necesita seriedad y responsabilidad para tener un grado de seguridad que el proyecto será llevado con buenos pasos.

ACOBIO ya tiene un Fondo de Desarrollo Inmobiliario inscrito, y están en la etapa de búsqueda de proyectos para invertir.

El inversionista de los fondos de desarrollo inmobiliario es una persona o un grupo que tienen un conocimiento alto de las inversiones y el riesgo no puede ser cualquier inversionista.

Todas las inversiones tienen su riesgo, uno es más controlado que el otro. En el Fondo de Desarrollo Inmobiliario se confía en lo que el desarrollador pueda hacer para que los inversionistas puedan recuperar su inversión. Estas inversiones son a más a largo plazo y que otros fondos de inversión.

Para los Fondos de Desarrollo Inmobiliario es el inversionista debe conocer de riesgo y que ese riesgo implica ganar o perder dinero, y ese tipo de inversionista es una minoría la que hay en el mercado, no todos los inversionistas comunes conocen sobre eso.

Los Fondos de Desarrollo trabajan proyectos como vivienda ó comerciales, el riesgo depende de los socios estratégicos con quién se está trabajando y de la seriedad del desarrollador, por ejemplo la empresa Mapache en la etapa de ejecución de muchos proyectos se quedó sin dinero y no podía terminar los proyectos que se comprometió con sus inversionistas a construir, esto sucedió porque prometieron cosas que no podían cumplir. Por el contrario la zona de Los Sueños es un proyecto genial que construyeron apartamentos de 250 mil dólares y ahora andan alrededor de 1 millón, pero ha sido ordenado.

Los factores externos que pueden afectar el desarrollo son especialmente la situación del país como un todo, por lo que se puede decir que si hay un auge del país habrá auge en el turismo y desarrollo inmobiliario.

El mercado inmobiliario se ha desarrollado mucho en estos últimos años porque el inversionista ya no quiere invertir en el mercado de papel, el país tiene estabilidad económica, política y social por lo que hay confianza para hacer inversiones un poco a largo plazo.

También un aspecto que influyó positivamente al los fondos inmobiliarios fue la crisis de los fondos de inversión en el 2004, porque sirvió para que los inversionistas se dieran cuenta que los títulos del gobierno podían generar pérdidas y el inversionista se hizo más conocedor del mercado y entonces se le comienza a pedir al mercado más opciones de inversión, por lo que los puestos de bolso comienzan a buscar otros productos para el mercado, esa es la razón por la que están en el introduciéndose al mercado los Fondos de Desarrollo Inmobiliario.

De la crisis hipotecaria en Estados Unidos, se puede decir que los fondos hipotecarios son una figura diferente a los fondos inmobiliarios y en el país no se han utilizado tanto. Ya existe una migración importante de inversionistas al mercado norteamericano, se puede decir que hay más afuera que adentro.

Si se puede definir el mercado inmobiliario en etapas de los Fondos de Inversión Inmobiliarios, éstos ya están desarrollados el inversionista promedio ya conoce la figura y se han acostumbrado a buscar este tipo de inversiones. Este es un proceso de años que se conoce el producto muy bien, es adulto. Y los fondos de desarrollo inmobiliario es un niño recién nacido, se necesita incentivar mucho este instrumento en el mercado, para lograr un mayor conocimiento del inversionista.



Los Fondos de Desarrollo Inmobiliario se presentan como una opción atractiva, como no hay apenas están saliendo al mercado los primeros en el país es prematuro decir que etapas faltan, el mercado debe conocerlos un poco más.

Los aspectos que le dan ventaja a este producto es que Costa Rica se encuentra en un momento de estabilidad, con tasas de interés que han bajado, que esto el inversionista lo ve muy mal pero para el país es muy bueno. Eso hace que el inversionista busque opciones de inversión que sean rentables y con un riesgo aceptable para ellos. Uno de los aspectos más importantes es el conocimiento del grupo de profesionales que desarrollarán el proyecto.

La aceptación que han tenido en el país los inversionistas por los Fondos Inmobiliarios es fuera de serie, todos los fondos están en un auge, por eso es que hay mucha gente que está adquiriendo participaciones, el que vende el inmueble quiere obtener una mayor ganancia, que el fondo puede pagarla, reduciendo su rentabilidad, Acobo trata de asegurar que los rendimientos no disminuyan al comprar un inmueble, se tiene un estándar por política de la SAFI.

Los fondos de desarrollo inmobiliarios han tenido aceptación, hay inversionistas que les atrae este tipo de productos pero hay que hacer conciencia que son más de cuidado, no han crecido tanto como los otros; deben estar concientes del riesgo que enfrentan y las posibles consecuencias. El desarrollo de estos fondos depende del tipo de inversionista y el perfil que tiene, si quieren diversificar sus inversiones. Un factor importante es que hay dinero para inversiones, muchas veces lo que no hay son proyectos.

No es recomendable que todos los inversionistas que están en fondos de inversión inmobiliaria se pasen a fondos de desarrollo inmobiliarios, a pesar que se les ofrece una mejor tasa, ésta es una promesa futura de rendimiento y que

conforme el proyecto se realice el rendimiento aumentará, esto es para inversionistas calificados. La administradora del fondo y el inversionista deben conocer muy bien el proyecto y en manos de quién está, el proyecto se le puede ir de las manos al desarrollador hay muchas variables que ponen en riesgo las inversiones. Tiene un alto riesgo, por lo que se busca una mayor rentabilidad.

Los fondos de inversión inmobiliaria tienen la ventaja que pagan un 5% de impuesto y se funcionan en dos direcciones: un momento como bono porque todos los meses paga intereses y cuando vienen las revaloraciones se va a comportar como acciones y se verá la ganancia a la hora de vender la participación.

La principal desventaja estos fondos es el riesgo de desocupación de los inmuebles que hace que los rendimientos puedan bajar, por esto no es bueno tener compañías específicas porque en el momento que se dejen el inmueble, puede disminuir la rentabilidad del fondo ya que costaría volver a arrendar el inmueble. Ésta es la principal causa de pérdida en un fondo inmobiliario, por lo que la sociedad administradora tiene seguros para los inmuebles si se quema el inmueble el INS paga un año de los alquileres para que se pueda reconstruir el edificio.

Los fondos de desarrollo inmobiliario son una operación de alto riesgo y no todas las personas están calificadas para entender este tipo de inversiones. Desde el punto de vista de riesgo la desventaja es la incertidumbre de poder llevar a buen término el proyecto completo.

Un fondo de desarrollo para proyectos turísticos es una buena opción pero hay que ver cual es el proyecto, y desarrollador, éstos son los principales factores que se evalúan cuando se piensa hacer una inversión. Sin embargo no conoce

proyectos turísticos financiados con fondos de inversión inmobiliaria o fondos de desarrollo inmobiliario en el país o en el extranjero.

No se puede decir que exista una forma de financiamiento de los proyectos más adecuada que otra, ya que es un tema muy específico de depende del proyecto que se quiera desarrollar.

Los proyectos inmobiliarios financiados con fondos de desarrollo pasan a ser, una vez terminado el desarrollo primero fondos inmobiliarios, la vivienda en este momento específico no es factible, las bodegas, el comercio y las oficinas son lo más común en este mercado.

Se puede hablar que el proyecto dependiendo de su dimensión puede beneficiar tanto a una comunidad específica, organizaciones sociales, y al desarrollador del proyecto. Financieramente el inversionista y el desarrollador son los más beneficiados con los proyectos inmobiliarios.

Entre los países que están a la vanguardia en este tipo de instrumentos son Estados Unidos que su mercado es muy grande. Específicamente en el ámbito turístico no hay mucha información pública sobre esto.

Experiencia de ACOBO vista comenzó en el 2001, ha sido una experiencia extraordinaria los clientes cada vez les gusta más el producto, se hacen filas de gente esperando que se pongan en venta las participaciones. Hay dos formas para poder emitir o tener disponible participaciones: alguien se retire del fondo y venda las participaciones o comprar un inmueble para poder generar participaciones, es importante que el rendimiento del fondo no baje cuando se adquiere un inmueble, las compras no pueden hacerse sin un análisis previo hay

que esperar tiempo para poder comprar para asegurarse que es la mejor opción de compra. El que adquiere participaciones no se sale del fondo a menos que tenga una emergencia.

Para el fondo de desarrollo recientemente aprobado no se han sacado las participaciones a la venta, en este momento están buscando proyectos para invertir, proyectos turísticos y de vivienda son potenciales. No se les ha informado a los clientes sobre el fondo, hasta tener seguro los proyectos.

La principal razón por la que se hizo el trámite de inscripción del fondo es porque los clientes están buscando nuevos instrumentos para invertir, se está en investigación de los proyectos en los cuales se desarrollarán.

El desarrollador recupera el dinero con la venta, para poder desarrollar nuevos proyectos y vender a los fondos inmobiliarios, esto favorece a la economía y al sector construcción que es muy importante para el país. El desarrollador busca el financiamiento de sus proyectos. En el caso de Acobo se tiene un socio estratégico para la escogencia de los inmuebles y en la etapa de desarrollo inmobiliario también aplicará esa política.

### *1.5. Entrevistado E*

Hace unos años se manejaban los Fondos de participación hipotecaria, pero estos fueron mal administrados y algunos inmuebles se quedaron con problemas y otros se perdieron, uno de los inconvenientes de ese entonces es que no había una ley que lo regulara. A raíz de esta situación pasó un tiempo en que no se manejaban fondos, hasta que surgieron los Fondos Inmobiliarios como una

opción innovadora, incluso compraron inmuebles de los Fondos Hipotecarios y los alquilaron.

El objetivo del Fondo inmobiliario es la compra de edificios o inmuebles terminados para alquilar, es decir, son activos hechos, con nombre para renta. El fondo es específico para la adquisición de inmuebles.

Estos fondos se manejan en un mercado parpadeante, por ejemplo se hizo un Forum, talvez se pueda hacer otro, pero difícilmente se lleguen a ser cinco Forum, porque el mercado se saturaría y perdería todo el atractivo y la exclusividad que tiene.

El inversionista que invierte en un Fondo Inmobiliario debe tener un buen capital, es adverso al riesgo, está dispuesto a obtener rendimientos bajos pero fijos, a cambio de tener un respaldo tangible que les garantice la inversión, son permanentes en un fondo y tienen un horizonte a largo plazo.

Actualmente los Fondos inmobiliarios están llegando a un punto de madurez y de saturación en los sectores en lo que más se han adquirido inmuebles, por lo que las SAFIs están buscando opciones fuera del país.

Sin duda alguna, los Fondos de Inversión Inmobiliaria han constituido una inyección nueva para la economía en Costa Rica.

Un Fondo de desarrollo es un fondo que puede manejar proyectos en cualquier fase de construcción, incluso desde la adquisición del terreno.

Alguien dijo tomen el dinero de los Fondos de Pensiones y arreglen todas las calles de nuestro país. Bajo esta premisa se podría decir que los Fondos de Desarrollo serían una buena opción para captar los fondos de las Operadoras de pensiones e invertirlos en infraestructura pública, como las carreteras. Sin embargo, las operadoras tienen actualmente una serie de restricciones para inversiones que no sean en el gobierno.

Es posible que la mayoría de los proyectos que se desarrollen en los Fondos de Desarrollo van a terminar convirtiéndose en Fondos Inmobiliarios, una vez que se terminen y se venda a un FII.

Un desarrollo inmobiliario conlleva una serie de riesgos, por cuanto los FDI suelen tener una serie de garantías como por ejemplo las preventas y colocaciones de los locales o de la totalidad del inmueble, para contrarrestar el riesgo.

El inversionista de un Fondo de Desarrollo debe ser un conocedor, esto implica que ya ha pasado por otros tipos de fondos, principalmente por el Fondo de Inversión Inmobiliaria.

Los Fondos inmobiliarios son una nueva alternativa de inversión, que le da al inversionista las siguientes ventajas; buena rentabilidad, seguridad y permanencia.

Dada estos beneficios los FII se tienden a mercadear de forma directa, contactando a los inversionistas. Aunque por el atractivo de la inversión es posible que los inversionistas sean los que lleguen a las SAFIs en busca de Fondos inmobiliarios. Es de suponer, que de mantenerse las condiciones

económicas del país, suceda lo mismo con los Fondos de Desarrollo Inmobiliario.

Otro aspecto favorable para los Fondos inmobiliarios es el tipo de inquilino que suelen tener sus inmuebles. Son inquilinos de renombre, con estabilidad, como por ejemplo Procter & Gamble.

Sin embargo, el riesgo de desocupación prolongada del inmueble y la morosidad siempre es una posibilidad, repercutiendo directamente sobre la rentabilidad líquida del inmueble.

Una desventaja de los Fondos Inmobiliarios, es su poca versatilidad para cambiar la rentabilidad. Actualmente el rendimiento promedio del 9% que ofrecen los Fondos Inmobiliarios es un bonito rendimiento, porque las tasas de interés están más bajas. Pero que pasa si en el futuro las tasas suben a un 15%, el Fondo inmobiliario no puede hacer nada o puede hacer muy poco para subirlo, en ese momento sería un mal rendimiento.

Hay que tener claro que en nuestro país el manejo de las tasas de interés es algo más político que monetario o financiero, por lo que en cualquier momento pueden cambiar.

Dependiendo de las condiciones en que se adquiere el terreno para construcción o en las condiciones en que está a la hora de adquirir el inmueble, pueden generar otro riesgo. Últimamente se ha popularizado la opción de alquilar el terreno en lugar de comprarlo, por lo que hoy día existen centros comerciales de importancia, construidos en tierras que no son de los dueños del inmueble, sino que se paga por el uso del terreno. Esto implica que si un fondo compra o

construye un inmueble bajo estas condiciones, los participantes del fondo sólo serían dueños del inmueble, lo que viene a generar incertidumbre en caso de que se suscite alguna situación con los dueños del terreno o la aceptación para la venta que puede tener una edificación bajo estas condiciones.

Otro factor que hace sumamente riesgoso los Fondos de Desarrollo, es que todo el proceso de desarrollo del proyecto es subcontratado, la SAFI juega un papel de vigilante, pero el que todos los servicios lo realicen otras personas, hace difícil el control sobre el proyecto. El riesgo se aumenta considerando que los procesos constructivos pueden surgir una serie de contratiempos que pueden dar al traste con el desarrollo, por ejemplo, aumentos de costos, factores ambientales, permisos, etc.

Por lo general los desarrollos turísticos se financian con inversión o capital privado. En su mayoría son desarrollos cerrados, extranjeros que vienen y compran terrenos en el país y construyen sin necesidad de financiamiento. Son muy pocos los ticos que tienen inversiones en desarrollos turísticos.

Dentro de las opciones que se visualizan como más riesgosas, para invertir un Fondo de Desarrollo Inmobiliario, se podría mencionar precisamente los desarrollos turísticos. Este negocio es inestable, puede tener un gran auge en cierto momento, pero una vez que pasa el "Boom", baja considerablemente el número de visitantes. Estas construcciones se llevan bastante tiempo en terminarlas, por lo que las condiciones del sector podrían variar del momento en que se compra el terreno al que se venda el inmueble. Al ser un desarrollo de largo plazo, también pueden variar las condiciones económicas, aumentado por ejemplo el costo de los materiales de construcción.



Sin embargo, los Fondos de Desarrollo inmobiliario están surgiendo en una conyuntura excepcional que vive el país. La gente invierte en lo que sea. Esto se da porque hay mucho dinero y pocas opciones de inversión, principalmente porque el Estado, que era el principal emisor de papel de inversión, ha disminuido sus emisiones y también ha bajado la tasa de interés que pagaba por ellos.

Por tanto, los FDI se muestran como una buena opción de inversión, segura y generadora de una de las rentabilidades más altas que se dan en la actualidad.

Otro factor que puede propiciar que este tipo de Fondos se interesen en el sector turístico, es la saturación de inversión en el área Metropolitana, el exceso de oficinas y centros comerciales. Por lo tanto dicha inversión sería una consecuencia de la falta de inmuebles o desarrollos en qué invertir o no producto de la demanda o necesidad del sector turístico.

Esto implica, que aunque personalmente visualice el sector turístico como riesgoso y no lo vea dentro de las opciones de inversión para un FDI, dada las condiciones económicas actuales, los inversionistas estaría interesados en adquirir participaciones, sin importarles mucho dónde se va a invertir el Fondo de Desarrollo. Por lo que podría tener una buena aceptación el financiamiento de proyectos hoteleros a través de estos fondos.

Ambos fondos incentivan el desarrollo o construcción de inmuebles, generando empleo, inversión y creando dinamismo a la economía.

Específicamente en el sector turístico, además de los beneficios mencionados anteriormente, también es importante mencionar que activa ciertas zonas, que

no tenían un dinamismo comercial y económico de peso, pero al instalar un desarrollo turístico, se activan otra serie de servicios que podrían beneficiarlas, teniendo además un impacto a nivel social.

Estados Unidos es un país en el que este tipo de fondos han tenido una gran trayectoria. Ahí existen los denominados Fondos de Riesgo y han tenido gran participación en infraestructura pública y edificios comerciales y administrativos. Los Fondos de riesgos tienen algunas características similares a los Fondos de Desarrollo, sin embargo, tiene mayores riesgos. Estos fondos los conforman inversionistas que prestan su dinero para cualquier fin.

Hay otros aspectos importantes relacionados con el tema, dentro de los cuales se encuentran:

En este momento la economía de Costa Rica se puede calificar como una economía super desarrollada, se está pagando igual o menos que los Estados Unidos por Bonos del gobierno. Estamos en un momento histórico donde los Fondos Inmobiliarios y los Fondos de Desarrollo pueden tener una gran aceptación por parte de los inversionistas.

Se puede pronosticar que las tasas de interés se mantendrán al menos, hasta que termine este gobierno.

Una buena opción de inversión para los Fondos de Desarrollo es la obra pública. Existen necesidades que un Fondo podría financiar de forma rápida y eficiente, por ejemplo el cambio de una rotunda.

## *1.6. Entrevistado F*

Los Fondos Inmobiliarios adquieren inmuebles finalizados, estos iniciaron hace aproximadamente 10 años, la aceptación en el mercado ha sido progresiva.

El comportamiento del inversionista durante este periodo fue desde el desconocimiento al conocimiento y utilización de este producto financiero, el siguiente paso es popularizarlo y promover la participación de más inversionistas.

La cartera de los fondos inmobiliarios se compone principalmente por inmuebles como oficinas, centros comerciales y bodegas, geográficamente se han ubicado en el área metropolitana.

El objetivo de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario consiste en el financiamiento de grandes obras de infraestructura, a través de la participación de un conjunto de inversionistas que adquieren una participación en el fondo, las cuales deben ser negociadas y generar una renta para financiar un proyecto. En nuestro país estos fondos apenas se están visualizando.

El 80% de las personas ignoran que son los Fondos de Desarrollo Inmobiliario, porque los montos de la inversión son sumas significativas y frecuentemente los inversionistas son megainversionistas sofisticados, por ejemplo los fondos de pensiones los cuales además de tener una corta trayectoria en nuestro país, incentivan el ahorro nacional e incrementan la demanda de productos en el mercado financiero al poseer un acervo de capital significativo por ser colocado.

Estas inversiones en los Fondos inmobiliarios no son tan riesgosas como otros negocios informales, por ejemplo en cosechas de algún producto o fichas de deportistas. El riesgo se ve recompensado con una tasa de interés más rentable.

Sin embargo cabe señalar que los inmuebles cuyo valor se aleje más del real por factores externos y de plusvalía se pueden considerar los más riesgosos, al generar expectativas de ingreso por alquiler que no podrán ser cumplidas. Ante la incertidumbre por la pérdida del flujo de caja producto de la desocupación se mantiene el activo físico como un respaldo de la inversión.

Los Fondos de Desarrollo se convierten en una opción más riesgosa en comparación con los Fondos Inmobiliarios, porque conlleva toda la etapa de permisos, construcción y venta del inmueble.

En nuestro días el desarrollo se ha dirigido a la zona costera de Guanacaste, la plusvalía del área del pacífico es muy alta grandes desarrollos se han instalado en esta zona y parte del motor que ha impulsado esta condición es el establecimiento del aeropuerto Daniel Oduber. Cambios en las participaciones: Mejoras al inmueble => plusvalía que varía según las condiciones de los inmuebles

Al no existir la figura del Fondo de Desarrollo se gestionaron desarrollos de proyectos informalmente y a nivel privado, mediante la participación de diversos grupos de interés como desarrolladores e inversionistas.

En nuestro país comúnmente los desarrollos turísticos se financiaban mediante capital propio o préstamos bancarios. Los Fondos Inmobiliarios y de desarrollo son una forma para incentivar el desarrollo turístico, sin embargo aun ningún

proyecto turístico oficialmente ha informado ser financiado a través de este producto financiero.

En obras como hoteles se alquila la infraestructura a un administrador hotelero, de tal manera que el administrador del hotel no es dueño del inmueble, también funcionaria para otro tipo de inmuebles como edificios, autopistas, hoteles, hospitales. De tal manera que la especialización de los negocios permita que cada uno se desarrolle en lo que posea experticia, por ejemplo la rentabilidad de los hoteleros está en la administración del negocio y los fondos inmobiliarios por su parte poseen inmuebles.

Los proyectos turísticos son ciertamente más riesgosos, el crecimiento en zonas como Guanacaste y Jacó, será más seguro mientras más desarrollo en obra real exista, y la afluencia de turistas sea constante. Sin embargo se necesita un clima más positivo y un entorno que demuestre que es un buen negocio.

El atractivo turístico de nuestro país compite directamente con los vecinos del norte y sur, que de manera agresiva ofrecen opciones más flexibles y atractivas para los desarrolladores y colocadores de capital.

La adaptación al desarrollo con relación a los servicios públicos, mano de obra calificada y sistemas de negociación es una realidad nacional y debe formar parte de un proceso de mejora constante en donde el gobierno intervenga positivamente generando como planificador y benefactor del desarrollo del país.

El principal beneficio del financiamiento de desarrollos turísticos con fondos de desarrollo o compra con fondos inmobiliarios, sería la redistribución de la riqueza

participativamente, además impulso de la economía nacional y mejora de la calidad de vida de la ciudadanía mediante opciones laborales.

Países como Estados Unidos, Asia, Europa y en América Latina Chile, se encuentran a la vanguardia con este tipo inversiones y principalmente han financiado obra pública.

### *1.7. Entrevistado G*

Los Fondos inmobiliarios son inversiones para la adquisición de bienes inmuebles terminados, con el objeto de alquilarlos. Representan una opción atractiva para empresas que deseen liquidar sus inmuebles para invertir en otros activos de mayor importancia o rentabilidad para ellos. Por ejemplo, una empresa vende su edificio a un Fondo Inmobiliario y le sigue pagando al fondo una renta por alquiler, fungiendo como inquilino. De esta manera obtienen liquidez para su negocio.

En los Fondos Inmobiliarios es muy importante estudiar el tipo de inmueble y la clasificación que este tiene y tener muy claro el tipo de inquilino al que se quiere llegar antes de adquirirlo.

En nuestro país estos fondos básicamente lo que han adquirido son inmuebles para oficina y locales comerciales, ubicados en su gran mayoría en el área metropolitana. Se está empezando a explorar otras zonas como Jacó y Liberia.

La opción de comprar viviendas para alquiler, no es una inversión usual para un Fondo inmobiliario. Dentro de las razones principales de no invertir en este sector es el tipo y cantidad de inquilinos que se tendrían que manejar por fondo.

Dentro de los FII más conocidos están Multivalores, Improsa, Interbolsa, Popular y Aldesa. Entre los inmuebles que están bajo estos fondos se pueden mencionar locales de Terramall, las instalaciones de Procter & Gamble, algunas bodegas y recientemente en Cartago el Oficentro Cartago y las instalaciones de la Mucap.

Los Fondos de Desarrollo tienen un gran mercado de opciones de inversión, lo que puede determinar hacia donde enfocarlo, son las reglas y oportunidades que presente el mercado.

Estos Fondos tienen un tipo de inversionista diferente al del Fondo inmobiliario. Es un inversionista sofisticado con capital suficiente como para que su subsistencia no dependa de lo que invirtió en el fondo.

FDI le generan beneficios al país al financiar proyectos inmobiliarios con recursos privados a un costo financiero relativamente bajo y sin tantos papeleos y trámites que por ejemplo exige un banco para formalizar préstamos.

En el futuro los FDI van a generar una excelente opción para el desarrollo de vivienda, beneficiando también a este sector y consecuentemente el desarrollo del país.

El único fondo de desarrollo disponible en el mercado hasta el momento es el de Improsa.

Ambos fondos son una buena opción de inversión para quienes por sí mismos no tengan posibilidades o no deseen sacarle rentabilidad a su capital. Además, representan una excelente opción de inversión para personas que no tienen un gran capital para desarrollar obras de gran magnitud, pero a través del fondo

pueden participar en este tipo de desarrollos y por consiguiente disfrutar de los beneficios que genere el mismo. Por lo que se puede concluir que el mayor beneficiario de los fondos inmobiliarios y de desarrollo son los inversionistas.

Actualmente los Fondos inmobiliarios prácticamente duplican la rentabilidad que ofrece los Títulos de inversión, además de la escasez de opciones de inversión; estas condiciones han generado el gran éxito que tiene hoy día estos fondos.

La entrada al país de empresas transnacionales, favorecen el negocio de Fondos Inmobiliarios, porque este tipo de empresas por política de casa matriz no compran inmuebles sino que los arriendan, convirtiéndose en clientes ideales para los FII.

Este año es posible que los Fondos Inmobiliarios se muestren en desventaja con la inflación, pues anteriormente al estar el dólar en constante alza, esto le generaba un valor agregado a la inversión. Pero en el 2007 el tipo de cambio del dólar se ha mantenido prácticamente constante y la inflación se estima en un 10% y si se considera la rentabilidad de los FII en un promedio del 9% implica, que en términos de devaluación estaría en desventaja el dinero que se invirtió en el fondo.

Los Fondo Inmobiliarios ya están tocando techo en el sector comercial y de oficinas, por lo que tendrán que emigrar a otros sectores. Esto también genera una consecuencia sobre los Fondos de desarrollo, quienes desde ya van a tener que explorar alternativas tales como vivienda e infraestructura pública.

Sin embargo, el aspecto de inversión en infraestructura pública en Costa Rica tiene una limitante en materia legal, pues no permite que alguien haga el



proyecto y se lo venda a otro grupo o empresa, sino que se debe quedar con la obra terminada para administrarla. Actualmente existe en trámite una nueva ley más flexible, donde si se podrían realizar acciones como la anteriormente mencionada. Además cabe mencionar que de existir las leyes necesarias, estos proyectos serían muy seguros.

En nuestro país a nivel público existen una serie de necesidades que se podrían solventar con Fondos de desarrollo, por ejemplo, en Cartago es urgente la Red de alcantarillado sanitario, este es una necesidad que a corto plazo difícilmente la va a atender la municipalidad y el estado, pero si un Fondo de desarrollo propone el proyecto y se formaliza un contrato donde la municipalidad se comprometa a pagar una determinada renta una vez que se finalice el proyecto, se podría resolver de forma rápida. En este caso, el FDI puede vender el proyecto a un FI el cual sigue administrando la red y percibiendo rentas por parte de la municipalidad.

Otra oportunidad que se está presentando es el desarrollo y alquiler de edificios bancarios. En lo que va del año ya se han publicado en la gaceta varias licitaciones, donde algunos bancos del estado solicitan que les construyan inmuebles destinados a sucursales bancarias, en este caso, ellos indican las especificaciones con las que necesitan el inmueble con el fin de que posteriormente el dueño del inmueble se lo arrienden. Esta modalidad es ideal para que un Fondo de desarrollo construya el inmueble y posteriormente lo venda a un Fondo Inmobiliario para que éste se lo arriende al Banco.

Una desventaja del Fondo de desarrollo es que es más riesgoso que lo Fondos inmobiliarios. Debido a las etapas de suma importancia y sensibles como son la adquisición de terreno, desarrollo y comercialización del proyecto por las que podría pasar un Fondo de desarrollo. Sin embargo, este riesgo se debería ver

compensado con mayor rentabilidad, lo que puede generar un mayor atractivo para los inversionistas.

Lo más usual en los desarrollos turísticos es la inversión privada y en los últimos meses la entrada de grandes cadenas hoteleras que difícilmente van a buscar fondos de desarrollo para financiar sus proyectos. Lo que algunas cadenas hoteleras gestionan para financiar sus proyectos es el financiamiento bancario o lo desarrollan por medio de capitales privados.

Una posibilidad más viable es que Fondos Inmobiliarios compren hoteles o desarrollos turísticos ya terminados a las cadenas hoteleras o al grupo de socios que poseen el inmueble y el negocio turístico del mismo. Bajo este esquema la cadena hotelera o grupo de socios se convierten en inquilinos del inmueble, recuperan la inversión que aportaron para la construcción del mismo y el Fondo Inmobiliario se convierte en el dueño del inmueble, percibiendo las rentas que le genere el inquilino hotelero y velando por mantenerlo en óptimas condiciones.

Es posible que una vez saturado el sector comercial, industrial y de oficinas, estos fondos tengan que explorar otras opciones, y aquí es donde talvez se empiece a invertir en el sector turismo.

Para que los desarrollos turísticos sean exitosos es importante considerar la ubicación, la marca del hotel y la experiencia en el sector. El negocio turístico se visualiza como una actividad en crecimiento y exitosa en nuestro país.

Los desarrollos turísticos tienen la ventaja de generar empleo de largo plazo, en su mayoría propician capacitación a sus empleados y hacen prosperar a los habitantes de la zona y sus alrededores.

La industria de la construcción es uno de los motores más importantes de la economía, si la construcción está bien el país está bien. La construcción genera muchos empleos directos e indirectos.

Consecuentemente el desarrollo inmobiliario tiene un impacto social importante.

Chile es el país líder a nivel Latinoamericano en el manejo y explotación de los Fondos de desarrollo. La mayoría de los FDI en este país están dirigidos hacia el desarrollo de vivienda. Ellos compran el proyecto en plano, lo desarrollan, comercializan y liquidan la ganancia. Estos proyectos han atraído a los inversionistas en Chile, porque al término de cinco años aproximadamente recuperan la inversión y las ganancias. Otro sector en el que han invertido los FDI en este país, es el de Infraestructura pública como autopistas

### *1.8. Entrevistado P*

Los fondos inmobiliarios nacieron en Costa Rica en el año 2000, fueron aprobados en la última versión de 1998 de la ley reguladora del mercado de valores y a partir de esta las sociedades ofrecen a los inversionistas este producto financiero., como un vehículo de inversión colectiva, que hace oferta pública ampliamente difundida en los mercados internacionales como los REITS en Estados Unidos, los cuales adquieren y desarrollan inmuebles bajo una misma entidad.

Internacionalmente países como Inglaterra, Alemania, Japón, España, Chile el antecedente en América latina más robusto y Brasil. México presenta un

fideicomiso de inversión en bienes raíces que posee todas las condiciones para desarrollarse pero aun no realiza oferta pública.

Por su lado Costa Rica posee una cantidad de fondos y operadores importantes con más de \$600 millones en activos administrados a setiembre del presente año.

No existe duda alguna de que los fondos de inversión inmobiliaria han logrado un éxito impactante en el mercado costarricense esto se debe principalmente a cuatro factores que se detallan a continuación:

- **Cultura de inversión:** La inversión en bienes raíces es afín al costarricense, al ser esta una práctica ampliamente difundida en el país desde el punto de vista de ahorro y capitalización. El costarricense percibe este tipo de inversiones como una protección contra los fenómenos de la inflación y depreciación de la moneda.
- **Desempeño de la cartera:** El buen desempeño de la economía de Costa Rica ha consolidado la atracción de inversión extranjera directa, propiciando que empresas transnacionales se instalen en el país, demandando espacios y metros cuadrados de oficinas que se traducen en una alta ocupación. Esta demanda la ha solventando los fondos inmobiliarios a través de la compra de inmuebles relativamente nuevos y arrendados a estas empresas de alto nivel, lo que ha cubierto el costo de oportunidad de los inversionistas.
- **Información:** Los fondos de inversión inmobiliaria han acumulado información pública que antes no era tan accesible, en términos de

precios, rendimientos y carteras inmobiliarias. Esta perspectiva de amplia información al inversionista le ha permitido tomar decisiones informadas.

- La normativa: La legislación ha jugado un papel importante, brindando normas claras e incluso de avanzada, preparando un terreno firme para el desempeño de los fondos inmobiliarios, implementando el contenido en el NIF 40 cuatro años antes de la incorporación oficial y generalizadas de estas normas.

En estas condiciones fue previsible que los fondos inmobiliarios se encontraran en un terreno fértil que les permitiera crecer, la siguiente generación siguiendo los mismos pasos invierten en obras en proceso, terrenos o financiamiento de anteproyectos generando crecimiento. Esta normativa deben de mejorarse y escalarse sin embargo se debe felicitar a los reguladores al crear una norma que permita la creación de un nuevo producto y dar un salto cualitativo al mercado bursátil costarricense brindando un vehículo de inversión de largo plazo en desarrollo inmobiliario que hace oferta pública.

El éxito de este producto financiero fue más evidente durante la crisis del 2004, donde quedo en evidencia la no correlación (de los activos subyacentes) entre el mercado financiero bursátil en general y los fondos inmobiliarios, poniendo en evidencia que una oportunidad de diversificación protegió el patrimonio los inversionistas. En general a nivel nacional e internacional el desempeño de estos productos es independiente del resto del mercado. Es probable que una crisis financiera generalizada con fuga de capitales, las consecuencias se hubieran materializado a través de la vinculación del riesgo de los fondos con el comportamiento de la economía en general.

Los fondos de inversión inmobiliaria son una categoría legítima de activos dentro del espectro global de activos en los que se puede invertir, en el mercado de capitales, en relación con los riesgos, rendimientos que este producto es capaz de producir y la fuente de los mismos.

En Costa Rica los retornos líquidos que una cartera se pueden producir derivado de su empeño en alquileres menos gastos de mantenimiento, adicionalmente hay un componente de capitalización que en el corto plazo explica internacionalmente entre un 10% o un 15% del rendimiento total que este producto es capaz de desarrollar.

En los mercados desarrollados la ecuación es equilibrada en un 50%-50% entre la apreciación y los ingresos como se muestra en la siguiente ecuación:

$$T_y = D_y + G_{vp} + MMk$$

**T<sub>y</sub>**: rendimiento total

**D<sub>y</sub>**: crecimiento del valor de las propiedades

**MMk**: múltiplos que el mercado paga

Los múltiplos de mercado internacionalmente se estiman entre un 12% y un 14%. De aplicarse este valor al promedio de dividendo, desde la creación del Fondo Gibraltar que es de \$550, el valor del mercado del título oscilaría entre \$6.500 y \$6.750.

Sin embargo el valor de transado de estos títulos en el mercado bursátil es aproximado a unos -\$1.000. Lo cual hace constar que existe un tema de subvaluación comparado entre mercados,

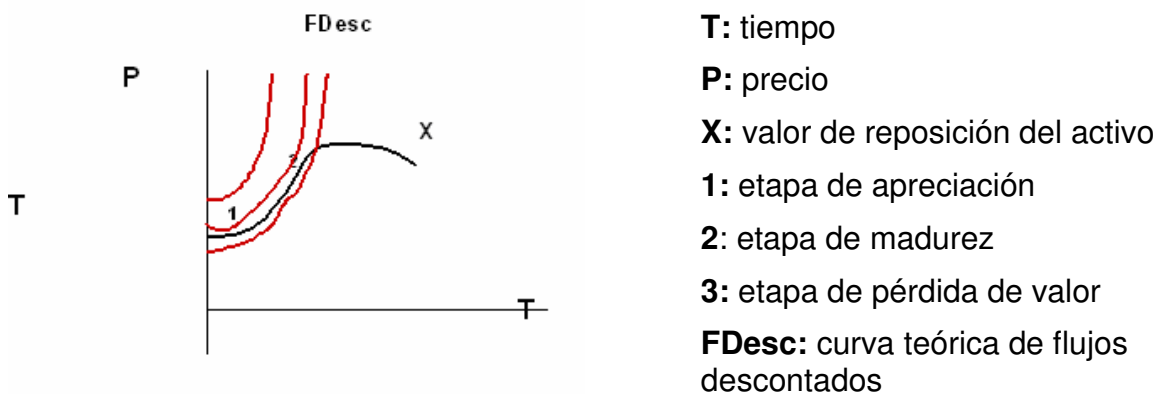
Hasta el momento el mercado nacional solamente reconoce la primera parte de la ecuación  $Ty = Dy + Gvp$ , alejando el valor en libros del valor del mercado secundario, al no considerar la prima correspondiente a las estadísticas nacionales que deben determinar MMk.

Si se compara el comportamiento de este producto contra las tasas de interés del mercado de valores, se puede demostrar que posee un premio razonable, que deja de lado un valor que no se ha incluido en libros y no ha sido reconocido por el mercado.

Las normas nos remiten la curva del valor de reposición de acuerdo al siguiente comportamiento:

**Figura N° 2**

Curva de valor de reposición del activo inmobiliario



Fuente: Elaboración propia con base en información aportada por el entrevistado

### **Mercado a la Alza**

Valor de Mercado = Valor del Flujos de Caja

Costo de Reposición < Valor de Flujos

## **Mercado a la Baja**

Valor de Mercado = Valor del Flujos de Caja

Costo de Reposición > Valor de Flujos

La norma de evaluación de bienes inmuebles en Costa Rica SGVA-75, expone la siguiente asimetría: cuando el mercado está a la alza el valor de mercado del activo tiende a ser el valor de flujos descontados, sin embargo el costo de reposición es menor al valor de flujos. En un mercado a la baja el valor de mercado tiende a ser el valor de flujos, sin embargo el costo de reposición es mayor al valor de flujos.

La norma expone que cuando el costo de reposición es menor al valor de flujos y el mercado está a la alza y el valor en libros de un fondo inmobiliario será el costo de reposición, pero si el valor de mercado tiende al valor de flujos en un mercado alcista y el costo de reposición determina el valor en libros no reflejando la realidad del valor de mercado y remitiendo un valor en libros subvalorado.

En un mercado a la baja el costo de reposición es mayor al valor de los flujos pero este es igual al valor en libros revelando el justo valor de mercados

En consecuencia hay una asimetría de evaluación a la alza, dado que no se refleja el valor de mercado y a la baja si se refleja el valor de mercado.

Durante el crecimiento de ocho años del mercado de los fondos inmobiliarios, el porcentaje de esta diferencia no ha sido evaluado, estimado en el valor de la participación, registrado en libros o reflejados en la rentabilidad. Este es un



porcentaje que no ha sido estimado por los reguladores y afectara directamente la revelación de la información al vender un activo.

Comprobando que la ultima parte de la ecuación nunca ha sido contemplada, y existe un componente que no se revela, dado que a nivel nacional no existen series históricas mayores, y apenas empiezan a ser series maduras a partir del 2005, como para generar un análisis.

Sin duda desde un punto de vista microeconómico el tema de formación de precios y estadísticas ha sido el principal aporte de los fondos inmobiliarios en este tema y la actualización de estos datos dependerá del paso del tiempo a través de los fondos inmobiliarios y la acumulación de la información para acceso público. Tomando en cuenta que es ilusorio considerar que empresas privadas den a conocer sus estadísticas, valoraciones y tipo de negociaciones.

La creación de la información suficiente es el principal reto del mercado y esta responsabilidad se encuentra sobre los fondos inmobiliarios y próximamente los fondos de desarrollo que llegaran a revelar información de más detalle y especificación.

La sociedad administradora del fondo debe informar a los tenedores de la participación la revelación de esta situación y el justo valor del título, sin embargo es responsabilidad del tenedor asignar un valor a ajustado a su participación.

*Los fondos no están limitados al financiamiento de proyectos específicos, lo contrario esta selección dependerá de la preferencia o experticia de la sociedad administradora. Improsa Safi se encuentra en la línea de*

*proyectos, oficinas y turismo sin dejar de lado la opción de invertir en infraestructura pública.*

El adendum es la descripción del proyecto en el que se basa el proceso e oferta pública, conjuntamente con el prospecto se convierten en un documento indivisible El fondo de desarrollo nace con el prospecto(un documento bastante estructurado que describe a quien está dirigido el fondo, cuales son los riesgos quien es el operador y cuales son la políticas e inversión) pero no puede operar sin el adendum.

El adendum está conformado por cuatro partes importantes<

- El anteproyecto: desde el punto de vista constructivo y arquitectónico.
- Definir la estructura para la implementación del anteproyecto (revelación suficiente).
- Valuación: que consiste en el método de determinación del valor del proyecto definiendo cual es la estructura de capital que se emplea, cuales son los plazos para recuperar el valor del proyecto, como se espera que ese valor sea alcanzado y los factores que inciden en la valoración del proyecto. Mediante el cálculo del costo de oportunidad del inversionista aplicando un test teórico, los modelos Capital Asset Prices Model, el de Gordon o una decisión del comité de inversión.
- Existencias de riesgos propios del proyecto: ambientales y regulatorias. Los cuales son elementos que puedan incidir o materializarse y afectar el proyecto. Además definir acciones por realizar para mitigar el riesgo.

Cuando se elabora un prospecto o un ademndun la revelación suficiente debe formar parte de las políticas de la sociedad administradora, no se debe ser mezquino y restringir la información, lo contrario debe ser abundante.

A la hora de emitir oferta pública, no se debe subestimar la información y chequear diariamente la información incluida para actualizar la que debe estar en manos del inversionista a la hora de tomar una decisión informada.

Las razones para realizar oferta pública son las siguientes:

- Hay un arbitraje de precios de mercado público vs el privado, a través de un efecto riqueza positivo debido a factores de capitalización del mercado. Puesto que una propiedad sometida a un proceso de oferta pública posee un valor superior sobre una que no posea esta condición (procesos de valuación sustanciales).
- Acceso a capital fresco y recursos sanos para evitar el recalentamiento de la estructura del proyecto o de la empresa, abriendo una ventana para optar por una estructura equilibrada y promover niveles de menores de endeudamiento, a las figuras que ofrecen oferta privada y ampliando la base del capital.
- Liquidez y flexibilidad financiera adicional, a doble nivel o factor de apalancamiento múltiple a nivel del accionista, inversionista o del activo: el proyecto cuenta con financiamiento vía deuda o capital más amplio bajo un régimen de oferta pública que privada, el inversionista al tener títulos de participación que se cotizan en bolsa puede apalancar su título sin necesidad de apalancar el proyecto o al mismo tiempo que el proyecto

- Evaluación objetiva del desempeño y valoración de precios basado en estándares (careciente en el mercado de valores en Costa Rica), para el cálculo del rendimiento utilizando la metodología de la información y la disciplina de gestión para generar información diaria, un elemento importante para el inversionista como fuente de información en comparación (por ejemplo Improsa ofrece precios y valores de la participación de forma diaria del valor en libros).
- Eficiencias derivadas de las economías de escala e integración de gestión de las propiedades: eficiencias que pueden ser un factor de competitividad formidable al poseer más de un inmueble, donde las solicitudes y requerimientos de artículos sean en un mayor número.
- Planificación del accionariado, comúnmente realizado la distribución de bienes se realizaba a través de un mecanismo de distribución de capitales con fideicomisos o mediante traspasos numerosos. La distribución de títulos listados en una bolsa, permiten una partición a nivel de patrimonio y no en la cartera activa, preservando el portafolio de propiedades en el largo plazo y no desbaratarlo para poder cumplir con procesos de sucesión o distribución de las acciones. Además evita el conflicto por la disparidad en el activo relativo que componen propiedades, puesto que es más eficiente emplear estos vehículos legales porque se traspasan títulos valores en lugar de propiedades (disminución de los costos) y la flexibilidad en el caso de requerir liquidez parcial, vendiendo o apalancando los títulos en la justa medida de las necesidades de liquidez. El riesgo y rentabilidad se comparten equitativamente entre todos los tenedores de los títulos.
- Hay una ventaja fiscal que elimina la doble imposición de las sociedades los hace exento del impuesto de traspaso, hay un tratamiento diferenciado respecto a las sociedades privadas, sin embargo este no debe ser el único objetivo para el desarrollador

tomando en cuenta otros beneficios como recalentar la estructura de capital, diversificar fuentes de financiamiento, capital justo a tiempo y en volumen de eficiente, diversificar la composición de la asamblea de accionistas, incremento del valor de las propiedades por arbitrajes y el reconocimiento de múltiplos en el mercado. Con un modelo que trasciende el rol que juegan los peritos en el modelo de negocio privado porque hay un tema de precios a través de un título que se transa de acuerdo al riesgo y el rendimiento que ofrece.

Los proyectos potenciales de Improsa SAFI no deben depender exclusivamente del beneficio fiscal, ya que desvirtuaría la naturaleza del fondo el cual no consiste solamente en un vehículo que ofrezca una condición fiscal especial, esta ventaja tributaria pretende promover el proceso de oferta pública y difusión de la titularidad del patrimonio que se emplea para invertir en un activo financiero o no.

El tema de concentración e impuestos no debe supeditarse como el principal atractivo del fondo de desarrollo o el fondo inmobiliario, de modificarse la figura principal del fondo de inversión, cabe destacar que no todo proyecto es susceptible a hacer oferta pública ni todo desarrollador tiene objetivos concordantes con los procesos de oferta pública, tomando en cuenta el compromiso de revelación pública y poner en peligro una figura que puede ayudar en el desarrollo del país al abrir las posibilidades de inversión de los inversionistas y niveles de capitalización adecuados.

Además existen riesgos legales, para la industria, fiscales y éticos al sacar ventaja de una condición que es una obligación inevitable: la cancelación de los impuestos. Por lo tanto el principal elemento de motivación debe ser el costo de oportunidad y diversificación de la cartera de inversión cuando el inversionista toma su decisión de inversión.

El fondo de desarrollo no puede ser comparado con la opción de deuda bancaria, puesto que no se encuentra facultado para financiar o prestar dinero y su principal aporte es capital para que el proyecto posea una estructura de balanceada y tienda al equilibrio.

La deuda bancaria tiene la ventaja de generar el apalancamiento positivo, pero de no calzar el plazo promedio del vencimiento de la deuda, con el plazo promedio de recuperación de liquidez del proyecto se puede fracturar el proyecto por un problema de acople entre los plazos.

Por lo tanto consolidar el patrimonio viene a equilibrar esos calces requeridos en el balance de un proyecto, por esa razón el fondo nunca competirá con la deuda dado que de manera conjunta el patrimonio puede ser aportado por un fondo o por un desarrollador con un volumen tal, que permita una estructura equilibrada y una rentabilidad esperada.

El desarrollador debe preguntarse si dentro de sus fuentes usuales de patrimonio puede alcanzar la estructura de capital esperada o ansiada y de no conseguirlo existe evaluar una fuente alterna en los fondos de desarrollo dentro del patrimonio y no dentro de la estructura de capital.

El perfil del inversionista debe estar apegado estrictamente a lo que dice el reglamento para los fondos inmobiliarios, es la intención de diversificar su cartera con bienes raíces de acuerdo a su capacidad e intenciones y para el fondo de desarrollo debe ir mas allá de ser un inversionista sofisticado con patrimonio, si no, debe poseer la aptitud y conocimiento con respecto a los productos de riesgo que deben ser revelados a través de una declaración jurada.

Las operadoras de pensiones en nuestro país son una promesa no realizada, dado que el objetivo de inversión de un fondo de pensiones no coincide con el horizonte de la persona que invierte en un fondo de pensiones. La participación de institucionales en fondos inmobiliarios en el caso de Gibraltar se expresa en una relación 7% contra un 93% en manos de personas físicas. Con lo que se demuestra que los institucionales llegaron tarde a la inversión de bienes raíces dado que ya este fondo este finalizando.

Para los fondos de desarrollo la participación de los fondos de pensiones podrá darse dentro de tres o cuatro años, nuevamente de manera tardía generando un problema de oferta disponible. Ampararse al requisito formal no revela el comportamiento real, ya que hay un tema de fondo que podría ser el temor a esta nueva figura o que este no se muestra como un activo legítimo.

Sin embargo esta condición no ocurre en otros países como por ejemplo Chile donde los Fondos de Pensiones presionan a los fondos de desarrollo a ampliar las opciones adoptando una posición de principales inversionistas, que consideran los fondos de desarrollo como un activo natural, legítimo que indiscutiblemente debe formar parte de la cartera del fondo.

La liquidación de un fondo puede derivarse de negligencias o dolo de las partes involucradas al encontrar que de continuar operando el fondo el beneficio económico sea menor, una decisión voluntaria por condiciones no favorables del mercado, una gestión desastrosa o delitos penales de gravedad que impida la operación del fondo. Los riesgos de mercado son inherentes al fondo por lo que no serían causa de una liquidación forzosa o una intervención del fondo.

Improsa SAFI presento la primera versión del prospecto del Fondo de Desarrollo al conocimiento de la SUGEVAL, tres meses después de aprobado, este tuvo sus modificaciones hasta lograr el documento existente.

En la última semana de mayo compraron Multipark (un proyecto de oficinas) dada la experiencia y el conocimiento de la demanda del mercado, tomando en cuenta el complemento de la estrategia de inversión al poder trasladar la obra terminada de un fondo de desarrollo a un fondo inmobiliario, logrando la interacción coordinada entre ambos fondos, en el largo plazo como formas de crecimiento constante.

El tema de la inversión en proyectos turísticos presenta una barrera legal de entrada para los fondos relacionados con el concepto de concesión como una forma de propiedad del bien raíz, a través de la cual los fondos de desarrollo puedan invertir.

Este cual debe ser adaptado por la superintendencia, considerando que el concepto de concesión del bien marítimo terrestre no calza con la figura del fondo de desarrollo; tomando cuenta que los proyectos turísticos potencialmente interesantes se ubican en esta zona. Además existen normas fuera del ámbito del mercado de valores que sustentan que el concepto a través de la concesión no tiene mayores riesgos para los inversionistas desde el punto de vista de los derechos reales que la concesión otorga.

Fuera del país los REITS principalmente en Estados Unidos invierten de manera significativa en proyectos turísticos, existen fondos especializados en bienes raíces como el Hospitality Property Trust que invierten hasta en proyectos en el extranjero al poseer la flexibilidad para invertir en zonas costeras o urbanas.



Sin embargo no existe una limitante en cuanto a otros segmentos del mercado inmobiliario como opciones de inversión, el turismo costero, habitacional vertical en la ciudad capital e impulsar proyectos en la zona este de la ciudad capital, es una manera de aprovechar las oportunidades de diversificar su actividad.

Un factor crítico de éxito es ser una sociedad especializada (la estrategia sí paga) en bienes raíces e inmuebles desarrollo inmobiliario y parte del planeamiento estratégico con una estructura organizacional. En los inicios el mercado se consolidaba en la administración de fondos financieros.

Los principales beneficios financieros de la apertura inmobiliaria y turística son:

- A través de un vehículo legal de oferta pública, basado en reglas se impulsa la canalización del ahorro de los costarricenses, que podría destinarse a financiar el desarrollo y creando riqueza nacional, no financiando déficit internacional.
- Mejorar le estructura de capital de los proyectos de desarrollo con una mayor capitalización, menor riesgo de contagio de un problema en el sector inmobiliario a nivel del sistema bancario, y disminuir proyectos muy apalancados en momentos de contracción de los bienes raíces. Ya que pueden generar problemas de solvencia al sistema bancario. Los dos principales conductores de crecimiento de la cartera bancaria de Costa Rica son vivienda y consumo, se puede dar un factor de transmisión de problemas en cadena que de alguna manera los fondos de desarrollo pueden mitigar. De conformarse con el paso del tiempo como una solución efectiva.
- Ayuda en los procesos de formación de precios eficientes y suficientes, y estadísticas.
- Además se pueden incluir beneficios de orden social como la distribución de la riqueza y la generación de empleo.

En resumen, las sociedades administradoras de fondos de inversión a través de productos exitosos como los fondos inmobiliarios abrieron el camino a segundas generaciones más elaboradas y riesgosas. Que son respuesta a un mercado preparado, dispuesto a invertir y deseoso de una nueva opción.

Las principales fuentes estadísticas del comportamiento del mercado nacional provienen del arduo trabajo de recolección de la información de alta calidad que las SAFIS han propiciado.

La sociedad administradora de Improsa, pionera en fondos de desarrollo es muestra de procesos de especialización y oferta de un producto atractivo al inversionista.

El éxito de estos productos en el mercado nacional se deben a cuatro factores: la cultura de inversión, el desempeño de la cartera, la información y la normativa nacional.

Las ventajas de optar por un fondo de desarrollo deben estar enriquecidas por los beneficios de la oferta pública y la importancia de la canalización del ahorro nacional en proyectos de mejora y desarrollo. Referente al tema impositivo por el momento el atractivo potencial ante una disminución considerable de los gastos en impuestos puede motivar e incentivar la utilización de este producto financiero, sin embargo es poco ético considerarlo la mejor opción aludir la responsabilidad tributaria que de suscitarse una reforma fiscal se modificaría.

Los fondos de desarrollo son una opción más para el incremento del patrimonio y no una opción de deuda que compita directamente con los préstamos bancarios.

La implementación de una ecuación equilibrada del costo de capital en el mercado bursátil nacional dependerá de la madurez del mercado y la información que se ponga al alcance del inversionista, el cual debe tomar una decisión basada en un criterio con conocimientos.

Es obligación de la sociedad administradora de fondos revelar e informar por ejemplo las omisiones de la valoración de la participación y explicar de manera detallada las diferencias producto del desconocimiento.

## 2. Análisis de las entrevistas a expertos y conocedores del tema

### 2.1. Factores relevantes de los Fondos de Inversión Inmobiliaria

**Cuadro No 14**  
Factores relevantes de los Fondos de Inversión Inmobiliaria

Variable	Entrevistados							
	A	B	C	D	E	F	G	P
Producto Financiero en la etapa de madurez.	X	X	X	X	X	X	X	X
El objetivo del FII es la compra de bienes terminados para la renta.	X	X	X	X	X	X	X	X
Adquisición de oficentros y centros comerciales.	X	X	X	X	X	X	X	X
Mercadeo por referencias.	X	X	X	X	NA	NA	NA	X
Alta aceptación de los inversionistas	X	X	X	X	X	X	X	X
Actualmente ofrece una alta rentabilidad.	X	X	X	X	X	X	X	X
Presenta un bajo riesgo .	X	X	X	X	X	X	X	X
El principal riesgo es la desocupación	X	X	X	X	X	X	X	X
Para minimizar el el riesgo se debe diversificar la cartera	X	X	X	X	X	X	NR	X
El factor principal a considerar previo a invertir en un inmueble es el estudio de factibilidad	X	X	X	X	X	X	X	X
Viviendas como el inmueble menos atractivo para adquirir.	X	X	X	X	X	X	X	X
Cartera de inversionistas compuesta principalmente por personas físicas nacionales.	X	X	X	X	NA	NA	NA	X
País latinoamericano a la vanguardia: Chile	X	X	X	X	X	X	X	X
País centroamericano a la vanguardia: Costa Rica	X	X	X	X	X	X	X	X

Fuente: Elaboración propia con información aportada por los entrevistados.

De acuerdo a las opiniones de los entrevistados que se incluyen en este cuadro, se pueden comentar los siguientes puntos:

El Fondo de Inversión Inmobiliario ha crecido de forma acelerada en los últimos años, encontrándose actualmente en una etapa de madurez. La tendencia que ha mostrado los FII en lo que refiere a tipos de inmuebles se enfoca en los edificios para oficinas (Oficentros), bodegas y centros comerciales, ubicados principalmente en el área Metropolitana. Sin embargo, opinan que este tipo de inmueble y esta ubicación geográfica está llegando a un punto de saturación,

que va a provocar que las SAFIs tengan que buscar nuevos tipos de propiedades y otras áreas geográficas menos explotadas.

Todos coinciden en que el objetivo del FII es la adquisición de bienes inmuebles terminados y arrendados, con el fin de administrarlos y seguirlos arrendando. De esta forma se generan rentas, a la que una vez deducidos los gastos de mantenimiento, distribuyen de acuerdo a la periodicidad que defina la SAFI, entre los inversionistas participantes del fondo.

Para la mayoría de entrevistados este producto financiero ha gozado de gran aceptación por parte de los inversionistas, llegando al punto de que la labor mercadológica que requieren los mismos para venderse es mínima. Su información y publicidad se basan prácticamente en las referencias entre inversionistas y a la reputación que obtienen en el mercado, afianzada por las publicaciones que realiza la prensa escrita como El Financiero, La República y La Nación entre otras.

La coyuntura económica y financiera que presenta el país en la actualidad es excepcional. El Gobierno ha disminuido la emisión de Títulos y las tasas de interés han bajado de forma considerable, originando escasez de opciones de inversión y ubicando a los Fondos de inversión inmobiliaria en una posición de privilegio, entre las inversiones que generan una alta rentabilidad en el mercado bursátil.

Una característica fundamental del FII es la percepción de bajo riesgo que le generan al inversionista. Esta seguridad o bajo riesgo se origina de la tranquilidad que siente el inversionista al ver un activo tangible como garantía de su inversión.

Sin embargo, estos fondos siempre van a presentar la posibilidad de desocupación por parte de los inquilinos. Esta situación repercute directamente sobre la rentabilidad del fondo, constituyéndose en su principal riesgo.

Para minimizar el riesgo de desocupación e incluso el de morosidad, la mayoría de los entrevistados consideran que las Sociedades Administradoras deben tener sumo cuidado a la hora de seleccionar los inmuebles que van a adquirir, de manera tal que su cartera de inversiones se encuentre diversificada y con el mínimo de riesgo que pueda originar el tipo de inquilino que ocupan a los inmuebles o el sector en el que se encuentran.

Para tomar una decisión acertada sobre el inmueble a adquirir para un FII, es indispensable realizar un estudio de factibilidad, que le informe del tipo y potencial de mercado, el análisis financiero y las condiciones externas e internas reales en las que se puede ubicar el inmueble en estudio (Viabilidad). Este factor es fundamental para determinar la posibilidad de la compra, de lo contrario se puede incurrir en una adquisición riesgosa que puede originar disminución de la rentabilidad del fondo.

Los entrevistados coinciden en que los inmuebles de apartamentos y en general los destinados al alquiler de vivienda, son pocos atractivos para un Fondo de Inversión Inmobiliaria. Entre las razones principales que hacen que este tipo de inmueble no sea viable se encuentran; la tasa de alquiler para vivienda es más bajo que la del alquiler para el área industrial y comercial, generando una rentabilidad más baja, el tipo de inquilino de vivienda tiene mayores complicaciones que el inquilino industrial o comercial, además del manejo de número de inquilinos, los cuales posiblemente aumenten si el inmueble es destinado al alquiler de vivienda.

La mayoría de entrevistados coinciden en que las características más generalizadas entre los inversionistas que conforman las carteras de los FII, son personas físicas y nacionales.

Existe la percepción entre todos los entrevistados de que a nivel Centroamericano, Costa Rica es el país vanguardista e incluso pionero, en el manejo y comercialización de Fondos de Inversión Inmobiliaria. Así mismo, opinan que a nivel Latinoamericano Chile ha sido el país con más presencia y desarrollo en este tipo de producto financiero.

## 2.2. Ventajas de los Fondos de Inversión Inmobiliaria

**Cuadro N° 15**  
Ventajas de los Fondos de Inversión Inmobiliaria.  
n = 8

Variable	Entrevistados		
	Menos de 4	4	Más de 4
Impuesto único sobre la renta del 5%	X		
Oportunidad de liquidez para empresas a través de la venta del inmueble	X		
Preferencia por parte del inversionista			X
Alta rentabilidad			X
Alta plusvalía de los inmuebles			X
Respaldo físico de la inversión			X
Posibilidad de remodelar el inmueble	X		
Incentiva el desarrollo o construcción de inmuebles			X
Doble comportamiento como bono y acción	X		
Seguridad de rentas fijas			X
Principio democrático de participación			X
Posibilidad de internacionalizarse			X

Fuente: Elaboración propia con información aportada por los entrevistados

Dos de los entrevistados opinan que el impuesto único sobre la renta del 5% es una ventaja importante que poseen los FII. Estas inversiones disfrutan de un

régimen tributario privilegiado donde únicamente tienen que pagar un impuesto único sin importar el monto de la rentabilidad que origine el fondo. Constituye un gran atractivo al compararse con las tasas del impuesto sobre la renta que se debe pagar en otras inversiones o negocios, los cuales llegan en algunos casos hasta el 30% sobre las ganancias.

Dos de los entrevistados visualiza en los FII una excelente oportunidad para las empresas que poseen sus propias instalaciones y que requieran liquidez. Estas empresas pueden acceder a vender sus instalaciones a un fondo y así obtener liquidez para el giro de su negocio. En este caso la empresa sigue arrendando el inmueble, pero sin tener que estar atendiendo las demandas que origina una edificación, principalmente en lo que refiere a mantenimiento.

La mayoría de los entrevistados opina que este producto financiero está dentro de los preferidos por los inversionistas en la actualidad. Esta preferencia se debe en gran medida a la gran cantidad de dinero que tienen los inversionistas en sus manos y las pocas posibilidades de inversión que se están generando, además, de poseer una de las rentabilidades más altas.

Otro atractivo que los inversionistas perciben en estos fondos, es el efecto de la plusvalía, lo que les genera aumento a su inversión al aumentar el valor del inmueble. Además, de la seguridad que perciben al obtener un respaldo físico a su inversión. En este comentario es importante agregar que la plusvalía se podría no dar en algún caso, sin embargo, en Costa Rica las propiedades en su mayoría han tendido a generar plusvalía.

Uno de los entrevistados considera como una ventaja la posibilidad que le otorga la ley al fondo de remodelación de sus inmuebles a través del tiempo. Este proceso se encuentra estipulado de la siguiente manera; la SAFI tiene un rango



de un 25% sobre el valor en libros del inmueble para realizarle remodelaciones o modificaciones sin autorización de la Asamblea de inversionistas, pero con la autorización de la Asamblea puede llegar a remodelar, ampliar o modificar anualmente por un costo de hasta un 100% sobre el valor en libros del inmueble. Esto abre la posibilidad de que en pocos años, el inmueble se convierta en una instalación mucho más grande o más atractiva, posiblemente más rentable y con un aumento considerable en su plusvalía. Estas consecuencias repercutirían positivamente en la tasa de rentabilidad del fondo.

Casi todos los entrevistados determinan que la generación y éxito de los Fondos Inmobiliarios han venido a incentivar el desarrollo o construcción de inmuebles. Este fenómeno se da porque los fondos han facilitado la labor de comercialización y venta de los proyectos por parte de los desarrolladores. Actualmente, muchos proyectos están prácticamente colocados antes de ser terminados, de manera tal que su venta se produce una vez concluidos y alquilados. Esta situación le genera al desarrollador o a la persona física o jurídica que financió y vendió el inmueble, recuperar su inversión rápidamente, teniendo la opción de volver a invertir y de esta manera dinamizar el sector inmobiliario.

El entrevistado D opina que los Fondos de inversión inmobiliaria tienen un doble comportamiento; uno como bono y otro como acción. Como bono porque todos los meses paga una rentabilidad similar a la forma en que los bonos pagan intereses y como acciones cuando vienen las revaloraciones similares al aumento que se da en el valor de las acciones, produciendo una ganancia a la hora de vender la participación.

La mayoría de los entrevistados consideran como ventajoso que los FII paguen rentas fijas de acuerdo al periodo que establece la SAFI. Estas rentabilidades

son muy seguras en tanto los inmuebles del Fondo no permanezcan desocupados por mucho tiempo y la tasa de morosidad en el cobro de los alquileres sea mínima o nula.

Los Fondos de Inversión Inmobiliaria se basan en el principio democrático de participación, lo que implica que este producto financiero permite la participación de muchos inversionistas que quizás no tienen la posibilidad de generar por sí solos los inmuebles que adquieren en forma conjunta en un FII. Esta transacción les da la opción de ser dueños del inmueble en proporción al número de participaciones que hayan adquirido.

Todos los entrevistados mencionaron la posibilidad de internacionalizarse que poseen los FII como una ventaja relevante. Por cuanto los horizontes o campos de inversión se ven ampliados con esta posibilidad. Actualmente algunas SAFIs ya están explorando esta opción, producto de la saturación que se viene generando en los tipos y ubicaciones de inmuebles que por lo general se adquieren con los FII, como una estrategia para diversificar la cartera de inversiones y de aprovechar las diferentes oportunidades que se presentan en otros países. Entre los lugares que se visualizan como posibilidades internacionales para inversión, se pueden mencionar Estados Unidos, Panamá y los demás países centroamericanos.

### 2.3. Desventajas de los Fondos de Inversión Inmobiliaria

**Cuadro Nº 16**  
Desventajas de los Fondos de Inversión Inmobiliaria.

Variable	Entrevistados							
	A	B	C	D	E	F	G	P
Desocupación de los inmuebles.	X	X	X	X	X	X	X	X
Morosidad de los inquilinos	X	X	X	X	X	X	X	X
Concentración de la cartera de inversión	X	X	X	X	X	X	X	X
Poca versatilidad para aumentar la rentabilidad					X			
Inmuebles ubicados en terrenos arrendados					X			
Para el 2007 el promedio de la rentabilidad es menor a la tasa de inflación						X		

Fuente: elaboración propia con información aportada por los entrevistados

Para todos los consultados las principales desventajas de los Fondos de Inversión son: la desocupación de los inmuebles producto de una baja demanda de lugares para alquiler, que el inmueble no cumple con las expectativas del inquilino o la planificación de los contratos no contemplan los plazos de arrendamiento y la posible desocupación; la morosidad de los inquilinos y la concentración de la cartera de inversión producto.

El efecto negativo que genera la concentración de la cartera responde a posibles acontecimientos en un mercado específico (bodegas, comercio, ofiencentros) de acuerdo a la actividad de los inquilinos y la ubicación geográfica de los inmuebles que puedan afectar negativamente la rentabilidad esperada de la inversión.

Un entrevistado indica como desventaja la posibilidad de que el fondo de inversión financie un proyecto que se encuentre en un terreno arrendado; generando una figura confusa por la posibilidad de que dueño del terreno desista del negocio y el costo fijo que implica el arrendamiento del terreno para el fondo. También en caso de que el edificio sufra un daño considerable el Fondo además de recuperar los montos cubiertos por el seguro no puede negociar el valor del

terreno y recuperar mayor parte de la inversión, lo contrario los alquileres que ha desembolsado.

La desventaja planteada por uno de los consultados de que el promedio de la rentabilidad es menor a la tasa de inflación, responde a la disminución del premio captado por el inversionista. Tomando en cuenta que el diferencial cambiario se ha mantenido estable en dólares y estas colocaciones son en esta moneda.

#### 2.4. Principales características de los Fondos de Desarrollo Inmobiliaria

**Cuadro Nº 17**  
Principales características de los Fondos de Desarrollo  
Inmobiliario según los entrevistados  
n = 8

Variable	Nº Entrevistados
Producto Financiero en la etapa de iniciación	8
El objetivo del FDI es financiar proyectos inmobiliarios en cualquier etapa.	8
Inversión a Largo Plazo	6
Orientado a un mercado selecto	8
Presenta un alto riesgo .	8
Alta posibilidad de invertir en proyectos fuera del área metropolitana	7
Los inversionistas para el FDI poseen un perfil diferente en comparación con los del FI	8
Disminución del apalancamiento en función a la comisión de la SAFI	2
El factor principal previo a invertir en un proyecto es estudio de factibilidad	6
Probabilidad de que los FDI financien proyectos turísticos.	7
Posibilidad de participar como coinversionista en grandes proyectos	1
Posibilidad de financiar proyectos de Iniciativa privada e infraestructura pública	2
Excelente opción para el financiamiento de proyectos de vivienda	5

Fuente: elaboración propia con información aportada por los entrevistados

Tomando en cuenta los comentarios de los entrevistados se puede concluir que para el 100%, los Fondos de Desarrollo son un producto en etapa de iniciación como una opción innovadora en el mercado bursátil y para un 85% estima una alta aceptación por parte de los inversionistas.

El principal objetivo de los Fondos de Desarrollo es invertir en proyectos inmobiliarios en cualquier etapa; incluso desde la adquisición del terreno siendo indispensable elaborar un estudio previo de factibilidad.

Esto le permite enfocarse en grandes desarrollos inmobiliarios. De acuerdo a la opinión de seis de los entrevistados los proyectos turísticos son una opción de financiamiento. Solamente un entrevistado considera que el Fondo pueda tener un papel de coinversionista en un proyecto inmobiliario y dos entrevistados financiar proyectos de obra pública.

Sin embargo la mayor parte de los consultados apoyan la opción de financiamiento de vivienda dada la importancia de diversificar la cartera con diferentes tipos de inmuebles para minimizar el riesgo.

Además son orientados a un mercado muy selecto e inversionistas sofisticados, conocedores del tipo de producto capaces de tomar decisiones, que no requiera liquidez en el largo plazo y este dispuestos a asumir los riesgos relacionados con un desarrollo inmobiliario.

El alto riesgo de los Fondos de Desarrollo se centra en la construcción del inmueble y en la comercialización y venta. Estos procesos son altamente costosos, dependen de la demanda del mercado y la rapidez de trámites

gubernamentales de aprobación los cuales pueden generar una serie de inconvenientes, que se traducen en demoras, demandas y pérdidas. Para tal efecto más de la mitad de los entrevistados mencionan la importancia de “conformar de un buen equipo de trabajo con conocedores expertos ” como sistema preventivo de tal manera que el proyecto se lleve a cabo en un ambiente exitoso.

Para más de mitad de los consultados los Fondos de Desarrollo se conforman como una excelente opción de financiamiento, la sociedad administradora del fondo debe ser cauta al optar por una opción de apalancamiento tomando en cuenta que la comisión esta en función de de la diferencia entre el aporte y el monto apalancado.

Chile a nivel latinoamericano y Costa Rica a nivel centroamericano, son los países a la vanguardia mencionados por todos los entrevistados

## 2.5. Ventajas de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario

**Cuadro N° 18**  
Ventajas de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario.

Variable	Entrevistados							
	A	B	C	D	E	F	G	P
Impuesto único sobre la renta del 5%	X			X				X
Posibilidad de obtener preferencia por parte del inversionista	X	X	X	X	NA	NA	NA	X
Posibilidad de vender el inmueble terminado a un FII	X						X	X
Incentiva el desarrollo o construcción de inmuebles	X	X		X	X	X	X	X
Estimación de una alta rentabilidad	X	X	X	X	X	X	X	X
Alta plusvalía de los inmuebles	X	X	X	X	X	X	X	X
Producto financiero con posibilidad de internacionalizarse	X	X	X	X	X	X	X	X

Fuente: elaboración propia con información aportada por los entrevistados

Dentro de las principales ventajas de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario mencionadas por los entrevistados podemos encontrar:

Impuesto único sobre la renta de un 5%, mencionado por dos consultados y que constituye una incentivo para el financiamiento de proyectos inmobiliarios por este medio, mientras que por la vía del financiamiento tradicional el desarrollador deberá pagar un impuesto sobre la renta del 30% sobre sus utilidades.

Cuatro entrevistados mencionan la preferencia de los inversionistas refiriéndose a la lealtad de los inversionistas con su grupo financiero y sumado a esto el atractivo que genera al inversionista sofisticado por su rendimiento y horizonte de inversión, genera grandes posibilidades que los inversionistas prefieran este tipo de instrumentos.

La posibilidad que una vez concluido el proyecto inmobiliario, el fondo de desarrollo puede vender el inmueble a un fondo de inversión inmobiliaria, generando liquidez para desarrollar un nuevo proyecto inmobiliario, fue mencionada por dos entrevistados.

Seis de los siete entrevistados concuerdan en que éste producto financiero incentiva el desarrollo del país, al generar más proyectos de construcción de inmuebles con diversas finalidades, tanto comerciales, industriales, turísticos y de servicios.

Todos los consultados indicaron como positiva la alta rentabilidad estimada por las sociedades administradoras para este tipo de proyectos, que con la baja de las tasas de interés y la inflación acumulada presentada en el país, se convierte en una alternativa para generar mayores rendimientos. Además señalaron que

la plusvalía producida por los inmuebles, hace aún más atractiva la inversión en este tipo de fondos, ya que generalmente el comportamiento de este tipo de bienes es a la alza, en muy pocas ocasiones un inmueble pierde valor. De los aspectos que inciden en la plusvalía de un edificio podemos mencionar el lugar donde se encuentra (localización), adecuado mantenimiento y además otros desarrollos inmobiliarios que se generen en los alrededores del inmueble.

Los entrevistados coinciden que una ventaja de estos fondos es la oportunidad de internacionalización, atrayendo capital extranjero para realizar proyectos de desarrollo inmobiliario necesarios un adecuado crecimiento económico del país.

## 2.6. Desventajas de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario

**Cuadro N° 19**  
Desventajas de los Fondos de Desarrollo Inmobiliario.

Variable	Entrevistados							
	A	B	C	D	E	F	G	P
Rendimientos no asegurados	X	X	X	X	X	X	X	X
Alto riesgo	X	X	X	X	X	X	X	X
Concentración de la cartera de inversión	X	X	X	X	X	X	X	X
Inmuebles ubicados en terrenos arrendados					X			
Etapas de alta sensibilidad en el desarrollo de un proyecto (costos y modificaciones)	X	X		X	X	X	X	X
Proyectos de poca liquidez			X		X			
Incertidumbre de poder llevar a buen termino el proyecto completo	X	X	X	X	X	X	X	X
Trámite de inscripción y aprobación de larga duración	X	X		X				

Fuente: Elaboración propia con información aportada por los entrevistados

Para todos los entrevistados una de desventajas de los fondos inmobiliarios es que no puede asegurar rendimientos a sus inversionistas y solo se pueden presentar como expectativas de rendimiento debido a la volatilidad del proceso constructivo, en el que se presentan situaciones imprevistas que afectan el rendimiento de la inversión. Además todos coinciden en el alto riesgo que



presenta este tipo de inversiones a la sociedad administradora, al desarrollador y al inversionista, principalmente por el riesgo constructivo que se debe asumir con el proyecto específico.

Otro aspecto en el que concuerdan los entrevistados es en la alta concentración de los inmuebles de los fondos inmobiliarios en general, ya que la mayoría tiene sus activos concentrados en el área metropolitana, principalmente en San José, Heredia y Alajuela, además dedicados a actividades comerciales y locales de oficinas. En el área de San José destaca desarrollo inmobiliario que se está dando en áreas como Escazú y Santa Ana. Además en la zona costera existe alta concentración en Liberia y Guanacaste.

Un entrevistado indica como desventaja la posibilidad que el fondo de desarrollo arrienda el terreno donde se encuentra el inmueble, es decir, el inmueble a pesar de ser propiedad del fondo inmobiliario, se encuentra ubicado en un terreno que es propiedad de un tercero y que está siendo arrendado por la sociedad administradora. Ésta es una figura confusa, ya que el funcionamiento del inmueble depende del contrato de arrendamiento del terreno y las disposiciones del arrendador por lo que se genera un grado de incertidumbre en cuanto al uso del inmueble a través del tiempo.

La mayoría de los entrevistados mencionaron como una clara desventaja de los fondos de desarrollo la alta sensibilidad de las etapas de desarrollo de un proyecto, como lo mencionamos anteriormente, el periodo constructivo del inmueble puede generar situaciones que no estaban contempladas dentro del proyecto como por ejemplo la escasez de un producto determinado (cemento, acero, etc.) provocará un alza en el costo de inmueble y atrasos en los fechas de entrega estipuladas, por lo que generará disminución del rendimiento del fondo de desarrollo.

Para dos entrevistados la condición de poca liquidez de este tipo de fondos se presenta como una desventaja, esto especialmente por el perfil del inversionista común y la cultura de ahorro que se da en el país, esto porque las personas que tienen el ahorro como parte de su estilo de vida son una clara minoría y además éstas invierten en instrumentos financieros a corto plazo que les puedan generar liquidez inmediata, por lo que los productos financieros a largo plazo no son atractivos para ellos.

Tres entrevistados consideran como desventaja de este tipo de fondos, es el periodo largo que pasan los prospectos para ser aprobados por la Superintendencia General de Valores, lo que está provocando que las sociedades administradoras interesadas en tener fondos de desarrollo inmobiliario inicien los trámites de inscripción, solamente para tener la opción de inversión para ser utilizado en el momento que sus clientes demanden este tipo de instrumentos financieros. Dejando la selección de los proyectos de desarrollo para una etapa posterior.

Cabe recalcar que los entrevistados en la mayoría de las oportunidades coincidieron en las principales desventajas de los fondos de desarrollo inmobiliario, por lo que se puede deducir que éste producto financiero ya es conocido dentro del mercado de valores costarricense.

2.7. Comparación del perfil del inversionista de Fondo de Inversión Inmobiliaria y los Fondos de Desarrollo Inmobiliario

**Cuadro N° 20**  
Comparación perfil del inversionista  
Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Desarrollo Inmobiliario

Variable	Fondo Inmobiliario			Fondo de Desarrollo Inmobiliario		
	Entrevistados			Entrevistados		
	Menos de cuatro	Mayoría	Todos	Menos de cuatro	Mayoría	Todos
Adverso al riesgo	X					
Dispuesto a obtener rendimientos bajos pero fijos			X			
Con expectativa de obtener rendimientos posiblemente altos en el largo plazo						X
Personas que no poseen un capital elevado			X			
Personas que poseen capital caudaloso						X
Inversionista no requiere liquidez en el corto plazo					X	
Personas físicas, jurídicas, nacionales o extranjeras.		X			X	
Inversionistas institucionales					X	
Papel de las operadoras de pensiones como clientes importantes		X			X	
Calificación como un inversionista sofisticado						X

Fuente: Elaboración propia con información aportada por los entrevistados

De acuerdo a las opiniones dadas por los entrevistados en el cuadro N° 000 hay una serie de características que definen el perfil del inversionista de un Fondo de Inversión Inmobiliaria y a un inversionista de un Fondo de Desarrollo Inmobiliario. Algunas características coinciden para los dos fondos y existen otras que son totalmente diferentes.

Para dar una explicación más amplia a continuación se detalla cada una de las características que indicaron los entrevistados:

**Adverso al riesgo:** Una porción menor de entrevistados consideran que esta es una condición de las personas que adquieren participaciones de los FII, al considerar esta inversión como una opción segura por contar con el respaldo físico del inmueble y por brindar rentas fijas al inversionista.

**Dispuesto a obtener rendimientos bajos pero fijos:** Todos los consultados están de acuerdo en que las personas que invierten en un FII, deben estar dispuestas a obtener una baja rentabilidad a cambio de la seguridad y liquidez que brinda el fondo. Sin embargo, esta condición varía ante las condiciones económicas y financieras que se están presentando en la actualidad, en la que al bajar de forma impactante las tasas de interés de los demás productos financieros de inversión, la rentabilidad de los FII se posicionan como uno de los más altos del mercado bursátil. Caso contrario se daría si las tasas de interés por otros productos financieros aumentan y el Fondo inmobiliario al mantenerse imposibilitado en aumentar su rentabilidad se vea en una posición desventajosa en lo que refiere a la rentabilidad y en comparación con las demás inversiones.

**Con expectativa de obtener rendimientos posiblemente altos en el largo plazo:** Según el criterio de todos los entrevistados, esta es una característica indispensable para un inversionista que tenga la intención de invertir en un Fondo de Desarrollo Inmobiliario. La razón es que este tipo de Fondo, puede durar un periodo prolongado de tiempo (por ejemplo 3 años o más), en desarrollar y terminar el proyecto en el que esté invirtiendo. Hasta ese momento el inversionistas va a recibir una rentabilidad significativa de su inversión, si las condiciones en que se desarrollo y vendió el inmueble fueron favorables.

Personas que no poseen un capital elevado: Cada participación en un Fondo de Inversión Inmobiliaria tiene un costo de \$1.000.00. Los consultados opinan que este monto no es tal alto, por lo que permite a personas con un capital prudente la posibilidad de comprar participaciones en este fondo. Además, este producto financiero genera renta fijas derivadas básicamente de su operación de alquiler de inmuebles. Estas rentas fijas el inversionista las empieza a recibir en un periodo corto a partir del momento en que compra la(s) participación(es), minimizando el riesgo de liquidez que puedan tener por su condición de inversionistas de capitales prudentes y poco elevados.

Personas que poseen capital caudaloso: Todos los consultados consideran que esta es una condición imprescindible para el inversionista de un Fondo de Desarrollo Inmobiliario. Esta consideración también la contempla la Ley al definir como inversionista sofisticado al que posee un patrimonio comprobable de Un millón de dólares, sin duda alguna se está hablando de personas con amplio y cómodo capital. Dentro de las justificaciones por las que se debe poseer un capital de gran magnitud se pueden mencionar, que el inversionista no debe necesitar en el corto plazo el dinero que invierte en el FDI, y considerando que cada participación tiene un valor de \$50.000.000.00, y que su liquidación puede durar varios años, es indiscutible que este inversionista deba tener una condición de solvencia económica importante.

Personas que no requieran liquidez en el corto plazo: La mayoría de los entrevistados opina que esta es una característica necesaria para el inversionista que tenga intenciones de invertir en un FDI, dado que los proyectos que puede desarrollar el fondo pueden llevarse muchos años en terminarlos e incluso puede darse el caso de que se termine pero no se venda rápidamente, con la consecuencia de que la liquidación o rentabilidad del fondo se tarde por mucho tiempo. Esta condición también se hace necesaria por la clasificación de fondo cerrado de este producto, lo que implica que el fondo no redime

participaciones a los inversionistas, de manera tal que si el inversionista necesita liquidez y desee vender su participación lo tendrá que intentar en el mercado secundario, con las consecuencias que le pueda generar el transar la participación de esa manera.

Personas físicas o jurídicas, nacionales o extranjeras: Estas condiciones son iguales para los dos fondos en estudio. De acuerdo a los consultados en los Fondos inmobiliarios actuales existe una mezcla de todas estas figuras, predominado las personas físicas nacionales.

Inversionistas institucionales: Casi todos los entrevistados coincidieron en que este tipo de cliente o inversionistas sería el ideal para participar en un Fondo de Desarrollo Inmobiliario. Las entidades institucionales como las Operadoras de pensiones, son inversionistas que cumplen con solvencia los requisitos que especifica la Ley para FDI y las políticas de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión.

Papel de las Operadoras de Pensiones como cliente importante: La mayoría de consultados coincidieron en que para las SAFIs, las Operadoras de pensiones, son un cliente potencial que puede llegar a tener un papel importante en la cartera de inversionistas de ambos fondos y principalmente en los FDI, por su condición indiscutible de inversionista sofisticado. Una ventaja que las operadoras están obteniendo, es que la ley les ha ido ampliando el margen para las inversiones en títulos o fondos privados, lo que podría generar una relación interesante entre los fondos y las operadoras de pensiones.

Calificación como un inversionista sofisticado: La ley define como principal característica para las personas físicas que deseen participar en un FDI, el ser un inversionista sofisticado. Otorgando tal característica a los individuos que

posean un capital no menor a un millón de dólares. Sin embargo, los entrevistados opinan que un inversionista sofisticado no solamente se define por el capital que posee, sino que existen características desde el punto de vista de análisis, capacidad y conocimiento del giro del mercado bursátil necesarios en una persona, para que pueda cumplir con dicha característica. Por cuanto para invertir en un FDI es necesario que el inversionista comprenda los factores de riesgo, plazo y liquidez que implica una inversión de esta magnitud.

De acuerdo a este análisis se puede determinar como el perfil del inversionista de un Fondo de Inversión Inmobiliaria, el que posea las siguientes características:

- ✓ Adverso al riesgo
- ✓ Dispuesto a obtener rendimientos bajos pero fijos
- ✓ Personas que no poseen un capital elevado
- ✓ Personas físicas o jurídicas, nacionales o extranjeras

De acuerdo a este análisis se puede determinar como el perfil del inversionista de un Fondo de Desarrollo Inmobiliario, el que posea las siguientes características:

- ✓ Dispuesto a asumir riesgos
- ✓ Con expectativa de obtener rendimientos posiblemente altos en el largo plazo
- ✓ Personas que poseen capital caudaloso
- ✓ Personas que no requieran liquidez en el corto plazo
- ✓ Personas físicas o jurídicas, nacionales o extranjeras
- ✓ Inversionistas institucionales
- ✓ Inversionista sofisticado

- ✓ Aspectos relevantes del desarrollo inmobiliario en el ámbito turístico y otras áreas afines

## 2.8 Aspectos relevantes del desarrollo inmobiliario en el ámbito turístico y otras áreas afines

**Cuadro N° 21**  
Aspectos relevantes del Desarrollo Inmobiliario en el ámbito turístico y otras áreas afines

Variable	Nº Entrevistados
Generación de empleos en diferentes sectores.	7
Ingreso del capital extranjero	4
Estimular la inversión y el ahorro	2
Enriquecimiento de los desarrolladores	6
Valor agregado a las industrias	1
Disminución de la deuda pública	1
Crea dinamismo a la economía	4
Aumento del desarrollo inmobiliario turístico	8
Proyectos Turísticos financiados con capitales privados	6
Proyectos Turísticos financiados con préstamos bancarios	4
El área Metropolitana como la ubicación geográfica más utilizada	8
Guanacaste como la zona más utilizada en el desarrollo inmobiliario turístico	8

Fuente: Elaboración propia con información aportada por los entrevistados.

Dentro de los aspectos relevantes encontrados producto de las entrevistas hechas a expertos y conocedores del tema se encuentra la generación de empleos en diferentes sectores de la economía como construcción, hotelería y otros derivados de la actividad constructiva y turística, el cual fue mencionado por siete entrevistados.

Cuatro entrevistados mencionaron el ingreso de capital extranjero como una forma de inyectar dinamismo al mercado inmobiliario y turístico, lo que genera



muchos beneficios al país. Además un entrevistado menciona que el desarrollo inmobiliario y turístico fomenta el ahorro y la inversión en este tipo de infraestructura.

La mayoría de los entrevistados coinciden en que el mayor beneficiado con el desarrollo inmobiliario desde el punto de vista económico es el desarrollador del proyecto. Un consultado hace referencia a que este tipo de desarrollo brinda un valor agregado a las industrias, refiriéndose a que el desarrollo inmobiliario representa un estímulo para otras actividades económicas relacionadas con el turismo y los agentes involucrados en esta actividad.

La disminución de deuda pública, fue un aspecto tomado en cuenta por uno de los entrevistados, relacionado con los fondos de desarrollo inmobiliario para proyectos de infraestructura pública, por lo que el gobierno puede tomar este instrumento para financiar obra pública sin tener que emitir deuda para poder obtener liquidez.

Todos los entrevistados mencionan como un aspecto relevante para el país, auge que ha tenido el desarrollo inmobiliario turístico en los últimos años, en especial en la zona pacífico norte y central, que ha traído un dinamismo inesperado a zonas que estaban rezagadas en desarrollo de infraestructura e inmobiliario, generando gran cantidad de empleos y otros beneficios del desarrollo. Además el 50% de los consultados consideran que el desarrollo turístico ha sido financiado principalmente con capital extranjero.

Tres entrevistados mencionan como el principal medio de financiamiento de los desarrollos turísticos los préstamos bancarios, que son la forma tradicional de financiar proyectos inmobiliarios en el país.

Además los entrevistados coincidieron en mencionar el área Metropolitana como la más popular, para realizar desarrollos inmobiliarios en el país. Mientras para proyectos turísticos la zona de Guanacaste se considera con un mayor desarrollo en esta materia.

### **3. Transcripción de las entrevistas a desarrolladores inmobiliarios**

#### *3.1. Entrevistado H*

El desarrollo inmobiliario presentó un gran crecimiento en sectores populares como Escazú y Heredia generando una densificación en la ciudad.

Las regiones turísticas como Guanacaste y Pacífico Central han crecido en desarrollo inmobiliario durante la última década, principalmente por la cercanía del aeropuerto de Liberia Daniel Oduber que se ha convertido en el principal impulsor de la zona, de tal manera que la proyección de crecimiento de este tipo de desarrollo en el futuro es potencial, paralelamente la infraestructura tiene una tendencia a torres verticales y amplias áreas verdes.

La planificación inmobiliaria en el país ha estado en manos del gobierno, el cual mediante el señalamiento de lineamientos ha pretendido dirigir el desarrollo inmobiliario, lamentablemente sin poder eliminar los impedimentos burocráticos de las instituciones tramitadoras de permisos, las cuales no están orientadas hacia la agilización del proceso y con requisitos elaborados encarecen los procesos imponiendo barreras a los proyectos convirtiéndose en el principal obstáculo al desarrollo inmobiliario

Por lo tanto se hace indispensable generar soluciones inteligentes por parte de los municipios e instituciones del estado, que se encarguen de supervisar y no obstaculizar los procesos. La municipalidad de San José por su parte pretende planificar el desarrollo inmobiliario mediante el plan para repoblar el centro de san José,

Los factores más importante para llevar a cabo un desarrollo son la ubicación, garantizando no solamente que la venta del producto, sino también considerando las regulaciones del área; la visión de desarrollo en búsqueda de aprovechar al máximo el patrimonio y capital de socios

Comúnmente el financiamiento de proyectos era con recursos propios, la apertura a financiar proyectos con Fondos de Desarrollo se esta concretando como una alternativa, ejemplo de esto son las negociaciones de esta desarrolladora con la SAFIs de ALDESA.

El desarrollo inmobiliario en vivienda brinda beneficios a la población, y propicia el desarrollo comercial, mejora en la calidad de vida.

Nuestra trayectoria turística de más de 20 años debe ser compensada con una imagen atractiva, hemos logrado mantener una democracia, estabilidad económica, política y social. Además del desarrollo de zonas estratégicas, actualmente el turismo ha generado un fenómeno de inflación encareciendo los precios de los bienes y servicios, debido al boom del desarrollo inmobiliario en Guanacaste. Socialmente el principal beneficio es un incremento en las opciones de empleo y llevar el desarrollo a zonas antes olvidadas convertidas en focos de desarrollo, sin embargo esta no debe ser la única solución de desarrollo del país, pero combinada con las otras actividades económicas se activa un modelo de desarrollo.

La apertura es indispensable para generar un crecimiento y mejorar el turismo no puede ser la única solución de desarrollo del país, pero combinada con las otras actividades económicas generaría un modelo de desarrollo.

Las prácticas de nuestros vecinos más cercanos como Panamá es sencilla y atractiva facilitando el desarrollo, solucionando los problemas reglamentarios en pro de la prosperidad del país.

### *3.2. Entrevistado I*

En los inicios del desarrollo inmobiliario en nuestro país la tendencia era elaborar proyectos de infraestructura en el área metropolitana (Escazú, San José, Heredia, Santana, otros), la nueva tendencia se ha direccionado hacia la zona costera en el área de Guanacaste, principalmente en las cercanías del aeropuerto Daniel Oduber, dentro de las opciones que se ofrecen la más popular por el corto tiempo en el que se recupera la inversión es la venta de lotes (en especial para un mercado en búsqueda del “second home”) en amplias zonas y el desarrollo de proyectos comerciales y de servicios en los alrededores de las zonas residenciales. Para el futuro se podría esperar que otras latitudes del territorio nacional emerjan como potenciales desarrollos inmobiliarios.

La participación del gobierno ha sido poco activa en la planificación del desarrollo inmobiliario, los procesos de tramitología y aprobación de los proyectos en las instituciones públicas dependen de un proceso espera con largos periodos de incertidumbre, entre los principales inconvenientes se encuentran suplir al proyecto con electricidad y agua, las leyes en nuestro país son sumamente estrictas y de fácil cumplimiento, siendo el ideal la existencia de

leyes flexibles de muy difícil cumplimiento. Al elegir un proyecto potencial es indispensable evaluar el plan regulador de la zona.

El sistema popular de financiamiento de los proyectos turísticos es mediante un aporte de capital por el inversionista y la adquisición de un financiamiento por el resto del capital necesario, para aplicar ha un financiamiento es indispensable que el desarrollador presente una estimación de preventa mínimo y popularmente se utiliza la figura del fideicomiso para llevar a cabo el negocio, además de manera privada se utilizan figuras informales de fondos de desarrollo para financiar proyectos antes de iniciar la obra de infraestructura.

El desarrollo inmobiliario y turístico si se lleva a cabo a partir de una mezcla exitosa de todos los componentes y variables beneficia significativamente a los capitalistas, a las clases sociales satélites a este negocio se les ofrece puestos de trabajo, solicitud de mano de obra calificada, educación y mejoras en la calidad de vida. Actualmente los desarrollos inmobiliarios más populares ofrecen más de una opción de negocios en especial en el sector turístico, los desarrolladores en general se benefician al obtener los recursos necesarios en menos tiempo y agilizar la tramitología para la aprobación del proyecto en marcha, sin embargo el proceso tan complicado y costosa que obliga al los desarrolladores a desistir del proyecto y buscar negocios más efectivos en otros mercados.

#### 4. Análisis de las entrevistas a desarrolladores inmobiliarios

**Cuadro N° 22**

Desarrolladores Inmobiliarios: Descripción de las apreciaciones relevantes de los Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Desarrollo Inmobiliario.

Variable	Entrevistados	
	H	I
Sector inmobiliario dirigido en la actualidad a la Zona Costera Pacifica en especial Guanacaste	X	X
Tendencia de crecimiento del sector inmobiliario en la actualidad: Zona Costera Pacifico Central	X	
Impulsor del desarrollo inmobiliario en la zona fue la apertura del Aeropuerto Daniel Oduber en Liberia	X	X
Participación poco activa del gobierno en la planificación del desarrollo inmobiliario.	X	X
Procedimientos y trámites de permisos rigurosos y de fácil incumplimiento para desarrollo inmobiliario .	X	X
Financiamiento de proyectos inmobiliarios por medio de recursos propios.	X	X
Financiamiento de proyectos inmobiliarios por medio de préstamos bancarios.	X	
Opción de financiamiento de proyectos por medio de FDI.	X	X
El principal beneficio de este tipo de financiamiento es la obtención de recursos financieros en menor tiempo.	X	X
La ubicación y las regulaciones del lugar como aspectos relevantes para elegir un proyecto de desarrollo: .	X	X
Desarrollos turísticos como una opción de inversión.	X	X
Conoce en el país proyectos financiados por medio de fondos de desarrollo inmobiliario.		
Conoce en el país proyectos turísticos financiados por medio de fondos de desarrollo inmobiliario.		
Ha realizado proyectos inmobiliarios en conjunto con alguna Sociedad Administradora de Fondos de Inversión.		
El crecimiento de la economía y generación de empleos son los principales beneficios para el país del desarrollo inmobiliario.	X	X
El desarrollador y el inversionista son los mayores beneficiarios del desarrollo inmobiliario y turístico.		X
La población donde se ubique el desarrollo es el mayor beneficio del desarrollo inmobiliario y turístico .	X	
Las mejores opciones de empleo y el desarrollo de zonas remotas son el impacto social de los desarrollos inmobiliarios y turísticos .	X	
La apertura a otros desarrollos y mejora de la calidad de vida de los pobladores son el impacto social de los desarrollos inmobiliarios y turísticos.		X
La mezcla exitosa de la estabilidad económica política y social han impulsado al desarrollo inmobiliario durante los últimos años.	X	X

Fuente: Elaboración propia con base en la información aportada por los entrevistados.

De las entrevistas realizadas a desarrolladores de proyectos inmobiliarios podemos destacar la importancia dada por los entrevistados a la necesidad que el gobierno genere políticas y estrategias para el desarrollo inmobiliario, porque en la actualidad éste se ha dado de forma desorganizada que produce muchas veces incertidumbre tanto para los inversionistas como a los desarrolladores y a la vez desincentivan ésta actividad económica. También sobresale la preocupación por la existencia de trámites y procedimientos engorrosos que una vez cumplidos los requisitos en el papel, son de fácil incumplimiento al momento de ejecución del proyecto porque no puede ser supervisado por las dependencias responsables, especialmente en materia ambiental.

A pesar que los entrevistados conocían la opción de financiamiento de proyectos inmobiliarios con fondos de desarrollo, ambos utilizan otras fuentes para financiarse como capital propio o por medio de préstamos bancarios. Y sólo uno contempla la posibilidad de utilizar éste tipo de financiamiento en el futuro. Además reconocen como una ventaja de éste instrumento financiero la posibilidad de obtener recursos monetarios en menor tiempo y con menos requisitos.

Los desarrolladores coinciden en que los principales beneficiados económicamente hablando del desarrollo inmobiliario y turístico; son el desarrollador y los inversionistas, sin embargo también afirman que es de gran importancia los beneficios sociales, comunales y personales que estos desarrollos generan al país.

Los desarrolladores inmobiliarios como concededores del tema inmobiliario y principales interesados en una mejora de las condiciones del negocio, se

identifican con las nuevas tendencias económicas y financieras del país y la gama de oportunidades que les ofrece el mercado.

La condición de motor de la economía del sector inmobiliario les genera un compromiso con la sociedad, los clientes y usuarios. En nuestro país las buenas ideas y el capital están en espera de un conector que permita una simbiosis con regimenes que no obstaculicen el crecimiento y lograr crear una participación colectiva en éste mercado. Parte de éste compromiso es ofrecer un producto de calidad y prever posibles soluciones a los necesidades inmobiliarias del país.

## **B. Análisis de las entrevistas de otros actores (Concedores del Sector Turístico, inversionista y experto de la clasificadora de riesgo).**

A continuación se presenta en forma resumida el contenido de las entrevistas concertadas con personas directamente relacionadas con el sector turístico para finalizar con una interpretación global de la información.

### **1. Transcripción de las entrevistas aplicadas a concedores del sector turístico.**

#### *1.1. Entrevistado J.*

El desarrollo turístico en el país depende de un equilibrio entre todos los factores sociales, ecológicos y culturales, además es responsabilidad del costarricense preocuparse por ofrecer de manera sostenida condiciones atractivas al turista.



Dentro de los principales se encuentran la poca disponibilidad de servicios básicos y la ubicación de proyectos turísticos, la duración de la aprobación del proceso de tramitológico, la falta de regulaciones en el proceso de ejecución del proyecto y definición de las zonas frágiles y zonas protegidas. Además la carencia de una organización que coordine esfuerzos entre las instituciones (SETENA), organizaciones ambientalistas y municipalidades, además de la falta de documentación al alcance del público y la inexistencia de regulaciones y jurisdicción por ejemplo en el caso de las marinas.

SETENA representa la traba para resolver, ya que no tiene soluciones a corto plazo y los requisitos mínimos son estudio arqueológico, estudio de suelos, estudio de contaminación acuíferos, inventarios forestales y estudios de disponibilidad de servicios básicos.

El desarrollo inmobiliario y turístico genera empleo y apertura comercial, conciencia nacional sobre el valor del patrimonio.

### *1.2. Entrevistado K.*

El crecimiento del desarrollo ambiental en los últimos años, se ha generado en la zona costera de Guanacaste debido al atractivo escénico y la belleza ambiental. Osa es el área potencial a ser explotada.

La tendencia se ha modificado, de proyectos inmobiliarios habitacionales o vivienda, a complejos turísticos hoteleros con varios servicios incluidos.

El proceso para llevar a cabo un proyecto se inicia con el análisis de la viabilidad ambiental.

Las instituciones relacionadas en este proceso son SETENA, municipalidades, MINAE, entre otros. El costo de la tramitología depende del tamaño del proyecto, condiciones y la ubicación.

Dentro de los requisitos principales se encuentra el formulario preliminar de análisis ambiental denominado D1, que es un documento donde se analizan las principales afecciones ambientales del terreno, aplicable a terrenos de más de 1001 km<sup>2</sup>. PGA, que es un estudio de impacto ambiental más sencillo.

Entre los inconvenientes del país, es la duración de las respuestas por parte de las instituciones públicas, la inconsistencia en la documentación solicitada, la falta de leyes efectivas y una regulación adaptada a cada zona específica de cada país.

## **2. Interpretación de datos.**

De las anteriores entrevistas se puede destacar que parte de la planificación de un proyecto debe contemplar recursos y tiempo para el largo proceso de tramitología, en nuestro país es un requisito obligatorio de cualquier proyecto contar con todas las aprobaciones y consultas del caso para la ejecución del desarrollo, en búsqueda de evitar una sanción o la clausura del proyecto.

Los procesos inmobiliarios son destructivos y modifican el paisaje natural una estimación del provecho del menor impacto negativo asegura que el principal atractivo turístico de nuestro país: la belleza escénica y el medio ambiente no serán blanco de destrucción en el corto plazo. Además la disponibilidad de servicios (agua, electricidad y carreteras) es un tema de interés público dada la

distribución equitativa y proporcional a las cuales todas las personas tienen derecho.

Estos procesos lejos de ser un inconveniente, tomando en cuenta la buena intención de su existencia, pretenden asegurar un desarrollo planificado y ecológicamente estable, en tanto la explotación de los recursos naturales y el medio ambiente puedan ser por un largo periodo y beneficien a todos los involucrados equitativamente.

No obstante el deseo de lucro de los funcionarios de las altas instituciones, la carente legislación efectiva y de acuerdo a la situación actual, crea una cortina de humo y obstaculiza el beneficio real del desarrollo inmobiliario y en especial el turístico; dado que el valor descontado considerando los costos en el tiempo, durante el cual el proyecto se encuentran detenido, afecta negativamente el interés del inversionista de continuar su proyecto.

Ambas entrevistadas coinciden al definir a SETENA como la institución que genera los principales obstáculos tramitológicos, sin embargo en general la intervención gubernamental debe ser más significativa y en pro de un desarrollo sostenible.

No se puede dejar de lado la necesidad de generar conciencia nacional y una preocupación individual y activa por parte de cada ciudadano. Tomando en cuenta el beneficio real como empleos, apertura comercial e ingresos de capital producto de la inversión inmobiliaria y turística.

### **3. Transcripción de entrevista al inversionista**

#### *3.1. Entrevistado L.*

Para la toma de decisiones de inversión el equipo del BN Vital del Banco Nacional debe considerar un adecuado equilibrio de la distribución de la cartera de inversión entre la relación rentabilidad – riesgo; amparándose en las diferentes regulaciones, directrices y políticas. En un prospecto atractivo el inversionista considerará el producto ofrecido dentro de la estrategia de inversión, el emisor y el gestor (trayectoria y clasificación), la diversificación de arrendatarios, características, tipo de inmueble y estandarizaciones del tipo de contrato (penalidades y cláusulas).

Las leyes encargadas de regular las decisiones de inversión se encuentran a continuación:

- El artículo 60 de la Ley de protección al trabajador.
- El reglamento de inversiones
- Ley de oferta Publica
- La ley reguladora del mercado de valores.
- Acuerdos del superintendente.
- Políticas internas de la junta Directiva
- Estrategias establecidas por el comité de inversión (internamente)

El nivel de riesgo de la inversión dependerá de la ubicación geográfica y la cantidad de inmuebles que posea la sociedad administradora.

Las sociedades administradoras hacen llegar la información a sus clientes con una estrategia de negociación directa, a través de una llamada telefónica, correo electrónico o visita a las oficinas del fondo de pensiones, la frecuencia de las confirmaciones sobre el estado de la inversión realizada se estipula dentro del prospecto y las mismas pueden ser bimestrales, semestrales, entre otros; el inversionista puede solicitar esta información a su conveniencia.

El requisito indispensable para que el fondo de pensiones invierta en un producto inmobiliario o de desarrollo es encontrarse respaldado por una clasificadora, con una calificación de riesgo.

Su cartera de inversión se encuentra conformada por fondos a la vista en el corto plazo y al largo plazo colocaciones en dólares o colones, la cual varía desde fondos inmobiliarios locales en aproximadamente un 10%, no más de un 20% colocado en el extranjero, un 5% en otro tipo de fondos y el resto en oferta del gobierno, al invertir en inmuebles incluyen edificios de infraestructura (oficinas, centros comerciales, otros), la represa cariblanco, peñas blancas, entre otros; las inversiones en fondos inmobiliarios se encuentran colocadas en los fondos Vista 1, Vista 2, Interbolsa, entre otros.

Los factores que inciden en estas decisiones de inversión son principalmente el perfil del arrendatario, la probabilidad de desocupación y la concentración geográfica; la tendencia durante los últimos años es que estos rendimientos se mantengan estables por doce meses o más.

Para los entrevistados Chile es el país con mayor experticia y trayectoria, en especial por los beneficios producto de la participación de los fondos de pensiones como fuentes de capital y la concesión de obra pública. En nuestro

país el fenómeno ha tenido un comportamiento estable y en crecimiento, dada la alta liquidez del mercado y la carencia de opciones bursátiles.

La posible colocación en el nuevo fondo de desarrollo por sus características y corta trayectoria, no cumplía con los requisitos mínimos contenidos en las leyes reguladoras del Fondo de Pensiones, como por ejemplo una clasificación de riesgo. Las principales mejoras a nivel nacional debería ser la implementación de regulaciones efectivas contenidas en un marco con seguridad política y un papel más dinámico de la SUGIVAL que propicie un mercado de oferta y demanda, que determine de manera objetiva los vectores de precios y las necesidades reales del mercado.

El desarrollo turístico e inmobiliario para los inversionistas es un producto financiero que constituye una nueva opción para incrementar su capital, socialmente surge una necesidad de profesionales capacitados, así como en el mercado de la construcción se reactiva la demanda de mano de obra y por consiguiente los servicios relacionados. Lamentablemente el desplazamiento cultural de la población es inevitable, así como la generación de ciudades cosmopolitas, contaminadas que distorsionan la identidad del costarricense.

#### **4. Interpretación de datos**

El papel de las operadoras de pensiones en el mercado bursátil y en especial en la realidad de la situación nacional, inicia con el proceso de acumulación del ahorro nacional, principal fuente del crecimiento económico del país.

Producto de la apertura de los fondos de pensiones y las constantes modificaciones a las leyes reguladoras la participación de estas ha ido en

crecimiento, como por ejemplo en fondos inmobiliarios, la posibilidad de direccionar capital a productos novedosos como los fondos de desarrollo inmobiliario depende de que las características del producto se adapten a los mínimos requisitos incluidos dentro de las diferentes legislaciones que los regulan.

Dadas estas condiciones para la regulación de la inversión, la apertura del nuevo fondo de desarrollo no fue más que un hecho relevante para estos inversionistas, ya que todavía no pueden considerar invertir en este producto.

Parte del proceso de selección de la colocación de la inversión en inmuebles, consiste en el análisis del perfil del arrendatario, la probabilidad de desocupación y la concentración geográfica;

Chile para los entrevistados es el país a la vanguardia en la utilización de fondos inmobiliarios y fondos de desarrollo en especial en obra pública, este fenómeno en nuestro país ha tenido un comportamiento estable.

La utilización de fondos de desarrollo para financiar proyectos turísticos es una opción dentro de los productos financieros que posibilita la diversificación de la cartera y una amplia los productos para colocar una inversión, que desde la buena teoría genera un beneficio en cadena al reactivar la demanda de mano de obra y la inyección de recursos en el mercado.

Para los entrevistados, el boom turístico y el desarrollo inmobiliario no debe distorsionar el perfil cultural del costarricense e implantar sistemas lejanos a nuestra integridad.

## **5. Transcripción de la entrevista a Calificadora de Riesgo**

### *5.1. Entrevistado M*

La Sociedad Calificadora de Riesgo califica al 90% de los fondos de inversión costarricenses. Costa Rica es el mercado más desarrollado en Centroamérica; en los demás países se está desarrollando la regulación para los fondos de inversión. Costa Rica tiene alrededor de 5 a 6 años de tener en el mercado este instrumento y la sociedad tiene de 4 a 5 años de experiencia calificándolos.

Los Fondos inmobiliarios poseen inmuebles de todo tipo: Zonas Francas, Oficinas, Edificios de Oficinas, Bodegas. La actividad de la construcción ha evolucionado. Existe mucha demanda por la buena rentabilidad, la mayoría de los inmuebles son en dólares y con buenos rendimientos. Están concentrados en el Área Metropolitana, últimamente se han desconcentrado a Guanacaste por el desarrollo turístico y Pérez Zeledón por el desarrollo que específico que se ha dado en la zona.

El proyecto ideal para un fondo inmobiliario, es el que posea buenos inquilinos que le den estabilidad al arrendamiento del inmueble, preferiblemente multi-inquilino, con contratos a largo plazo que a la hora de rescindir tenga cláusulas con penalidades que le permitan a la sociedad administradora poder gestionar mejor su riesgo de desocupación y distribuido geográficamente para evitar riesgo de concentración. También se toma en cuenta la administración del fondo, la tecnología utilizada para la administración, el gestor del fondo, el comité de inversión, la administración (del activo propiamente). En cuanto a la actividad del inquilino lo más destacable es que sean compañías establecidas, con trayectoria que eviten la rotación de inquilinos.



En los proyectos Fondos Inmobiliarios, hay de todo, existe mucha demanda en el mercado primario por rentabilidad, hay mucha competencia por comprar inmuebles para dedicarlos a actividades comerciales, financieras ó industrias específicas. Para valorar el inmueble se realizan dos tipos de valoración la financiera y la técnica ambas toman en cuenta el valor de mercado, de éstas se escoge la de menor valor.

Para que los Fondos de Desarrollo Inmobiliario crezcan falta que se desarrollen buenas iniciativas de proyectos inmobiliarios, que contenga una mezcla entre inversionistas y desarrolladores, la plusvalía que genera el desarrollo, beneficiará al inversionista. Se mira a corto plazo el desarrollo en lo comercial y urbanizaciones. Para que pueda utilizar en proyectos turísticos, el desarrollador y el inversionista deben asegurarse contar con un socio estratégico para asegurar el mercado.

En Costa Rica el auge de los fondos de inversión inmobiliaria se debe a la crisis de los fondos de inversión del 2004 que disminuyeron su rentabilidad, mientras que los fondos de inversión inmobiliario estaban rentando bien y los inversionistas vieron este instrumento como seguro, al ser cerrados se veían como una medida de protección del mercado abierto y a esto se le suma la bonanza en el sector construcción.

Los fondos de desarrollo inmobiliario es una nueva figura que puede ser importante y beneficiará al mercado.

Las principales ventajas de estos son: el riesgo de desocupación puede ser gestionado por la SAFI dependiendo de la forma de administrar el fondo, su organización, políticas de inversión, control, procedimientos, las personas que integran el comité, valoración del avalúo, los contratos que contengan cláusulas

de penalidad, evitar el riesgo de concentración, es importante que exista la garantía de una casa matriz y que exista una buena gestión del riesgo de los activos y de la administración.

El fondo de desarrollo contiene más actores: la SAFI y el desarrollador, por lo que necesitará un mayor control y monitoreo al desarrollador para chequear cosas operativas pero importantes para el proyecto inmobiliario por lo que tienen peso a la hora de calificar el riesgo. Estos fondos tienen características adicionales.

El único fondo de desarrollo activo no tiene clasificación por lo que puede ser catalogado como riesgoso, sin embargo logró colocar las participaciones en tiempo record, se debe a que en el mercado hay mucha liquidez y además existe fidelidad de los clientes en el grupo financiero que está al frente de éste proyecto.

Los principales factores de riesgo son: la desocupación y el cambio de administración. Por ejemplo el FIO del BNCR tuvo desocupación en la Zona Franca de Puntarenas y disminuyó su rendimiento, posteriormente cambió de sociedad administradora. En caso extremo puede ser rematado el inmueble para pagar participaciones. Un fondo de inversión inmobiliaria para adquirir cualquier el inmueble éste debe de estar arrendado.

El fondo de desarrollo brinda plusvalía y desarrollo al país, da un rendimiento mejor que otros instrumentos, por establecer contratos en dólares.

El inversionista de estos fondos es sofisticado, las sociedades administradoras inicialmente pensaron que las operadoras de pensiones podrían llegar a ser

gestores del desarrollo inmobiliario, sin embargo los inversionistas individuales en estos fondos son la tendencia creciente.

Para el desarrollo turístico lo más importante es tener un socio estratégico, este tipo de desarrollo es exigente y el desarrollo inmobiliario del país se ha enfocado en edificios que no requieran tantas condiciones de calidad. Un desarrollo grande como papagayo es complicado ya que requiere de muchos servicios para el sector turismo.

## 6. Interpretación de datos

Una calificación del fondo inmobiliario es de suma importancia para el inversionista, que debe tomar los informes emitidos por las sociedades calificadoras de riesgo, como un elemento de revisión obligatoria tanto en el momento de tomar decisiones de inversión como durante el periodo de tiempo durante el cual mantiene su capital invertido en éste tipo de instrumentos, debido al análisis profesional y exhaustivo realizado por estas entidades, las cuales denotan información precisa sobre los principales riesgos que enfrenta un fondo en particular, así como las implicaciones nacionales e internacionales que lo pueden afectar. Estas calificaciones se deben hacer según la ley cada seis meses y generalmente la sociedad administradora las solicita cada tres meses; no obstante la sociedad calificadora puede cambiar su calificación en cualquier momento de generarse algún hecho relevante que afecte en forma significativa al fondo inmobiliario calificado.

De la entrevista realizada a la sociedad calificadora de riesgo se puede hacer énfasis en la valoración realizada a la sociedad administradora de fondos de inversión como un todo: su manera de gestionar lo relacionado con los fondos que administra, la tecnología utilizada, la conformación del comité de inversión,

políticas de inversión, procedimientos, entre otros así como lo relacionado con la administración de los activos del fondo: tipo de inquilinos, contratos de arrendamiento, distribución geográfica de los inmuebles, tipo de inmuebles propiedad de los fondos, avalúos o valoraciones, garantías de cumplimiento de los inquilinos y riesgo de concentración; es decir que hay una responsabilidad compartida entre la gestión de la sociedad administradora y la administración del fondo de inversión, lo que garantiza una evaluación completa de la situación del fondo de inversión.

También es importante destacar la necesidad de generar buenas iniciativas de proyectos de inversión que contengan una combinación del trabajo entre el desarrollador, la sociedad administradora y el inversionista para lograr desarrollo inmobiliario que conlleve plusvalía al inversionista, así como desarrollo económico y social al país como crecimiento de la economía, mejor distribución de la riqueza, generación de empleo y posibilidades de acceso a vivienda a todos los sectores de la población. En lo relacionado directamente a los fondos de desarrollo inmobiliario destaca la opinión que esta figura puede ser muy importante para el mercado y que dentro de sus beneficios se puede proyectar que potenciará el mercado de valores y el desarrollo inmobiliario del país.

Para los proyectos turísticos se indica la necesidad de contar con un socio estratégico que conozca sobre éste tema y que sea reconocido por el mercado, tanto por clientes como por proveedores. Además este tipo de proyectos demandan servicios de calidad, que constituye para los desarrolladores niveles de exigencia muy altos, que pocos pueden cumplir, por esto considera que la incursión de los fondos inmobiliarios en este tipo de desarrollos será complejo pero no imposible. En el tema de riesgo lo prioritario en un proyecto de éste tipo es asegurar un mercado, que originará flujos financieros y la respectiva rentabilidad del proyecto.

Las sociedades calificadoras de riesgo tienen un papel importante dentro del mercado de los fondos inmobiliarios, ya que son encargadas de informar al público en general de la situación de los fondos de inversión y ésta información tendrá mucho peso en las decisiones de inversión que se tomen, por lo que deben ser un ente con reconocida imparcialidad y seriedad a la hora de emitir sus valoraciones, debido a la responsabilidad que representa calificar el riesgo de un instrumento financiero.

## **7. Transcripción de la entrevista a Oficial de Cumplimiento y Asesora de Inversiones Sociedad Administradora de Fondos de Inversión.**

### *7.1. Entrevistado N*

El Departamento de Cumplimiento recibe los documentos de los clientes que desean invertir en ALDESA, según los requisitos de ley. Para aperturar la cuenta de un cliente se debe revisar en las bases de datos a las que la empresa está afiliada. Posteriormente se encarga de dar seguimiento al cliente, principalmente sobre volumen de transacciones que debe ser justificado, dentro de los documentos de entrada el cliente informa a ALDESA cual será el rango o montos de sus transacciones de inversión normales. Esto especialmente para asegurar que el capital invertido no provenga de fuentes ilícitas como narcotráfico, trata de personas, prostitución ó evasión fiscal.

El primer paso cuando viene un cliente nuevo a invertir en el grupo financiero es realizar el proceso “conozca su cliente” que consiste en llenar un formulario con la información principal del cliente y una entrevista con el asesor de inversiones donde éste se encarga de saber quién es el cliente, en cuales sectores productivos se desenvuelve, cuál es la principal fuente de ingresos, si es física ¿qué hace? Si es asalariado, trabaja por cuenta propia ó por servicios profesionales. Si es una persona jurídica saber cual es el giro del negocio. Esto

para tener conocimiento de todos los movimientos financieros del cliente y su origen.

Por lo general al cliente no le gusta llenar papeles por lo que se les debe hacer conciencia que el proceso es parte de la seguridad y compromiso para cuidar el dinero del cliente y el de la empresa. El trámite de aceptación del cliente es inmediato, se necesitan por lo menos treinta minutos para revisar la información de la cuenta, buscando en la base de datos para verificar que la información y datos brindados por el cliente y aperturar la cuenta. Es una de las políticas de la empresa que los expedientes de los clientes deben estar completos, por lo que si falta algún requisito no se acepta. El proceso es un poco engorroso, porque el cliente debe llenar una boleta y el asesor debe transcribirla en el sistema, lo que se está tratando de mejorar con la incorporación de nuevos sistemas información.

Dentro de los documentos que se solicitan están: cédula, recibos de origen para demostrar procedencia de los ingresos, documentar el flujo de efectivo. El perfil del cliente es identificar las oportunidades de negocio con el cliente. Es aplicado por los asesores, para establecer que tipo de inversión le conviene al cliente (renta ó a plazo). Muchas veces no saben en qué quieren invertir, por lo que se hace necesario determinar las necesidades de inversión.

Para la selección del inversionista ALDESA sigue un modelo que consiste en 4 pasos básicos:

1. Conocer al cliente y sus objetivos de inversión: plazo, rendimiento requerido, moneda de preferencia y mercado en el que quiere invertir.
2. Conocer el ambiente en el que se desarrolla el cliente tanto financiero como personal.

3. Asesoría del mercado tanto el costarricense como el exterior, para que conozca los riesgos, beneficios y alternativas de cada mercado.
4. Después de la selección de activos y proporción de inversión por parte del cliente se realiza un seguimiento y evaluación de la inversión en plazos solicitados por el cliente (anual, semestral ó trimestral).

El perfil del cliente está definido por la legislación, para los FII son \$1000 que es una suma muy accesible para la mayoría de los inversionistas. Para los FDI por lo general son inversionistas que invierten en FII, pero también se encuentra muy ligado al mercado inmobiliario. Cuenta con un patrimonio mínimo de \$1 millón, que el principal objetivo de este requisito es que si la persona hace una inversión de este tipo no entre problemas de flujos de efectivo, no tener altas deudas que estén siendo respaldadas por su patrimonio. Tener un horizonte de inversión de 5 a 10 años, que posea un conocimiento de las tendencias del mercado inmobiliario y su perspectiva futura y por último que comprenda las variables financieras, por ejemplo entender que una participación en un fondo de desarrollo no funciona como un bono.

Hay muchas personas que cumplen con todos estos requisitos y no están interesados en invertir ó que no posee el millón de dólares de patrimonio, por lo que se evalúa el cliente para poder percibir cual es el sentir del inversionista, lo principal es que se sienta cómodo con la inversión que hace y se le aconseja cuales son los mejores productos según su perfil.

El patrimonio del cliente no necesariamente tiene que ser \$1 millón, el agente de bolsa y el puesto de bolsa actúan en representación de los clientes, el cliente evalúa y toma el riesgo, él es el principal administrador de sus inversiones, por lo que si está convencido de realizar esa inversión él firma la orden de inversión, asumiendo el riesgo y las condiciones del mercado, sabiendo que si no fueron

favorables para ese tipo de inversión, puede tener pérdida de capital. Antes de esto debe existir una asesoría rigurosa con las principales advertencias de riesgo por parte del asesor de inversión, es por esto que el riesgo es asumido por el inversionista.

Cuando se da una disminución en la inversión el asesor igualmente le brinda otras alternativas de inversión al cliente. Cuando el cliente quiere llevarse su inversión, el asesor brinda nuevas propuestas de inversión, en busca de la satisfacción del cliente.

Dentro de los riesgos existentes, se encuentra el pago de comisiones que reciben los asesores, ya que algunas veces cuando el cliente viene con gran cantidad de dinero para invertir se olvidan de la regla principal de “Conozca su cliente”; para disminuir este riesgo se han estado haciendo los procesos de revisión del cliente más rigurosos.

La ley de psicotrópicos (8204) norma a las entidades financieras, supervisadas por las tres superintendencias (SUGEVAL, SUGEF y SUPEN). Por esto todos los clientes tienen que pasar por el departamento de cumplimiento para asegurarse que la información es clara y cierta, debe garantizar que la documentación es valorada, revisada y todos los datos verificados. Estos procedimientos se están aplicando desde hace poco tiempo, antes se creía en la buena voluntad del cliente.

Pero en la actualidad el desarrollo inmobiliario y en especial el turístico de zonas como Guanacaste, son una mina de oro y muchas veces no se tiene certeza de donde sale el capital de éstos desarrollos. También hay mucha inversión extranjera y el negocio de la inversión no se centra en tener certificados o títulos, va mucho más allá y las personas con negocios ilícitos necesitan colocar su



dinero en muchos lugares, esto hace que la empresa deba prepararse para no ser víctimas de éste tipo de capitales, porque se arriesga mucho, la reputación de ALDESA ante sus inversionistas y ante el mercado. Este proceso también se aplica para los desarrollos inmobiliarios privados que hace ALDESA pues se invierte en el nombre de la empresa.

Otro aspecto relevante del trabajo de Departamento de Cumplimiento es asegurarse de la legalidad de los documentos que se le entregan al cliente, que contengan una cláusula de confidencialidad para que el cliente esté seguro que la información que se les da no es de dominio público, esto da seguridad al cliente que la información de su inversión se encuentra resguardada.

En cuanto a la venta en el mercado secundario de sus productos y el cumplimiento del perfil del inversionista, ALDESA negocia directamente con el puesto de bolsa del cliente que desea adquirir una participación del fondo específico, por lo que el respaldo de ALDESA es la entidad financiera que representa al inversionista y su compromiso de cumplimiento de las regulaciones de SUGEVAL. Lo más normal en estas situaciones es que cuando un cliente desea sacar su inversión de un determinado fondo, se hace una transacción con clientes internos ya que hay muchos haciendo fila para poder invertir, esto porque existe mucha comunicación entre asesores por lo que la mayoría de las veces se realizan transacciones internas.

Con respecto al desarrollo inmobiliario de Monte del Barco, en la actualidad es un desarrollo privado hecho por ALDESA Inmobiliaria por lo que en estas situaciones puede haber mayor selección de los socios del proyecto ya que ALDESA pone parte del capital e invita a algunos inversionistas de confianza a participar, generalmente son inversionistas que han participado en desarrollo de proyectos inmobiliarios anteriormente. El aporte es de \$100.000 y ha tenido

mucha aceptación principalmente porque ALDESA es el desarrollador y además porque actualmente el turismo es un impulsor del crecimiento económico en los últimos 5 años, las actividades financieras que se encuentran a la vanguardia y se considera que en los próximos años seguirán impulsando el desarrollo del país son Tecnología, Turismo y Servicios. Se espera que una vez aprobado el Fondo de Desarrollo Inmobiliario éste sea participe del proyecto como coinversionista, se espera que este fondo de desarrollo salga en el I trimestre del 2008.

Con respecto a la cantidad de proyectos inmobiliarios en Guanacaste, esto ha generado en los inversionistas una actitud positiva por la calidad del desarrollo que se está dando, por lo que no se ve como competencia si no como una motivación para el mercado. El turismo es una actividad muy compleja que tiene muchos jugadores por lo que es importante asesorarse con conocedores de ésta actividad económica a nivel internacional, para hacer la estructura legal, la distribución e infraestructura de las villas, hoteles y campos de golf, por las especificaciones de calidad requeridas (como infraestructura básica y servicios públicos) para que el desarrollo adquiera un valor agregado para el inversionista y para los usuarios del centro turístico.

## **8. Análisis de la entrevista**

Dentro de los elementos mencionados por las entrevistadas destacan el esfuerzo que está realizando esta sociedad administradora de fondos de inversión por mantener una política rigurosa de documentación y conocimiento de sus clientes inversionistas para asegurar la legitimidad de su capital además de la importancia de saber el tipo de cliente que tiene la empresa para determinar cuales son las opciones de inversión que se ajustan a su perfil. Esto sumado al seguimiento dado tanto a las inversiones como a los cambios en su

patrimonio, con el fin de potenciar su conocimiento del mercado de valores para lograr diversificar sus activos financieros, logrando mayor uso de los instrumentos disponibles.

Se considera importante la información obtenida para los fondos de desarrollo inmobiliario la descripción del perfil del inversionista y en especial en lo que respecta al monto de patrimonio del inversionista (1 millón de dólares), pues se consideraba como un aspecto rígido de la regulación de este tipo de instrumentos, sin embargo, en la práctica se puede decir que los demás factores ó rubros del perfil tienen mucho más peso para la selección de éste tipo de inversionistas.

De los desarrollos turísticos destaca el proceso que está llevando este grupo empresarial con el proyecto privado Monte del Barco, situado en el Golfo de Papagayo, Guanacaste y al que esperan incorporar como coinversionista el nuevo fondo de desarrollo inmobiliario que está siendo revisado por la SUGEVAL, en un futuro cercano, lo que convierte entonces a los proyectos turísticos en una alternativa real de inversión para los fondos de desarrollo inmobiliario y además pone al desarrollo turístico en el mercado de valores del país. También llama la atención que pese a que este proyecto aún no forma parte de un fondo de desarrollo inmobiliario, los inversionistas según lo mencionan las entrevistadas ven positivamente este desarrollo y los que cuentan con el perfil indicado para este tipo de inversiones está a la espera de su aprobación para poder invertir en este nuevo instrumento financiero.

## **9. Transcripción de la entrevista realizada a funcionarios de Superintendencia General de Valores**

### *9.1 Entrevistado O*

Los Fondos de inversión son una actividad del mercado de valores regulada por la SUGIVAL de acuerdo al contenido de la ley. Los principales alcances de esta entidad son:

- Determinar un régimen para la difusión de la información para los inversionistas y en general sobre el estado de las sociedades administradoras.
- Establecer requisitos de autorización y procedimientos de evaluación asignando un equipo de trabajo encargado de llevarlos a cabo.
- Presentar Esquemas de normativa prudencial condiciones mínimas que deben cumplir los fondos.
- Implantar reglas especiales por ejemplo la valoración de proyectos, la cual requiere supervisión pericial en el sitio verificar que se cumpla lo que la ley establece y a distancia para verificar la información disponible para los inversionistas

En nuestro país el surgimiento de los Fondos Inmobiliarios puede remontarse a productos como los OPABS (Operación de Administración Bursátil) y CAVs (Contrato de Administración de Valores) los cuales eran figuras poco complejas que fueron sustituidos por una figura más regulada, que plantea un beneficio fiscal contenido en el artículo 100 de la ley, ofrece seguridad al inversionista y establece una clara separación de los dividendos y activos de la sociedad administradora y del fondo. De tal manera que de suscitarse un juicio o

desincrición dadas sus fortalezas legales se pueda llevar a cabo la separación equitativa del capital.

La madurez de este producto ha permitido su flexibilización, como valoraciones posteriores (5 días mínimos) y no previas a la aprobación del fondo, disminuir el valor de la participación de \$5.000 a \$1.000 y la posibilidad de invierten exterior.

Para el seguimiento y la valoración de los inmuebles de cada uno de los fondos se le solicita a la sociedad administradora presentar una valoración anual que comprenda un apartado financiero elaborado por un profesional en finanzas en donde se presenten el flujo de caja descontado y otro físico realizado por peritos expertos en el tema ingenieril y las variaciones en los costos en el mercado inmobiliario.

De estas dos valoraciones se elegirá la menor como medida prudente, el papel de la superintendencia omite el proceso de valorar los activos, por no poseer la experticia en el tema y se limita a la revisión de las valoraciones.

El inversionista en fondos inmobiliarios posee un perfil de conocedor de la industria inmobiliaria, con claras bases de los conceptos de arrendamiento, contrato, la ley de inquilinato, desahucio, mantenimiento de los inmuebles, entre otros. Conjuntamente con el concepto de un fondo de inversión las posibles pérdidas y el riesgo producto de este tipo de inversión; así como la posibilidad de participar en un mercado de valores cuando desee retirar su participación.

Las etapas del mercado financiero proponen a los fondos inmobiliarios como un producto de apertura conocido y aceptado por los inversionistas, en tanto los fondos de desarrollo surgen como una inquietud de las sociedades

administradoras de fondos y la madurez del inversionista, como un músculo financiero en búsqueda de ofrecer una opción de financiamiento para proyectos inmobiliarios en cualquier etapa.

El proceso para la creación de un fondo de desarrollo inicia con la presentación del prospecto, el cual debe ser elaborado tomando en cuenta la estructura propuesta por la SUGEVAL. Como una medida de protección a los inversionistas la información presentada en el prospecto, debe ser respaldada se les solicita una declaración jurada.

Este documento se puede definir como la estructura básica o el cascaron del fondo y contiene la características más relevantes del fondo como el tipo de inmuebles en los que se invertirá, ubicación, otros. Es indispensable incluir en este documento gastos del fondo por considerar en el proceso de valoración.

El tiempo de la SUGEVAL invertido en la aprobación depende de la complejidad y el contenido del prospecto, puede tardar entre 2 y 4 meses. En este momento existen seis fondos en espera de aprobación de diferentes sociedades administradoras.

La SUGEVAL revisa el prospecto y emite una “carta de observaciones” con las partes que no se apeguen a la normativa y deben ser modificadas, las sugerencias de las SAFIS son tomadas en cuenta en el caso de apelar cuales fueron sus consideraciones de tal manera que el documento sea aprobado.

Dada la aprobación del prospecto la SAFI posee 9 meses en fondos inmobiliarios y 18 meses en fondos de desarrollo para inscribir el fondo y presentar el adendum, de lo contrario se debe iniciar el proceso de desincrición.

Para la inscripción este debe presentar un adendum al prospecto que detalle los productos ofrecidos a los clientes: cuál es el proyecto, características, estudio de factibilidad legal y financiera, estructura y materiales, presupuesto y desembolsos de ingresos, revelación de riesgo y ventas del activo (final y preventas). A la fecha existen 3 fondos de desarrollo aprobados.

Toda información debe ser revelada en el adendum, los requisitos mínimos aún no son públicos y solamente están al alcance de las SAFIS, la SUGEVAL se encuentra en consulta con la cámara de fondos a través del comité consultivo para generar observaciones y determinar el contenido ideal del adendum. Dentro de la guía para la elaboración del prospecto en la página electrónica se incluye el contenido mínimo del adendum. Cabe destacar que el contenido de ambos documentos es responsabilidad de la SAFI.

Para la valoración de proyectos de desarrollo inmobiliario aún no se ha establecido el contenido mínimo de la información que se debe presentar. De acuerdo con las NIF's (Normas Internacionales de Información Financiera) los desarrollos inmobiliarios se deben valorar al costo. La propuesta de las SAFI's consiste en una valoración financiera de descuento de flujos (entrada y salida) traídos a valor presente esta se encuentra en proceso de análisis y mejora.

Los errores detectados por la superintendencia durante la valoración son notificados solicitando la corrección inmediata. De encontrarse errores contables se exige corregir los estados financieros e informar a los inversionistas.

La superintendencia no coadministra el fondo conjuntamente con la SAFI como para sugerir si el valor del activo es menor o mayor e intervenir en la escogencia del equipo de trabajo que conforma.

Para los fondos inmobiliarios y de desarrollo solamente en el artículo 100 de la ley reguladora del mercado de valores, se hace referencia al beneficio fiscal del 5% del total de las ganancias brutas o las que no tuvieran retención en la fuente, y aplica sin distinción para todos los fondos en general, este es un atractivo que puede ser reformado con la aprobación del plan fiscal.

Una eventual reforma no sería retroactiva en el sentido de que las entidades no deben recalcular los impuestos de años atrás y proceder al pago de la diferencia a la Dirección General de Tributación Directa.

Se debe tener en cuenta que de modificarse el tratamiento fiscal, el nuevo porcentaje se aplicaría a partir de las ganancias que se generen desde la publicación de la modificación de Ley en el Diario Oficial La Gaceta y de igual manera aplicaría para todos los fondos, estén o no autorizados antes de la fecha de publicación en La Gaceta.

En el caso de activos transfronterizos, se grava la ley de otros países al impuesto sobre la renta nacional, además al colocar capitales del país en otro, el costo por las remesas al exterior tiene un porcentaje en exceso.

Por lo tanto las SAFI's interesadas en financiar o comprar inmuebles en el exterior deben conocer muy bien la ley fiscal en el extranjero y la estructura del vehículo legal que pueden utilizar, ya que una compra directa de un fondo costarricense se registraría en el extranjero como una empresa no residente con una tarifa de impuestos muy alta, y de crear una sociedad anónima en el extranjera como dueña del activo la carga tributaria sería de residente pero debe tomarse en cuenta los costos de inscripción. Esta decisión dependerá del análisis exhaustivo del mayor beneficio que se pueda obtener en el tema fiscal.



Para minimizar el riesgo que la valoración del inmueble sea inflada, la SUGEVAL propuso la rotación de los valoradores cada 3 años, sin embargo la sala cuarta fallo a favor del principio inconstitucionalidad de libre contratación. Algunas sociedades por decisión propia y motivadas con la transparencia de su labor tienen dentro de sus políticas variar los profesionales a cargo de la valoración.

El perfil de los inversionistas de un Fondo de Desarrollo es como conocedor de temas complejos relacionados con el desarrollo inmobiliario como la aprobación de permisos y tramitología en general, valoración de flujos de caja, industria inmobiliario y precios de venta, tipo de negociación preventas publicidad y promoción compromisos.

Además posee la capacidad de estimar las áreas y los temas que adolece y financiar asesores expertos en el tema y considerar este producto como una posibilidad para diversificar la cartera. Estos inversionistas sofisticados pueden ser de diferente índole como grupos financieros desarrolladores, operadoras de pensiones, megafondos, grupos financieros y clientes individuales.

La aceptación del mercado y el interés de los inversionistas por los Fondos de Desarrollo se justifica con las siguientes variables:

- Los desarrollares pueden construir edificios, venderlos y obtener una ganancia en el corto tiempo. Por lo general son grupos comprometidos con el producto, que poseen entendimiento de la figura y pueden participar como coinversionista en espera de un margen de utilidad.
- Esta es opción más accesible de financiamiento. Los préstamo bancario de acuerdo a la regulación de la SUGEF 105 los desarrolladores deben poseer garantías.

- Las Sociedades Administradoras de Fondos interesadas en esta opción pueden ofrecer nuevos producto y obtener un volumen más alto de comisión.

Además este es un producto novedoso elaborado por un equipo de trabajo que incluyo profesionales en el área, desarrolladores, inversionistas y grupos financieros tomando en cuenta adaptaciones de las leyes internacionales; por lo tanto es un producto desarrollado a la medida y adaptado al andamiaje del país, posee fortalezas legales (mencionadas para los fondos inmobiliarios) y un atractivo por el supuesto de altos rendimientos.

La tendencia del mercado de los fondos de desarrollo depende de la economía nacional, durante los últimos años se ha dirigido al turismo en especial en el Pacifico sur y espacios para oficinas. Es más probable que las SAFIS con experiencia en fondos inmobiliarios continúen en la línea de fondos de desarrollo tomando en cuenta la preferencia del inversionista.

Las mejoras que ha implementado la SUGEVAL mediante el acercamiento con la cámara de fondos, el colegio de ingenieros y otras entidades pretende fomentar la conciliación y la negociación. Entre tanto se debería integrar una base de datos que contenga las valoraciones de los inmuebles de acceso público con una intervención activa del Colegio de Ingenieros como asesor y regulador, las negociaciones de los últimos años transados por la SUGEVAL se ofrecen como estadísticas para referencias para los inversionistas.

Una de las mejoras latentes de la ley para la regulación del Mercado secundario para las participaciones negociadas. Los puesto de bolsa evalúan el perfil del inversionista y procuran sea el más apto para un producto específico.

La SUGEVAL evaluó un perfil mínimo inferior del inversionista con respecto al de los puestos de bolsa, los cuales han avanzado en el tema y exigen un estándar más alto, la labor de la entidad reguladora es empatar ambos.

En los mercados secundarios, no existe la figura del “creador de mercado” por título y fondo específico es un puesto de bolsa o compañía que se compromete a comprar las ofertas de venta, si al final del día no se concretaron las ventas pendientes o ejecutar la compra (ser la contraparte de la operación) en este momento existen para títulos de deuda y valores accionarios como florida, los puestos de bolsa son los que deben analizar si esta condición es rentable es algo en lo que debería mejorar porque cuando el inversionista decide vender no consigue en el corto plazo un comprador por lo que debe esperar.

Marco sancionatorio de la superintendencia es considerado extremista y necesita una reforma que establezca una gradualidad de aplicación de acuerdo a la reincidencia en una falla pese las advertencias. Por ejemplo en lo relacionado con la aplicación de la ley durante la aplicación de las revisiones si un cliente específico desconocido no posee expediente, que de acuerdo a la ley implica una suspensión por 5 años a una entidad, sin tomar en cuenta el número de clientes y la cantidad de faltas en este ejemplo con más de mil clientes solamente uno cuestionable.

La ley de psicotrópicos (sección a cargo) vela por el cumplimiento de la ley conocimiento del cliente y debe reportar operaciones sospechas y transacción mayor a \$10.000, las cuales se envían al ministerio público y al ICD (Instituto Costarricense de Drogas).

En el tema de regulaciones el departamento supervisión de mercados estados financieros auditados realiza visitas en el sitio en búsqueda de evaluar el cumplimiento de la normativa y el control interno.

De encontrarse fallos reincidentes las sanciones establecidas en la ley pueden ser muy graves, graves y leves. Por ejemplo el 2% del patrimonio, 200 salarios base, expulsión del mercado de valores durante 5 años o expulsión total. Si producto del proceso se detectan problemas de fraude o información fraudulenta se procede a informar al ministerio público; solicitando la intervención dada una situación tan grave que de continuar pone en riesgo el patrimonio de los clientes.

En casos catastróficos, la SUGEVAL solicita al CONASIF (superior en el rango) una autorización para intervenir, remover el personal y colocar personal de la SUGEVAL con conocimiento en el área. Una vez terminado el proceso de interversión se informa a los clientes de los resultados del proceso y queda en manos de los inversionistas decidir si continúan o cambian de SAFI; el interventor se encarga de contactar otras SAFIS en una sesión para que ofrezcan su producto y los inversionistas tomen una decisión

Para el cambio de SAFI se debe definir un mecanismo de salida para los ausentes disidentes, los cuales poseen derecho a receso y retirarse en caso que no deseen trasladarse de SAFI. Para este efecto cuentan con un periodo de seis meses para buscar un inversionista sustituto, hasta que se lleve a cabo el traslado del plan de trabajo de la nueva administración, los expedientes de los clientes y la entrega de la compañía en marcha.

La SUGEVAL como regulador puede resolver dudas sobre la normativa (mediante charlas y seminarios) y remitir al inversionista a la lista de todas las SAFIs, pero no puede hacer mención de una en específico.

El regulador define las normas generales de operación y todas las entidades que cumplan con los requisitos de entrada, pueden ofrecer los productos a los cuales se les autoriza no pueden privilegiar a las que ofrezcan un producto específico. Sin embargo administrar una cartera de valores puede ser más sencillo que llevar a cabo un desarrollo por lo que es indispensable poseer experticia para dirigirse a el mercado inmobiliario.

Las posibles opciones de productos en el mercado nacional en el mediano corto plazo podrían ser:

- Megafondos.(HSBC)
- Mega REITs (Banco Nacional)
- Fondos Franklyn Tempelton (Banco Nacional)
- Derivados para los cuales en el país aún no existe volatilidad dado el estancamiento del tipo de cambio dentro de las bandas (al inferior), al no existir volatilidad no hay incentivo de desarrollar estos instrumentos el banco central ha disminuido su intervención en los excesos en búsqueda de lograr una reacción en el mercado e impulsar la figura de los derivados.
- Contratos de diferencia que permiten determinar a través de títulos valores el tipo de cambio futuro.
- Fondos de capital de riesgo ley de contingencia fiscal (Artículo 85 de la ley) para financiamiento de PYMES Y MINIPYMES, las cuales al final se podrían incorporar al mercado de valores.
- Titularizadoras (compañías que emitan valores) para la de concesión de obra pública mediante el derecho de explotación durante un periodo, titularización de créditos hipotecarios, otros.

La integración de las operadoras de pensiones depende directamente del reglamento de SUPEN el cual es sumamente estricto de acuerdo a la relación riesgo beneficio. Continuamente se ha discutido si la cuota de pensiones debería destinarse a infraestructura de obra pública y mejoras del país. El interés de incluir a las operadoras de pensiones depende del comportamiento del producto, madurez, intereses de los trabajadores recibir su pensión o su adversidad al riesgo y como se maneja el reembolso de la pensión en un periodo de tiempo.

Sin embargo no se les puede exigir una línea de inversión en el país si existen opciones internacionales más rentables, la SUGEVAL establece las reglas pero no hay productos rentables en el país no pueden decir cómo hacer el negocio eso si le toca a la actividad (oferta- demanda)

Actualmente Fideicomiso Cariblanco y Peñas Blancas son proyectos hidroeléctricos donde se titularizó los cobros futuros de la venta de energía eléctrica al ICE y se ofrecen como un producto financiero.

El Financiamiento obra pública, depende de la ley de concesión de obra pública la cual necesita reformas, para ofrecer más seguridad a los inversionistas. El reglamento no le permite a los fondos invertir en estos inmuebles de acuerdo al artículo 89 del reglamento del Mercado de Valores sobre los activos autorizados ni iniciativa privada. El objetivo de la SUGEVAL es incluirlo como un apartado dentro del reglamento de fondos o dentro de los fondos de capital de riesgo.

La ley actual de concesión pide que se cree una sociedad anónima, la cual gana el derecho de concesión. El consejo de concesiones públicas del país exige requisitos de conocimientos, capacidad financiera y experiencia en desarrollo de obras similares o superiores, por lo tanto de acuerdo a esta ley el fondo no

invertiría en la carretera o en el terreno si no es dueño de un derecho a través de la sociedad anónima como dueña del derecho de explotación.

Los principales beneficios del desarrollo inmobiliario y turístico son la generación de fuentes de empleo y el ingreso de capital. Nacionalmente se debe tomar en cuenta la revisión de los costos y duración de trámites y permisos. Se requiere apertura de la ley de pensiones y una modificación a la ley de concesiones ya la SUGEVAL está estudiando las leyes y le interesaría poder hacer recomendaciones que se ajusten a los productos financieros. Así como implementar reformas fiscales efectivas conjuntamente con la revisión de los artículos de la ley.

Una de las amenazas que tendrían los fondos inmobiliarios sería la valoración de Costa Rica como un país riesgoso respecto al lavado de dinero.

Los proyectos turísticos internacionalmente son potenciales desarrollar por ejemplo en Nicaragua donde las leyes son flexibles, sin embargo como reguladores no pueden hacer mención a lugares o proyectos en específico

Los países a la vanguardia en América son Estados Unidos, Chile y México. Chile estructuró vehículos como titularizadoras fondos de inversión atractivos para los fondos de pensiones, es por eso que los fondos de pensiones han contribuido tanto al desarrollo del país.

En cuanto a los sistemas de regulaciones internacionales Chile posee poca normativa para fondos de desarrollo, los REIT's de Estados Unidos son una figura liberal que posee su propia autorregulación.

## **10 Análisis de la entrevista**

Dentro de la información brindada por los funcionarios de la SUGEVAL destaca el trabajo que en conjunto con sociedades administradoras de fondos de inversión, la cámara de sociedades administradoras de fondos de inversión y otros interesados para desarrollar tanto la ley como sus regulaciones (reglamentos, guías de uso, etc), lo que refleja un posición del regulador abierta al dialogo y a la creación de mejores mecanismos de regulación.

También es importante el papel que cumple de la SUGEVAL en beneficio del inversionista, pues las regulaciones van en procura de informar al inversionista para proteger su patrimonio y asegurar calidad en la información entregada al inversionista.

Llama la atención el hermetismo con que se trata la temática de la incorporación de las operadoras de pensiones a trabajar más de lleno con fondos de desarrollo inmobiliario, debido al alto riesgo que representa este tipo de inversiones para los intereses de los fondos de pensiones, que ahí se encuentra el dinero de la jubilación de todos los costarricenses, por lo que no es factible en este momento imponer a las operadoras de pensiones invertir en desarrollo del país, a pesar que ahora si pueden hacer inversiones en el extranjero. Esto podrá darse más adelante cuando el mercado haya madurado mejor este tipo de instrumentos financieros.

El origen de los fondos financieros fue el instrumento OPAB Operación de Administración Bursátil a finales de los años 80's y estaban regulados por un reglamento de la Bolsa Nacional de Valores. Debido a la crisis del sistema financiero en 1987, se vio la necesidad de regular este tipo de instrumentos, por



lo que en 1999, la Ley Reguladora del Mercado de Valores define los fondos de inversión inmobiliaria.

Es relevante que recientemente a algunas entidades financieras se le han autorizado fondos para invertir en REITs en Estados Unidos, Megafondo (fondo de fondos) lo que puede interpretarse como un indicador de crecimiento y madurez del mercado de valores costarricense, porque los inversionistas están interesados en que se les amplíe la cartera de inversión. Para el corto-mediano plazo en el mercado podríamos observar productos financieros como derivados (cuando el tipo de cambio comience a fluctuar), contratos de diferencia (permiten determinar a través de títulos valores el tipo de cambio futuro), fondos de capitalización de riesgo (inversión en MIPYMES) y titularizadotas (emisión de valores por parte de las PYMES).

## CAPITULO VII

### Conclusiones y Recomendaciones

#### A. Conclusiones

La investigación de fondos de inversión inmobiliaria, fondos de desarrollo inmobiliario, así como del sector inmobiliario y turístico, conduce a las siguientes conclusiones:

- Actualmente existe un fondo de desarrollo inmobiliario en operación que financia el proyecto Multipark. Extraoficialmente se conoce que una sociedad administradora de fondos de inversión posee intención de poner en operación un fondo de desarrollo inmobiliario dirigido al sector turístico y otra se encuentra a la espera de la aprobación de un fondo de desarrollo inmobiliario que participe como coinversionista en un megaproyecto turístico, sin embargo a la fecha no existen fondos de desarrollo inmobiliario financiando proyectos turísticos en Costa Rica.
- A partir de 1998 surgen los fondos de inversión inmobiliaria con la promulgación de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, posterior a productos financieros como los OPABs y CAVs. El primer fondo surge en el año 1999, llamado FIO 1 de la sociedad administradora de fondos de inversión del Banco Nacional de Costa Rica y se han comportado como un impulsador importante del desarrollo inmobiliario en el país.
- Los fondos inmobiliarios se potenciaron con la crisis del 2004, cuando se consolidaron como instrumentos financieros de gran estabilidad; para agosto de 2007 conforman la segunda opción más atractiva para los inversionistas nacionales a través de 16 fondos de inversión inmobiliaria en funcionamiento, con 4.710 inversionistas y aproximadamente \$557 millones de dólares en

activos. Por lo tanto se encuentran en una etapa de madurez, muy cerca de un punto de inflexión.

- La mayor concentración de inmuebles adquiridos por los fondos de inversión inmobiliaria están en la provincia San José llegando a un punto de saturación, por lo que se han dirigido hacia Alajuela, Heredia, Cartago y Guanacaste.
- Los fondos de desarrollo inmobiliario surgen a partir de la promulgación del Reglamento General sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión en el año 2006, producto de la madurez alcanzada por los inversionistas, sociedades administradoras y en general del mercado de los fondos de inversión inmobiliaria.
- Los fondos de desarrollo inmobiliario se encuentran en una etapa incipiente El primer fondo de desarrollo inmobiliario en operación en Costa Rica se aprobó en marzo del 2007, enfocado a locales comerciales y oficinas, es administrado por Improsa SAFI; en consiguiente la SUGEVAL ha aprobado 5 fondos más que no han iniciado operaciones.
- El sector comercio y de oficinas en el área Metropolitana se estima será el primer enfoque de los Fondos de Desarrollo, sin embargo, al estar este sector y provincia prontos a saturarse, se espera que los FDI a un mediano plazo tiendan a buscar nuevos sectores de inversión y nuevas ubicaciones como por ejemplo proyectos habitacionales.
- Los fondos de desarrollo inmobiliario son más riesgosos que los fondos de inversión inmobiliaria, al asumir el riesgo del desarrollo del proyecto y en algunos casos desde la compra del terreno, suponiendo altas rentabilidades reflejadas en un alto riesgo que debe asumir el inversionista.
- En la actualidad los fondos de desarrollo inmobiliario no pueden ser utilizados como forma de financiamiento de infraestructura pública por el impedimento legal que se encuentra en el artículo 89 de la Ley de Mercado de Valores

que no contempla este tipo de inmuebles y .la Ley de Concesión de Obra Pública que limita la administración de estos activos a Sociedades Anónimas.

- Un fondo de desarrollo inmobiliario, una vez terminado el proyecto específico puede vender el inmueble a un fondo de inversión inmobiliaria para su administración y de esta forma recuperar el capital para generar nuevos proyectos inmobiliarios.
- Se puede estimar que la participación de los fondos de desarrollo inmobiliario en el sector turístico va a ser de moderada o baja, dada la importancia de diversificar la cartera de inversión, generando un leve impacto en la economía.
- Los fondos de inversión inmobiliaria y los fondos de desarrollo inmobiliario poseen características como: que son cerrados, con inversiones a largo plazo y tendientes a generar grandes volúmenes de cartera muy atractivos para las sociedades administradoras de fondos de inversión.
- El perfil de un inversionista para un fondo de desarrollo inmobiliario es diferente al perfil del inversionista de los fondos de inversión inmobiliaria; principalmente en los aspectos de capital, liquidez y conocimiento del riesgo.
- Las operadoras de pensiones son un cliente potencial de gran importancia para los fondos de desarrollo inmobiliario que están emergiendo, sin embargo tienen una variedad de restricciones que le ha implantado la Ley para conformar su cartera de inversión.
- El surgimiento de nuevas figuras como los megafondos abre la posibilidad de que otro tipo de inversionistas puedan participar indirectamente en los fondos inmobiliarios y principalmente en fondos de desarrollo.
- El impuesto único del 5% sobre las utilidades de ambos productos, constituye un atractivo para el inversionista al disminuir la carga tributaria, sin embargo

de modificarse la ley esta condición no se mantendría y en adelante todos los fondos deberán asumir el nuevo costo relacionado.

- El desarrollo turístico ha tenido en los últimos años un gran auge debido a los múltiples atractivos que brinda el país, esto beneficia la actividad de la construcción y al desarrollo inmobiliario de zonas costeras en especial Pacífico Norte y Central, más recientemente el pacífico Sur.
- Los proyectos turísticos impulsan económicamente al país en el mediano y largo plazo principalmente en las zonas aledañas al desarrollo al generar empleos en construcción, mantenimiento y operaciones de las instalaciones, así como servicios paralelos. La tendencia de financiamiento ha sido la inversión de capital privado, en especial la inversión extranjera directa como grandes y poderosas cadenas hoteleras y los préstamos bancarios.
- La burocracia en los trámites para proyectos y falta de planificación por parte de las autoridades gubernamentales son los principales agentes de desinsentivación de la industria inmobiliaria ya que la aprobación de proyectos inmobiliarios depende de trámites engorrosos y de criterios subjetivos.
- La industria de la construcción es un motor importante de la economía. El papel del desarrollador de proyectos inmobiliarios es trascendental al aportar la propuesta y llevar a cabo los aspectos técnicos del desarrollo.
- La coyuntura económica por la que pasa el país es excepcional, el gobierno ha disminuido sus emisiones de títulos y las tasas de interés han bajado de forma considerable, propiciando un escenario muy favorable para que los fondos de inversión inmobiliaria y fondos de desarrollo inmobiliario figuren como instrumentos de alto rendimiento y estabilidad.
- El rendimiento de un fondo de inversión inmobiliaria es estable, lo que también lo hace poco flexible. Esto es una ventaja en una coyuntura económica como la actual, pero en momentos donde los otros productos de

inversión logren tasas mayores que las de los fondos inmobiliarios, es poco o casi nada lo que éstos pueden hacer para mejorar su rentabilidad, por provenir principalmente de los alquileres de sus inmuebles para continuar siendo atractivos para el mercado.

- Las sociedades administradoras de fondos de inversión coinciden en que ningún proyecto o ubicación geográfica es favorita o poco atractiva, hasta que esto lo determine un estudio formal de factibilidad, integrando especialmente un estudio de mercadeo.
- La comisión que cobran las SAFIs por administrar los fondos inmobiliarios y los fondos de desarrollo varía dependiendo del monto en que la sociedad decide apalancarse, porque el porcentaje de la comisión se calcula sobre el valor neto de administrado. Esta puede decidir no apalancar el fondo o apalancarlo en un porcentaje muy bajo, incrementando el riesgoso.
- Las únicas evidencias de procesos anómalos en el sector inmobiliario, en los que se hayan visto envueltas Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión son Financorp que tuvo que ser intervenida por la SUGEVAL y el Fondo FIO del Banco Nacional.
- El inversionista no tiene un punto de referencia para comparar y evaluar la calidad de la información del Adendum al Prospecto del Fondo Inmobiliario o Fondo de Desarrollo, al no existir una estandarización de la información que la SAFI le presenta.
- En América Latina, Chile se encuentra a la vanguardia en el mercado de los fondos inmobiliarios y de desarrollo debido al impulso que le han dado las operadoras de pensiones, al encontrar el instrumento atractivo y seguro. En este país se han desarrollado principalmente proyectos habitacionales.
- Estados Unidos registra dentro de sus estadísticas un porcentaje de importancia de la inversión de los REITs en proyectos turísticos.

- Panamá se presenta como un importante competidor del país en el ámbito turístico e inmobiliario, ya que cuenta con más facilidades para recibir inversión e inyectar recursos a estas actividades económicas.
- Además de VISTA SAFI, otras sociedades administradoras están evaluando la opción de que fondos inmobiliarios y fondos de desarrollo inviertan fuera del territorio nacional, sin embargo al invertir en activos transfronterizos el fondo tendrá que asumir las leyes fiscales que tenga el país donde se realiza la inversión, por lo que se debe evaluar el costo de oportunidad.

## **B. Recomendaciones**

En este apartado se detallan futuras líneas de investigación.

- Realizar un análisis y comparación de la legislación referente a capital de riesgo, fondos de inversión inmobiliaria y fondos de desarrollo inmobiliario y la ley de concesión pública.
- Evaluar la apertura y flexibilización de los fondos de desarrollo a 5 años en cuanto a costos de participación y financiamiento de proyectos.
- Investigar si los fondos de desarrollo conforman una opción del incremento del patrimonio viable para los desarrolladores.
- Investigación de estadísticas y valoraciones de los inmuebles por parte del colegio de ingenieros y arquitectos y otras entidades relacionadas.





## Bibliografía

- Banco Nacional de Costa Rica. (2007, setiembre) Anuario de turismo. Disponible en <http://www.bncr.fi.cr/bn/turismo/estad.asp>
- Barrantes, R. (2005). Investigación. Un camino al conocimiento. Un enfoque cuantitativo y cualitativo. San José, Costa Rica: EUNED.
- Bolaños Salas, Irene (2004) Los Fondos de Inversión Inmobiliarios y los Arrendamientos al Estado. Tesis de Maestría en Derecho Económico. Universidad Estatal a Distancia. San José Costa Rica
- Chase, Graham (2006). Business Tenancy Renewals –A survivors handbook.
- Coalición Costarricense de Iniciativas de Desarrollo CINDE (2007, setiembre). Situación actual de la inversión extranjera en Costa Rica Disponible en dirección electrónica: [www.cinde.org/esp-situacionactual.shtml](http://www.cinde.org/esp-situacionactual.shtml)
- Consejo Asesor Presidencial para la Reforma Provisional (mayo de 2006) Propuestas para Incrementar la Rentabilidad del Sistema Previsional de Chile Asociación Chilena de administradoras de fondos de inversión A.G.
- Grupo Aldesa (2007, setiembre). Disponible en la dirección [www.aldesa.com](http://www.aldesa.com)
- Grupo Interbolsa (Setiembre 2007). Disponible en dirección [www.interbolsa.fi.cr](http://www.interbolsa.fi.cr)
- Grupo Interinstitucional de Inversión Extranjera Directa (2007). Inversión Extranjera Directa en Costa Rica Definitiva 2006 y Estimación 2007. San José, Costa Rica. Banco Central de Costa Rica.
- Hernández, A. (2002) Derecho Bursátil (Mercado de Valores), Tomo I y II, (1era ed.). San José, Costa Rica: Editorial Investigaciones Jurídicas S.A.

- Improsa SAFI Sociedad Administradora de Fondos de Inversión (2007, setiembre) Disponible en [http://www.cisasp.com/gfi/safi/safi\\_costarica/index.html](http://www.cisasp.com/gfi/safi/safi_costarica/index.html)
- Ley Reguladora del Mercado de Valores. (1998). En Gaceta Oficial No 18. Poder Legislativo de la República de Costa Rica.
- Mesén, M (2006). Voces de la construcción. Cámara Costarricense de la Construcción. 104, 46-50.
- Ministerio de Hacienda de la República de Costa Rica Manual de Fondos de Inversión. (1995). San José, Costa Rica.
- Ortiz, G. (2006, setiembre) Análisis de la Industria de los Fondos Inmobiliarios. Disponible en [www.capitales.com](http://www.capitales.com)
- Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero. Reglamento General sobre Sociedades y Fondos de Inversión. . En Gaceta Oficial No 87 (2006).
- Sanabria, M. (2005) Análisis de los fondos de inversión inmobiliarios en Costa Rica. Revista Rhombus, 1(3). Universidad de Ciencia y Tecnología ULACIT.
- Sierra, R. (1989). Técnicas de investigación social. Madrid: Paraninfo S.A.
- Sociedad Administradora de Fondos de Inversión Multifondos de Costa Rica S.A. (2007, setiembre). Disponible en <http://www.mvalores.fi.cr/grupo.php?o=3>
- Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana S.A. (2007, octubre). Disponible en dirección electrónica [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)
- Tapia, Miguel (2006) Datos Económicos y Estadísticos de la Cámara Costarricense de la Construcción. Revista Construcción 104(13)

- Jones Lang LaSalle (2006) Estudio sobre capital inmobiliario internacional Moving Furter and Faster. Disponible en <http://www.joneslanglasalle.com/en-GB/>
- Nacional Association of Real Estate Investment Trust. (2003). La historia de los REITs. Disponible en [www.nairet.com](http://www.nairet.com).
- Standard & Poors (2007, setiembre). Disponible en [www.standard&poors.com](http://www.standard&poors.com)
- Mojica, F. (2005, setiembre). La ciudad del futuro. [diapositiva]. Colombia. Universidad Externado Colombia, 73 diapositivas.
- Ministerio de Ambiente, Vivienda y Desarrollo Territorial (2006, abril). País de propietarios. [diapositiva]. Colombia. República de Colombia, 79 diapositivas.
- Banco Central de Reserva de El Salvador. (2003) Fondos de Inversión: Experiencias de España y Chile. Boletín Económico. Disponible en dirección [http://www.bcr.gob.sv/publicaciones/boletin\\_economico/boletin\\_2003/boletin\\_20030910\\_158c\\_fondos\\_inversion\\_espana\\_chile.pdf](http://www.bcr.gob.sv/publicaciones/boletin_economico/boletin_2003/boletin_20030910_158c_fondos_inversion_espana_chile.pdf)
- Aguareles, Sara. (2006, 25 de diciembre) Los REITs una nueva alternativa de inversión inmobiliaria. Noticias.com. Disponible en [www.noticias.com](http://www.noticias.com)
- Asamblea Legislativa de la República de Costa Rica. (2007, setiembre). Proyecto de Ley de Creación de la Agencia Promotora Turística de Guanacaste (APROTUG) Disponible en dirección electrónica <http://196.40.23.180/proyecto/14800/14805.doc>
- Faundes, A (2006. 04 de agosto) Dinero en construcción Las bajas tasas y el alza de los bienes raíces ponen de moda los fondos inmobiliarios. La Prensa de Minnesota disponible en la dirección electrónica <http://www.laprensademn.com/print.php?nid=155&origen=1>

Agencias EP. (Junio 21, 2006). Barceló negocia con cajas de ahorros y fondos de inversión alianzas para crecer en España. Disponible en [www.actualidad24horas.com](http://www.actualidad24horas.com)

Luconi, Lanzo. (2006, octubre). Fondos de Desarrollo Inmobiliario: Una nueva etapa en el mercado de capitales de Costa Rica. Tercera Jornada Internacional de Fondos Inmobiliarios. Cámara Nacional de Sociedades de Fondos de Inversión. San José, Costa Rica.

National Association of Real Estate Investment Trusts. (2006, noviembre) Commercial Real Estate: The Role of Global Listed Real Estate Equities in a Strategic Asset Allocation. Ibbotson Associates. Estados Unidos de Norteamérica.

Velasco, F. (2007, abril). Avance de los fondos inmobiliarios en Colombia. [diapositiva]. Colombia. Fiduciaria Bancolombia, 12 diapositivas.

Banco HSBC Costa Rica Preguntas frecuentes (2007, agosto). Disponible en [www.hsbc.fi.cr](http://www.hsbc.fi.cr)

Bankinter España. Guía del Inversor. (2007, agosto). Disponible en dirección electrónica [www.bankinter.com](http://www.bankinter.com)

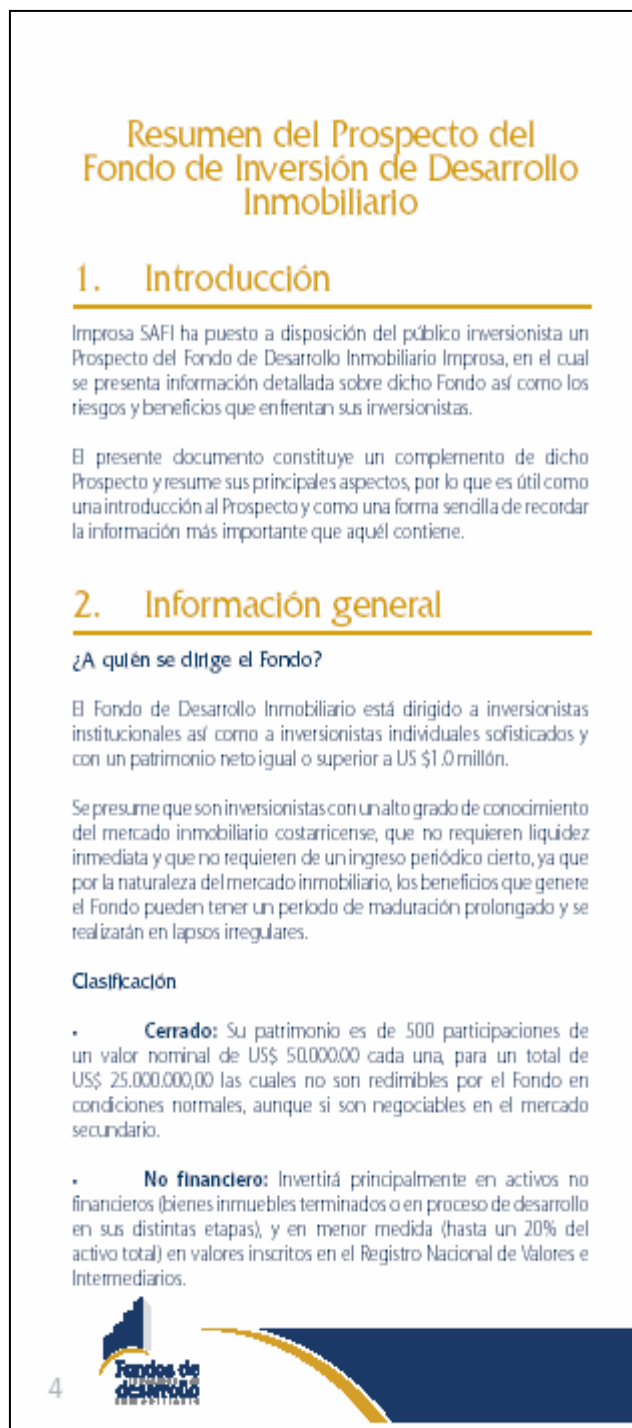
Grupo Financiero Acobo (2007, agosto). Disponible en la dirección electrónica <http://www.grupoacobo.com>

Superintendencia General de Valores SUGEVAL (2007, agosto). Disponible en dirección electrónica [www.sugeval.fi.cr](http://www.sugeval.fi.cr)

Fitch Centroamérica S.A. (2007 octubre). Disponible en dirección electrónica [www.fitchca.com](http://www.fitchca.com)

## Anexos

### Anexo 1: Prospecto Fondo de Desarrollo Inmobiliario IMPROSA SAFI.



- **De crecimiento:** Inversión a mediano plazo que se estima puede oscilar entre veinticuatro y sesenta meses aproximadamente y reparto de beneficios netos devengados por el Fondo según la fecha de liquidación de cada proyecto, en caso de que existan utilidades que distribuir a nivel del Fondo, y siempre que la asamblea de inversionistas del Fondo así lo acuerde con en base estados financieros auditados.

- **En Dólares Estadounidenses**
- **Plazo:** 30 años
- **Mercado meta:** Proyectos de desarrollo inmobiliario nacional.

#### Cartera de Inversiones del Fondo

- **Financieras:** Según se indicó, un porcentaje máximo del 20% de los activos del fondo podrá invertirse en activos financieros, es decir, en valores del sector público y privado inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de Costa Rica.
- **Inmobiliarias:** El Fondo de Desarrollo Inmobiliario participará en el desarrollo de inmuebles residenciales, comerciales, turísticos, de zona franca, hospitalarios, gubernamental, de educación, salud, de parques industriales, logísticos y de servicios únicamente en Costa Rica, con el objetivo de obtener una plusvalía una vez concluido el desarrollo y comercializado el inmueble resultante.

#### Cargos

- **Comisión de Administración:** La Junta Directiva de Improsa SAFI podrá fijar como comisión de administración del Fondo de Inversión de Desarrollo Inmobiliario hasta un máximo del 10% anual sobre el valor su activo neto, la cual se calcula diariamente y se cobra mensualmente. El porcentaje de comisión inicial ascenderá a un 5% anual y las sucesivas modificaciones deben hacerse públicas mediante un Comunicado de Hecho Relevante antes de su entrada en vigencia.
- **Gastos corrientes a cargo del Fondo:** Además el Fondo podrá incurrir en los gastos corrientes propios de su giro de negocios, los cuales se detallan en el correspondiente Prospecto.
- **Otros Gastos extraordinarios a cargo del Fondo**
  - o Gastos de traspaso a cargo del Fondo en transacciones de compra y venta de inmuebles.
  - o Costos de litigios y gastos legales por defensa del Fondo.



### 3. Colocación y valoración de las participaciones. Colocación inicial:

El primer aporte para efectos de la oferta pública inicial será de US\$ 50.000.00 o múltiplos de esa suma, el cual se registra en términos de "participaciones" adquiridas, las cuales están representadas por certificados de participación emitidos a la orden y se llevarán en forma de macro títulos a través de la Central de Valores S.A. (CEVAL).

#### Colocaciones posteriores

En el caso de colocaciones posteriores en mercado primario, Improsa SAFI procederá a informar al mercado mediante un Comunicado de Hecho Relevante con al menos tres días hábiles de anticipación el precio referencia de la participación, que tiene carácter meramente informativo y no necesariamente será el precio al que se realice la colocación. Salvo que cuente con la autorización de la Asamblea de Inversionistas, Improsa SAFI no podrá efectuar dicha colocación a un precio menor al de referencia.

#### Macro títulos

Dado que el Fondo empleará el macro título, el inversionista no recibe un título valor físicamente, salvo en los siguientes casos:

- a) Incumplimiento de redención del Fondo, siempre que el título físico se requiera para efectos del reclamo del crédito correspondiente.
- b) A solicitud del propietario de la participación, siempre que el título físico se requiera para la demostración de su legitimación ante un órgano administrativo o judicial.

Al emplearse macro títulos, tanto CEVAL como Improsa SAFI, mantienen cuentas individualizadas de las participaciones, a nombre de cada titular, que se concilian diariamente. En el caso de su negociación en Bolsa, el mantenimiento de la cuenta individual podría implicar cargos adicionales por el servicio de custodia. Todo movimiento que afecte a las participaciones deberá inscribirse en el registro de la Central de Valores e Improsa SAFI para que afecten a terceros, lo cual podría implicar cargos por el servicio de inscripción.

#### Valor de las colocaciones subsecuentes.

El valor en estas colocaciones permite el reconocimiento monetario



por parte del inversionista, entre otros aspectos, de los rendimientos generados por el Fondo y el valor en libros actualizado de sus activos inmobiliarios a la fecha en que el inversionista procede a realizar la suscripción de nuevas participaciones. Por lo tanto, los inversionistas deben cancelar además del valor facial del título una suma adicional que se denomina capital pagado en exceso, que reconoce el valor actualizado del proyecto y los rendimientos generados por el fondo.

#### **Los Títulos de Participación y el monto de la emisión:**

Los Títulos de Participación son títulos a la orden, con un plazo igual a la duración del Fondo que es de 30 años y con un valor nominal de cincuenta mil dólares cada uno. El monto máximo de Títulos de Participación que se emitan será por el equivalente de veinticinco millones de dólares de valor nominal, sin embargo en cualquier momento podrá aumentarse el monto máximo, previo acuerdo de la Asamblea de Inversionistas y la debida autorización por parte de la Superintendencia General de Valores.

Métodos para la colocación de las participaciones.

Las emisiones de las participaciones ser colocadas por Improsa SAFI mediante el uso de cualquiera de los métodos que seguidamente se describen. El método a utilizar será seleccionado a discreción de Improsa SAFI según criterios de oportunidad y eficacia, entre otros.

- **Contrato de suscripción en firme:**

En caso de seleccionar este mecanismo, se suscribirá un contrato con una o varias entidades autorizadas, las cuales se obligarán a comprar por cuenta propia la totalidad de una emisión al precio y en el plazo convenido entre las partes. La entidad o entidades suscriptoras en firme podrán realizar la colocación una vez la emisión se encuentre suscrita y pagada.

- **Subasta competitiva fuera de bolsa:**

Improsa SAFI ha optado por contemplar este mecanismo de colocación de participaciones con el fin de permitir que los inversionistas puedan proceder a presentar ofertas de compra en firme por parte o la totalidad del tracto del capital autorizado a emitir. Improsa SAFI se reserva el derecho de asignar parcial o totalmente la emisión convocada, y ha optado por seguir estrictamente las instrucciones vigentes para este tipo de mecanismo de emisión en las Reglas de Negocio de la Bolsa Nacional de Valores.



En ningún caso, Improsa SAFI aceptará ofertas de precio inferiores al valor del activo neto por participación vigente a la fecha de la subasta, salvo que la Asamblea de Inversionistas del Fondo de Inversión de Desarrollo Inmobiliario haya brindado su autorización respectiva.

- **Subasta competitiva por bolsa:**

En caso de utilizar este método, Improsa SAFI ha designado como entidad comercializadora del Fondo de Desarrollo Inmobiliario a Improsa Valores, S.A. y como agente pagador al Banco Improsa, S.A.

La utilización de este método se comunicará como Hecho Relevante y por anticipado, indicando fecha y precio de referencia para la realización de la subasta.

#### **Valoración de Participaciones**

La metodología para obtener el Valor de Activo Neto consiste en valorar la cartera de bienes inmuebles y proyectos de desarrollo inmobiliario y demás activos del Fondo y restarle los pasivos que pueda tener y los gastos acumulados a la fecha del cálculo. Una vez calculado este valor, se procede a la determinación del precio de la participación del Fondo al dividir el valor citado entre el número de participaciones propiedad de los inversionistas. Para calcular este precio, Improsa SAFI, S.A. lleva a cabo una valoración diaria del valor del activo neto.

- **Metodología de valoración de la cartera de valores:**

Improsa SAFI, S.A. seleccionó como metodología de valoración de la cartera de valores el vector de precios publicado por la Bolsa Nacional de Valores.

- **Valoración de Bienes Inmuebles Terminados:**

**Deben existir al menos dos valoraciones de cada Inmueble:**

- Valoración por parte de un perito incorporado al Colegio de Ingenieros y Arquitectos.
- Valoración por parte de un profesional en finanzas.

El valor final del inmueble es el menor valor de los consignados en estas valoraciones.



- **Valoración de Proyectos de Desarrollo Inmobiliario:**
- o **Determinación del valor de compra del proyecto:**

Usualmente, un proyecto de desarrollo inmobiliario implica la ejecución de las siguientes macro-actividades:

- **Conceptualización del Proyecto**
- **Construcción del Producto Inmobiliario**
- **Creación de Valor:** por venta total o parcial del activo construido.
- **Realización de Valor:** venta del producto inmobiliario desarrollado en su condición de negocio en marcha, ya sea a Fondos Inmobiliarios tradicionales o a inversionistas individuales o institucionales.

El nivel de riesgo y por consiguiente la expectativa de rendimiento de los inversionistas del Fondo, varían al concluir cada una de las etapas antes mencionadas. Con el fin de cumplir con el objetivo antes planteado, y determinar el valor de los activos a incorporar en la cartera del Fondo de Desarrollo, Improsa SAFI empleará el método denominado valor residual, lo cual combina los siguientes elementos:

- Valor de la venta del producto
- Estatus actual del proyecto adquirido
- Presupuesto de costos y gastos
- Estructura Financiera
- Tasa de Descuento.

En atención a lo anterior se establece el valor o precio de adquisición del proyecto como el valor presente (a la tasa de descuento establecida por el modelo) de la diferencia entre el valor esperado de venta del producto inmobiliario y los egresos necesarios para que el activo se encuentre en condiciones de venta.

De igual forma, cabe mencionar que Improsa SAFI contará con la siguiente información, a fin de adoptar la decisión de invertir parcial o totalmente en un proyecto de desarrollo inmobiliario:

1. Anteproyecto.
2. Estudios de mercado, factibilidad financiera, legal, ambiental y técnica.
3. Estimación del valor del terreno preparado por un perito autorizado.
4. Plan maestro de construcción, así como el dictamen de un perito



- autorizado sobre el mismo.
- 5. Flujo de caja proyectado.
- 6. Proyecciones financieras.
- 7. Rentabilidad proyectada.
- 8. Cronograma de desembolsos y desarrollo de obra.
- 9. Propuesta de porcentaje de inversión respecto al capital necesario para el desarrollo de la obra.
- 10. Medidas de protección propuestas en caso de ser socio minoritario.
- 11. Plan de comercialización.
- 12. Estructura de asesores para la gestión del proyecto.
- 13. Información y experiencia de los socios y desarrollador de los proyectos, a fin de poder cumplir con lo dispuesto en la política conozca su cliente del Grupo Financiero Improsa.
- 14. Aquella otra información que sea requerida por el Comité de Inversión.

- o **Valoración de la cartera de obras o proyectos de desarrollo inmobiliario en proceso:**

Improsa SAFI procederá a valorar la cartera de proyectos de desarrollo inmobiliario con que cuente el Fondo a una fecha determinada según lo establecido para estos efectos en las Normas Internacionales de Información Financiera.

- o **Contratación de peritos:**

Improsa SAFI, ha fijado como política que no podrá participar como perito persona física o jurídica que pertenezca al mismo grupo económico de la sociedad administradora, y que la elaboración del avalúo de los peritos se efectuará conforme a las Instrucciones para la Valoración de los Bienes Inmuebles de los Fondos de Inversión emitidas por el Superintendente de Valores en el año 2001

## 4. Distribución de Rendimientos y Devolución del Capital Pagado en Exceso

**Distribución de los beneficios netos:** El Fondo reparte los beneficios netos producto de su gestión, luego de rebajar los gastos y costos correspondientes tanto a la administración del Fondo como al desarrollo y mantenimiento de los inmuebles, así como las reservas que con dicho propósito sean creadas.

Los beneficios netos se distribuirán según la fecha de liquidación





de cada proyecto, en caso de que existan utilidades que distribuir a nivel del Fondo, y siempre que la Asamblea de Inversionistas del Fondo así lo acuerde con en base estados financieros auditados.

En caso de que existan beneficios que no se distribuyan en un período independientemente de su razón, dichos beneficios se acumularán hasta su efectiva distribución.

**Devolución del capital pagado en exceso:** Las sumas recaudadas por este motivo durante el ejercicio fiscal integran también el patrimonio neto de los inversionistas, y forman parte de las sumas distribuibles entre los inversionistas que integran el Fondo en la fecha de cierre del ejercicio fiscal en la proporción que a cada uno corresponda, según consten en los estados financieros auditados.

## 5. Riesgos de la Inversión

Toda inversión está sujeta a riesgos. En el caso de las inversiones en el Fondo de Desarrollo Inmobiliario los riesgos más importantes son:

### *Riesgos de la cartera Inmobiliaria*

- Por concentración de inmuebles o arrendatarios
- Por retrasos en la ejecución de los proyectos
- Por contracción de la demanda inmobiliaria
- Por posible liquidación del Fondo
- Por la selección de la cartera de proyectos del Fondo.
- Por problemas de inscripción de bienes inmuebles
- Por ser el primer Fondo de su tipo en Costa Rica.
- Por incremento de costos de construcción en el proyecto
- Por imposibilidad de terminar con éxito el desarrollo planificado
- Por dificultades para colocar participaciones.
- Por cambios adversos en la legislación vigente en la

### **materia**

- Por deficiencias o errores en el desarrollo de proyectos o en la administración de los inmuebles terminados
- Por variaciones en el valor de los proyectos de desarrollo o en la estimación del valor de los inmuebles
- Por ausencia de límites de concentración por tipo de desarrollo inmobiliario
- Por procesos judiciales y administrativos contra la Sociedad Administradora y el Fondo de Inversión
- Por conflictos de interés entre Fondos administrados por Improsa SAFI:
- Por moneda y tipo de cambio
- Por liquidez

### *Riesgo de la cartera de valores<sup>7</sup>*

- Riesgo asociado con los títulos específicos en que invierta el Fondo (riesgo no sistémico)
- Riesgo Sistémico o riesgo de mercado.
- Riesgo por inversión en instrumentos de renta variable
- Riesgo de tasa de interés
- Riesgo por operaciones de recompra

### *Políticas para manejo de riesgos:*

#### **Cartera Inmobiliaria:**

Todos los inmuebles, terminados y en construcción, tendrán cobertura total contra siniestros a través de las pólizas correspondientes suscritas con el Instituto Nacional de Seguros.

Para reducir el riesgo de concentración por arrendatario el Fondo de Desarrollo tendrá y administrará los niveles máximos de concentración

permitidos por el Reglamento de Fondos de Inversión y Sociedades Administradoras emitido por el CONASSF.

#### **Cartera de Valores:**

Improsa SAFI por cuenta del Fondo de Inversión de Desarrollo Inmobiliario Improsa invertirá en valores de Sector Público Costarricense y en emisores de sector privado inscrito en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios en SUGEVAL con calificación mínima de AA por parte de las calificadoras de riesgo autorizadas, y mantendrá una política de diversificación de cartera rigurosa de conformidad con lo dispuesto en el presente prospecto y la normativa vigente en la materia.

Por otro lado, Improsa SAFI contará con una Unidad Integral de Gestión de Riesgo, cuyos servicios serán contratados a Improsa Valores, Puesto de Bolsa, S.A., entidad que coadyuvará en la gestión de carteras financieras.

## **6. Políticas de diversificación de las inversiones Inversiones Inmobiliarias**

### **- Por grado de avance**

Las inversiones del Fondo estarán sujetas a las siguientes reglas de diversificación:

- Al menos el 80% de los activos del fondo deberá estar invertido en terrenos, inmuebles en distintos grados de avance, inmuebles terminados y proyectos de desarrollo inmobiliario.
- Hasta un 20% se invertirá en valores, de conformidad con la normativa prudencial respectiva.

### **- Por ubicación geográfica**

El Fondo de Desarrollo Inmobiliario Improsa podrá invertir en desarrollos inmobiliarios ubicados en cualquier lugar de la República de Costa Rica únicamente.

### **- Por sector económico**

El Fondo de Desarrollo Inmobiliario Improsa participará en el desarrollo de inmuebles residenciales, comerciales, turísticos, de zona franca, hospitalarios, gubernamental, de educación, salud, de

parques industriales, logísticos y de servicios.

### **- Por porcentaje de participación en el desarrollo**

El Fondo de Desarrollo Inmobiliario podrá participar en proyectos de desarrollo mediante la participación total o parcial en los desarrollos que incluya en su cartera.

### **- Por el mercado meta de venta del proyecto.**

El Fondo invertirá en el desarrollo de proyectos cuyos inmuebles estarán destinados al arrendamiento o venta por parte de personas físicas y jurídicas residentes y no residentes en el país.  
Inversiones financieras

Máximo 10% del Fondo en valores de un emisor privado y máximo de 10% del Fondo en valores de un mismo Grupo de Interés Económico, incluyendo al Grupo Económico al que pertenece Improsa SAFI, S.A.

Tenencia máxima del 10% del saldo en circulación de valores emitidos por una empresa privada, pero hasta un 10% si se refiere a los valores en circulación de un mismo Grupo de Interés Económico privado.

Máximo del 10% de la cartera de valores del Fondo en operaciones de recompra, que no hayan sido realizadas a un día hábil y con subyacentes de títulos soberanos de Costa Rica, como vendedor a plazo.

Máximo 10% de la cartera de valores en participaciones de otros Fondos cerrados. El Fondo no tendrá control en ninguna sociedad emisora.

## **7. Política de endeudamiento**

### **o Financiamiento de proyectos de desarrollo inmobiliario:**

El Fondo podrá financiar la inversión en proyectos inmobiliarios o la participación en las sociedades de propósito específico, siempre que el saldo vivo de financiación en ningún momento supere el 60% de los activos del Fondo.

### **o Financiamiento de necesidades temporales de liquidez:**

El Fondo podrá financiar sus necesidades temporales de liquidez

siempre que el saldo vivo de financiación en ningún momento supere el 10% de los activos del Fondo.

**o Límite global de endeudamiento:**

La suma global del endeudamiento para financiamiento de los proyectos de desarrollo inmobiliario y las necesidades temporales de liquidez no podrá exceder del sesenta (60%) de sus activos.

## 8. Prohibiciones

La Sociedad de Fondos de Inversión, sus Directores, gerentes o funcionarios, o su Grupo de Interés Económico, no podrán adquirir valores o bienes de propiedad del Fondo que administren, ni enajenar, vender los suyos a éste. La sociedad administradora y las entidades que forman parte de su Grupo de Interés Económico, pueden ser arrendatarios del fondo, siempre y cuando no generen, en su conjunto, más de un 5% de los ingresos mensuales del fondo, todo de conformidad con el artículo 82 del Reglamento General de Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión vigente a la fecha de aprobación del presente Prospecto. La revelación de un nuevo contrato con estas entidades debe realizarse mediante un Comunicado de Hecho Relevante.

## 9. Tratamiento Fiscal

El artículo 100 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores estipula: "Los rendimientos que reciban los Fondos de Inversión provenientes de la adquisición de títulos valores, que ya estén sujetos al impuesto único sobre intereses referido en el inciso c) del artículo 23 de la Ley N° 7092, del 21 de abril de 1988, o que estén exentos de dicho impuesto, estarán exceptuados de cualquier otro tributo distinto del impuesto sobre la renta disponible, previsto en la misma ley citada.

Los rendimientos percibidos por los Fondos de Inversión provenientes de títulos valores u otros activos que adquieran y que no estén sujetos al impuesto único sobre intereses arriba citado, quedarán sujetos a un impuesto único y definitivo, con una tarifa del cinco por ciento (5%). La base imponible será el monto total de la renta o los rendimientos acreditados, compensados, percibidos o puestos a disposición del Fondo de Inversión.

Las ganancias de capital generadas por la enajenación, por cualquier título de activos del Fondo, estarán sujetas a un impuesto único y

definitivo con una tarifa del cinco por ciento (5%). La base imponible será la diferencia entre el valor de enajenación y el valor registrado en la contabilidad a la fecha de dicha transacción.

Los impuestos descritos en los párrafos segundo y tercero de este artículo, se calcularán con el método de declaración, determinación y pago a cargo del Fondo de Inversión, con un período fiscal mensual.

## 10. Redención de participaciones

Las participaciones del fondo podrán ser redimidas si se presenta alguna de las siguientes condiciones:

- a. La conversión del fondo cerrado a uno abierto, conforme a la aprobación de la asamblea de inversionistas.
- b. En casos de iliquidez del mercado y con aprobación de la asamblea de inversionistas, cuando sean autorizados por la Superintendencia.
- c. Las condiciones establecidas en el artículo 6 y 23 del Reglamento general sobre Sociedades Administradoras y Fondos de Inversión.

En todos los casos, el reembolso se sujetará a las mismas reglas de pago y plazo establecidas para la redención de las participaciones de los fondos abiertos.

## 11. Agencia calificadora de riesgo

El Fondo de Inversión de Desarrollo Inmobiliario Improsa está sujeto al proceso de calificación de riesgo elaborado por la Agencia Calificadora de Riesgo Fitch Centroamérica, S.A. Dicha calificación puede ser consultada en la página Web de Fitch Ratings Centroamérica, en la dirección <http://www.fitchca.com/> o en la página Web del Grupo Financiero Improsa, en la dirección <http://www.grupoinprosa.com/>.

## 12. Información a los Inversionistas

Disponible en las oficinas de Improsa SAFI, S.A., en Improsa Valores, S.A. y en la SUGEVAL:

- a) Valor del activo neto del Fondo y precio del Título de Participación, con una periodicidad diaria.

- b) Composición del activo del Fondo al último día de cada mes.
- c) Estados financieros anuales auditados de Improsa SAFI, S.A. y del Fondo de Inversión de Desarrollo Inmobiliario Improsa.
- d) Estados de cuenta mensual que se envían directamente al cliente.
- e) Hechos relevantes del Fondo se comunicarán inmediatamente después de tener conocimiento del hecho.
- f) Avisos de cambios en este Prospecto aprobados por la SUGEVAL.
- g) Informes de avance de obra con una periodicidad trimestral.
- h) Informe de ventas (preventas) y arrendamiento (precontratos de arrendamientos) de proyectos inmobiliarios con una periodicidad trimestral.
- i) Actualización de la calificación de riesgo con una periodicidad trimestral.

### 13. Información sobre Improsa SAFI, S.A.

**Constitución:** Improsa SAFI, S.A. fue constituida el 20 de noviembre de 1996 e inscrita en la Sección Mercantil del Registro Público al Tomo 989, Folio 32, Asiento 40. Su cédula jurídica es 3-101-195856. Horario: Lunes a Viernes de 8:00 a.m. a 5 p.m.

**Autorización:** Recibió autorización para administrar Fondos de Inversión el 7 de agosto de 1996, mediante acuerdo de sesión No. 222-96, artículo 7, de la Junta Directiva de la Comisión Nacional de Valores, hoy Superintendencia General de Valores.

**Domicilio:** San José, Sabana Norte, Oficentro Torre La Sabana, Teléfono: 290-7273, Fax: 290-6556. Apartado postal No. 4-2300. Correo electrónico = improsafi@bimprosa.com. Página Web= www.grupoimprosa.com.

**Capital Social:** Asciende a la suma de ciento sesenta y cinco millones quinientos cuarenta y un mil seiscientos cincuenta y nueve colones, el cual se encuentra suscrito y pagado en efectivo. Su aprobación por parte de la Superintendencia General de Valores se

formalizó mediante resolución SGV-R-OP-011 del 15 de Agosto del 2006. El Grupo Financiero Improsa, S.A. es el único socio de Improsa SAFI, S.A. al poseer el 100% del capital social, esta composición accionaria de la sociedad administradora fue autorizada, por parte de la Superintendencia General de Valores, mediante resolución SGV-R-305 con fecha del 28 de Junio del 2001.

### Junta Directiva

CARGO	NOMBRE
Presidente	Robert Woodbridge Alvarado
Vicepresidente	Jorge Monge Agüero
Secretario	Manuel Ortuño Pinto
Tesorero	Mauricio Bruce Jiménez
Director Vocal I	Carlos Montoya Dobles
Director Vocal II	Jorge Amador Fuentes
Director Vocal III	Alejandro A. Santa-Cruz
Director Vocal Suplente I	José Miguel Fuster
Fiscal	Victor Watkins Parra

Todos ellos fueron nombrados el 23 de Marzo del 2006, por un período de cuatro años, venciendo en Marzo del 2010.

**Gerente general:** MBA Jaime Ubilla Carro

### Comité de Inversión

Mariela Ortuño Pinto, Gerente General del Grupo Financiero Improsa; Robert Woodbridge, Presidente de Improsa SAFI y Vicepresidente del Grupo Financiero Improsa; Jorge Monge Agüero, Presidente del Grupo Financiero Improsa; Jean Pierre Rattón, Presidente Ejecutivo de Holcim Costa Rica; Ana Arias Barrantes, Gerente Financiero de Inmobiliaria Vivicom, y los miembros independientes Jaime Molina, Presidente de la Cámara de la Construcción y Vicepresidente de la Unión Costarricense de Cámaras de la Empresa Privada y Rodrigo Zapata, Experto de Desarrollos Inmobiliarios quienes poseen una amplia experiencia en el mercado de bienes raíces y de la construcción. Los datos curriculares de las personas citadas están disponibles para consulta en Improsa SAFI, S.A., en Improsa Valores, S.A. y en la SUGEVAL.

### **Gestor de Portafolio**

El gestor del portafolio del Fondo de Desarrollo Inmobiliario Improsa es la señora Karla Crawford Rodríguez.

### **Asesores Legales**

Bufete Castro Garnier & Asociados. Abogado a cargo: Lic. Álvaro Emílio Castro. Barrio Escalante. De la Iglesia Santa Teresita, 200 metros este y 100 metros al sur. Apartado Postal 775-1000. Teléfono (506) 222-19-19. Fax (506) 222-14-30.

### **Auditores Externos**

- **Improsa SAFI**

Ernst & Young. CPA a cargo: Lic. Álvaro Méndez. Parque empresarial FORUM, Santa Ana, Costa Rica. Apartado postal 48-61 55 San José – Costa Rica. Teléfono: (506) 204-9018. Fax: (506) 204-7306.

- **Fondo de Inversión de Desarrollo Inmobiliario**

Despacho Lara Eduarte, S.C. Miembros de Horwath Internacional. CPA a cargo: Francinne Sojo Mora. # 239 calle 11 San José Costa Rica. Apartado Postal 7107-1000 San José – Costa Rica. Teléfono (506) 221-4657. Fax (506) 233-8072.

No existen juicios pendientes de cualquier naturaleza en contra de Improsa SAFI, S.A, ni contra los miembros de Junta Directiva y Gerente de la Sociedad Administradora de Fondos de Inversión.

### **Nombre y valor de activos de otros fondos que administra**

Improsa SAFI, S.A. a la fecha de este Prospecto, administra el Fondo de Inversión Inmobiliario que tiene activos netos por un monto aproximado de US\$ 80 millones.

### **Estructurador del fondo**

Improsa Capital es el estructurador de este fondo. Es una subsidiaria del Grupo Financiero Improsa y se dedica desde su fundación a las actividades de Banca de Inversión, Finanzas Corporativas y en los últimos años a la estructuración de proyectos de desarrollo inmobiliario.

Improsa Capital fue compensada por sus servicios a través del pago de honorarios que fueron cancelados una vez obtenida la aprobación del Fondo por parte de la SUGEVAL y la debida entrada en operación del Fondo.



**Anexo 2:** Informe trimestral INTERBOLSA al 30 de setiembre del 2006, donde se comunica la adquisición del Fondo de Inversión Inmobiliaria FIO1.

## INTERBOLSA

*Le asesoramos y convertimos  
su ahorro en inversión*

### FONDO INMOBILIARIO DÓLARES FIO 1

#### Características del Fondo

Tipo de Fondo	Cerrado	Objetivo del Fondo	INGRESO	Comisión de Administración	% Interbolsa	% Industria
Moneda de participaciones	USD	Fecha de Inicio de Operaciones	06/12/1999	Comisión de Custodia del Puesto de Bolsa	0.00	0.00
Valor de participación al 30/09/2006	5,065.32	Custodio de Valores	INTERBOLSA	Monto total autorizado	100,000,000.00	
Valor de participación al 30/06/2006	5,147.05	Calificación de Riesgo	Sociedad Calificadora de Riesgo S.A	Monto total colocado	26,794,516.50	
			Calificación: Scr AA+f2			

\*\* Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana S.A

#### Informe de la administración

A partir del 1° de Agosto 2006 Interbolsa SFI S.A. inició su gestión de administración del fondo Inmobiliario Dólares FIO1. Con el objetivo de mejorar el rendimiento de este fondo se ha iniciado por tener una política más estricta en la administración y gestión de cobros de alquileres, reducción en la desocupación de sus locales, así como de seguimientos permanentes en el estado de morosidad de los inquilinos que presenten dicha condición. Se espera que estas política empiecen a dar sus frutos durante los próximos meses.

#### Estructura del portafolio por inmueble

Inmueble	% de Activos Totales al 30/09/2006	Totales al 30/06/2006 (Informe Anterior)
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - A1 (A)	1.39	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - A1 (B)	0.12	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - A1 (C)	0.50	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - A1 (D)	0.12	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - A1 (E)	0.25	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - A1 (F)	0.12	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - A1 (G)	0.24	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - A3,A4-B	2.46	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - A3 (A)	0.76	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - A6	2.57	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - A5	3.60	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - D3-a	2.00	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B3(A)-B2	0.19	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - D3-c	1.00	N.D

FONDO INMOBILIARIO DÓLARES FIO 1

Inmueble	% de Activos Totales al 30/09/2006	Totales al 30/06/2006 (Informe Anterior)
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - E2	1.52	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - E3	1.12	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - C6 (A)	0.90	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - C7	1.64	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - C5	1.49	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B10-B9	5.65	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B8 (A)	1.17	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B8 (B)	2.34	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B7 (B)	2.75	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B7 (A)	0.15	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B7 (C)	0.17	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B4 (A)	0.26	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B4 (B)	1.76	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B4 (C)	0.18	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B4 (E)	0.26	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B3 (B)	0.78	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B3 (C)	0.57	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B3 (D)	0.19	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B3 (F)	0.38	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B3 (E)	0.36	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - B9	0.35	N.D
PARQUE INDUSTRIAL ZONA FRANCA ALAJUELA - C6 (B)	0.50	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - B	0.33	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - A3-2	0.95	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - A5-1b	0.07	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - D7- A	0.58	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - D8,9,10 (A)	0.25	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - D8	0.07	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - E1-b	1.38	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - E-2 y E1-a	0.94	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - E-2	2.30	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - F-2 A1 (H)	0.37	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - F-3-(A1-A2)	0.45	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - F-3	0.12	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - F-2	0.58	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - A3-1	5.38	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - A5-1a	0.19	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - D8,9,10(B)	4.99	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - F2-B	0.13	N.D
OFICENTRO TORRES DEL CAMPO - Pbo 1 Torre 1	3.19	N.D
OFICENTRO TORRES DEL CAMPO - Pbo 2 Torre 1 (A)	0.39	N.D

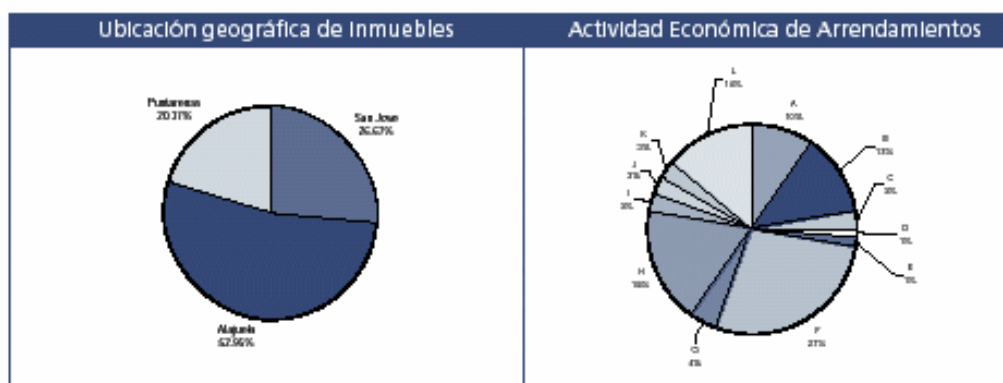
# INTERBOLSA

Le asesoramos y convertimos  
su ahorro en inversión

## FONDO INMOBILIARIO DÓLARES FIO 1

Inmueble	% de Activos Totales al 30/09/2006	Totales al 30/06/2006 (Informe Anterior)
OFCENTRO TORRES DEL CAMPO - Piso 2 Torre 1 (B)	2.34	N.D
OFCENTRO TORRES DEL CAMPO - Piso 2 Torre 2	1.19	N.D
OFCENTRO TORRES DEL CAMPO - Piso 3 Torre 1	4.31	N.D
OFCENTRO TORRES DEL CAMPO - Piso 3 Torre 2 (B)	0.40	N.D
OFCENTRO TORRES DEL CAMPO - Piso 3 Torre 2 (A)	1.57	N.D
OFCENTRO TORRES DEL CAMPO - Piso 4 Torre 1 (A)	0.35	N.D
OFCENTRO TORRES DEL CAMPO - Piso 4 Torre 1 (B)	0.86	N.D
OFCENTRO TORRES DEL CAMPO - Piso 4 Torre 2 (A)	0.41	N.D
OFCENTRO TORRES DEL CAMPO - Piso 4 Torre 2 (B)	1.39	N.D
OFCENTRO TORRES DEL CAMPO - Piso 4 Torre 2 (C)	0.95	N.D
OFCENTRO TORRES DEL CAMPO - Piso 4 Torre 2 (D)	0.38	N.D
OFCENTRO TORRES DEL CAMPO - Piso 4 Torre 1 (C)	1.98	N.D
MEGASUPER ALAJUELA - ALAJUELA	9.62	N.D
MEGASUPER MORAMIA - MORAMIA	11.23	N.D
PARQUE ZONA FRANCA PUNTARENAS - D7-B	0.53	N.D

Nota: Los datos al 30/06/2006 fueron proporcionados por BN Fondos de Inversión como anterior administrador del Fondo.  
N.D: No disponible.



Actividad Económica de Arrendamientos	
A - Actividades inmobiliarias y Alquiler	I - Órganos y órganos extraterritoriales
B - Comercio al por mayor y por menor	J - Otros servicios Comunitarios
C - Construcción	K - Servicios Sociales y Salud
D - Enseñanza	L - Transporte, almacenamiento y comunicación
E - Hoteles y Restaurantes	
F - Industrias manufactureras	
G - Intermediación Financiera	
H - No Registrada	



## FONDO INMOBILIARIO DÓLARES FIO 1

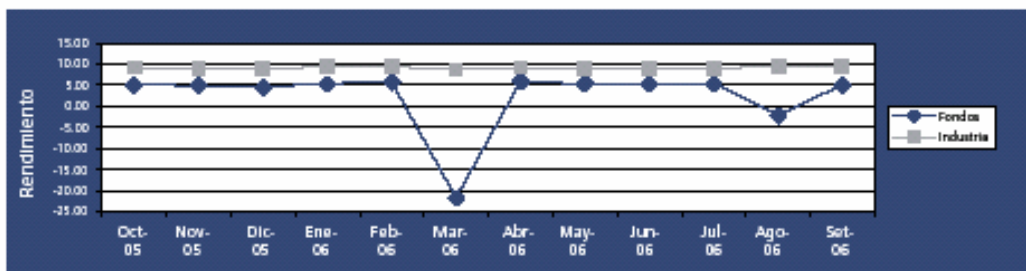
### Rendimientos

	Interbolsa al 30/09/2006	Promedio del Trimestre Interbolsa	Industria al 30/09/2006
<b>Rendimiento últimos 30 días</b>			
Líquido	6.01	N.D.	8.30
Total	5.10	9.25	9.63
Mercado	N.A.	N.A.	N.A.
<b>Rendimiento últimos 12 meses</b>			
Líquido	0.00	N.D.	8.46
Total	0.00	N.D.	9.43
Mercado	N.A.	N.A.	N.A.

Nota: Los datos al 30/06/2006 fueron proporcionados por BN Fondos de Inversión como anterior administrador del Fondo.  
N.D: No disponible.

### Comparativo rendimiento del fondo y la industria

(Rendimiento últimos 12 meses al fin de cada mes)



Los rendimientos producidos en el pasado no garantizan un rendimiento similar en el futuro.

### Medición y Administración del Riesgo

Indicador	Al 30/09/2006	Al 30/06/2006	Industria
Desviación estándar de los rendimientos	3.10	0.41	0.18
Rendimiento Ajustado por Riesgo	1.14	N.D.	N.A.
Porcentaje de Ocupación	86.28	87.86	95.99
Morosidad en cobro de arrendamiento (porcentaje de los ingresos mensuales)	5.78	0.77	N.A.
Endeudamiento	16.98	20.06	N.A.

**Anexo 3:** Noticia de cambio en administración del Fondo Inmobiliario Financorp.  
Marzo 2005.



## Multifondos administrará el Fondo Inmobiliario Financorp

A partir del mes de marzo del 2005, la sociedad de Fondos de Inversión Multifondos administrará el fondo de inversión inmobiliario Financorp, administrado hasta el mes de febrero por su homóloga Financorp Sociedad de Fondos de Inversión, la cual fue intervenida por la Superintendencia General de Valores (Sugeval) el 6 de agosto del año anterior.

La decisión de que Multifondos administre dicho fondo fue tomada por la Asamblea General de Accionistas del Fondo Financorp, celebrada el 6 de enero anterior. Las otras sociedades administradoras de fondos de inversión que participaron en el proceso de selección del nuevo administrador fueron: Interbolsa, Cathay y Mutual.

Al adquirir este fondo inmobiliario, Multifondos sumó 117 inversionistas e incrementó en \$8 millones sus activos netos administrados, logrando así llevar la administración de activos inmobiliarios a casi US\$19.000.000.00. fortaleciendo además, su posición como la sociedad de fondos más grande del país (por volumen de activos administrados).

La cartera del fondo Financorp, ahora en manos de Multifondos, está compuesta por 20 locales en el Centro Comercial Multiplaza y por el piso 7 de la Torre G del Parque empresarial FORUM para un total de 2.716 metros cuadrados, además a la fecha cuenta con 20 inquilinos.

FONDO INMOBILIARIO FINANCORP DETALLE DE LOCALES ALQUILADOS		
LOCAL	UBICACIÓN	MEDIDA EN MTS2
Scarpa	Multiplaza	156.61
Fischell	Multiplaza	76.22
Ofertel	Multiplaza	75.26
Birkenstock	Multiplaza	75.12
Ferrara	Multiplaza	75.97
TANARA	Multiplaza	87.68
Arcadia	Multiplaza	82.63
Adidas	Multiplaza	75.12
Lisas Bijoux	Multiplaza	78.68
Lob	Multiplaza	180.15
Arenas	Multiplaza	67.31
Crearte	Multiplaza	59.60
Payless Shoes	Multiplaza	152.75
Cinemark	Multiplaza	0.00
Calvin Klein	Multiplaza	104.33
Nike	Multiplaza	87.61
Osh Kosh	Multiplaza	82.66
Equiz Confort.	Multiplaza	69.20
Oracle	Forum	667.42
Daniel Kader	Forum	102.77
Volio Capital	Forum	256.30
<b>TOTALES</b>		<b>2613.39</b>

Rendimientos mes de Febrero, 2005		
Fondo	Simple	Capitalizado
Fondo de ingreso en colones (Potencia)	12.63%	13.38%
Fondo de crecimiento en colones (Crecza)	12.70%	13.47%
Fondo de ingreso en dólares (Récord)	11.86%	12.40%
Fondo Internacional	15.92%	17.13%
Fondo Ingreso Público Cerrado	6.49%	6.65%
Fondo corto plazo en colones (Suma)	12.39%	n/a
Fondo corto plazo en dólares (Premium)	1.43%	n/a
Fondo Mixto Colones	12.68%	n/a
Fondo Mixto Dólares	1.42%	n/a
Fondo Inmobiliario	10.37%	n/a

\*Antes de invertir solicite el prospecto del fondo de inversión. La autorización para realizar oferta pública no implica calificación sobre la bondad de las participaciones del fondo de inversión ni sobre la solvencia del fondo o de su sociedad administradora. Los rendimientos producidos en el pasado no garantizan un rendimiento similar en el futuro.

Tel: 201.2400 Fax: 201.8621  
Apartado Postal 6727 - 1000, San José, Costa Rica  
<http://www.mvalores.fi.cr>

## Apéndices

### Apéndice A: Detalle de los entrevistados

Entrevistado	Puesto	Institución – Empresa	Categoría
A	Gerente de Fondo Inmobiliario	Aldesa Sociedad Administradora de Fondos de Inversión	E
B	Gerente de Negocios	Improsa Sociedad Administradora de Fondos de Inversión	E
C	Gestor de Portafolios	Interbolsa Sociedad Administradora de Fondos de Inversión	E
D	Fiscal de Junta Directiva	Acobo Sociedad Administradora de Fondos de Inversión	E
E	Profesor Banca y Desarrollo	Instituto Tecnológico de Costa Rica	CT
F	Vicepresidente	DEHC Ingenieros S.A.	CT
G	Gerente General	Costacom S.A.	CT
H	Presidente	Constructora La Constancia S.A.	CD
I	Vicepresidente Ejecutivo	Desarrollos y Soluciones Inmobiliarias S.A.	CD
J	Jefe Departamento de Tramitología y Permisos para desarrollos inmobiliarios	DEHC Ingenieros S.A.	CD
K	Jefe Departamento de Tramitología Ambiental para desarrollos inmobiliarios	DEHC Ingenieros S.A.	CD
L	Jefe de Administración de Cartera y Tesorería	BN Vital Operadora de Pensiones Complementarias	I
M	Gerente General	Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana S.A.	OI
N	Oficial de Cumplimiento. Asesora de Inversiones.	Aldesa Sociedad Administradora de Fondos de Inversión	OI
O	Director de Inspección y Análisis de Fondos de Inversión y Emisores. Jefe Departamento de Inspección.	Superintendencia General de Valores	OI
P	Gerente General	Improsa Sociedad Administradora de Fondos de Inversión	E

## **Apéndice B: Formato de preguntas a las personas entrevistadas**

### **Entrevistado Tipo A**

#### **(Dirigido a expertos)**

Somos un grupo de estudiantes del Instituto Tecnológico de Costa Rica y nos encontramos desarrollando una investigación sobre Fondos Inmobiliarios y Fondos de Desarrollo Inmobiliarios en Costa Rica, con principal enfoque en Financiamiento de Desarrollos Turísticos.

A continuación le presentamos una serie de preguntas con el objetivo de ampliar el tema en estudio y conocer

1. ¿Cómo ha sido la experiencia de EMPRESA en los Fondos Inmobiliarios?
2. ¿Qué tipo de proyectos consideran ideales para un Fondo Inmobiliario? Y para un Fondo de desarrollo?
3. ¿Cuáles son los proyectos que comúnmente son financiados o comprados mediante fondos inmobiliarios en Costa Rica?.
4. ¿Están dentro de sus planes la inscripción de Fondos de Desarrollo Inmobiliario?
5. ¿Desde el punto de vista de mercadeo cuáles son las ventajas y desventajas de un Fondo Inmobiliario y de un Fondo de Desarrollo Inmobiliario?
6. ¿Desde el punto de vista de riesgo cuáles son las ventajas y desventajas de un Fondo Inmobiliario y de un Fondo de Desarrollo Inmobiliario?
7. ¿Cuáles son los factores más probables de pérdida en cada uno de los fondos?
8. ¿De qué dependen los cambios en el valor de la participación?
9. ¿Cómo se comportan los rendimientos (pérdidas o ganancias) en relación con otros fondos de inversión (últimos 12 meses)?
10. ¿Cuál es el perfil del inversionista que considera ideal para este tipo de fondos? Es el mismo perfil para los dos fondos?

11. ¿Considera que este tipo de inversionista es mayoría o minoría dentro de los inversionistas costarricenses?
12. ¿Qué políticas además de las que están implícitas en la ley, ustedes poseen para la selección de inversionistas?
13. ¿Qué políticas además de las que están implícitas en la ley, ustedes poseen para la selección de proyectos inmobiliarios?
14. ¿Qué aceptación han tenido los Fondos Inmobiliarios en Costa Rica?
15. ¿Qué aceptación han tenido los Fondos de Desarrollo Inmobiliario en Costa Rica?
16. ¿Qué tipos de inmuebles son más riesgosos para invertir en fondo de desarrollo inmobiliario?
17. ¿Cómo considera la inversión de un fondo de desarrollo en proyectos turísticos? \*
18. ¿Cuáles formas de financiamiento conoce para desarrollos turísticos?
19. ¿Cuál considera que es la mejor forma de financiamiento de desarrollos turísticos, desde el punto de vista de riesgo y desde el punto de vista de la rentabilidad?
20. ¿Conoce algún proyecto turístico que haya sido comprado o financiado con fondos inmobiliarios o de desarrollo? Podría mencionar alguno dentro o fuera del país.
21. ¿Cuáles factores externos al país pueden afectar la inversión en desarrollo inmobiliario y turístico?
22. ¿Cuáles son las razones que usted considera han propiciado que en Costa Rica se estén dando este tipo de inversiones?
23. ¿Qué consecuencias considera que puede tener en Costa Rica, la crisis hipotecaria que se está presentando en Estados Unidos?
24. ¿En que etapa considera se encuentran los Fondos Inmobiliarios en Costa Rica?
25. ¿En que etapa considera se encuentran los Fondos de Desarrollo Inmobiliarios en Costa Rica?

26. ¿Cuáles son las etapas que el mercado financiero costarricense debe superar para que este tipo de Fondos Inmobiliarios y en especial los de Desarrollo se presenten como una opción de inversión más común y atractiva?
27. ¿Cómo considera el momento que Costa Rica está pasando desde el punto de vista económico y financiero?
28. ¿Qué beneficios le trae al país la opción de los Fondos de Desarrollo como forma de financiamiento de desarrollos inmobiliarios?
29. ¿Qué beneficios se han generado al país la inversión en Fondos Inmobiliarios?
30. ¿Cuál es el impacto social de los desarrollos inmobiliarios y en especial los desarrollos turísticos?
31. ¿Cuál considera que es el mayor beneficiario en los desarrollos inmobiliarios?
32. ¿Cuáles países llevan la vanguardia en estos tipo de Fondos?

## **Entrevistado Tipo B**

**(Dirigido a conocedores del tema financiero)**

Somos un grupo de estudiantes del Instituto Tecnológico de Costa Rica y nos encontramos desarrollando una investigación sobre Fondos Inmobiliarios en Costa Rica, con principal enfoque en Desarrollos Turísticos.

A continuación le presentamos una serie de preguntas que nos permitirán ampliar el tema en estudio y conocer la situación actual del mercado nacional.

1. ¿Cómo considera la inversión de un fondo de desarrollo en proyectos turísticos?
2. ¿Cuáles formas de financiamiento conoce para proyectos turísticos?
3. ¿Conoce algún proyecto turístico que haya sido financiado con fondos inmobiliarios o de desarrollo? Podría mencionar alguno dentro o fuera del país.
4. ¿Cuáles son los proyectos que comúnmente son financiados mediante fondos inmobiliarios? Podría mencionar alguno.
5. ¿Cuáles características debe idealmente poseer un proyecto turístico para considerarlo viable?
6. ¿Cuál considera que es la mejor forma de financiamiento de desarrollos turísticos, desde el punto de vista de riesgo y desde el punto de vista de la rentabilidad?
7. ¿Qué beneficios le trae al país el desarrollo inmobiliario y el desarrollo turístico?
8. ¿Cuál es el impacto social de los desarrollos inmobiliarios y turísticos?
9. ¿Cuál considera que es el mayor beneficiario de estos tipos de desarrollo?

**Entrevistado Tipo C**  
**(Dirigido a conocedores del Sector Turístico)**

Somos un grupo de estudiantes del Instituto Tecnológico de Costa Rica y nos encontramos desarrollando una investigación sobre Fondos Inmobiliarios en Costa Rica, con principal enfoque en Desarrollos Turísticos. A continuación le presentamos una serie de preguntas que nos permitirán ampliar el tema en estudio y conocer la situación actual del mercado nacional.

1. ¿Cuál ha sido el comportamiento del desarrollo turístico según su percepción?
  2. ¿En los últimos años, cuál ha sido la tendencia inmobiliaria en el sector turismo?
  3. ¿Usted considera que esta tendencia continuará por muchos años más?
  4. ¿Cuáles formas de financiamiento conoce para proyectos turísticos?
  5. ¿Cuál considera que es la mejor forma de financiamiento de desarrollos turísticos?
  6. ¿Considera que el desarrollo inmobiliario turístico ha sido sostenible?
  7. ¿Conoce usted cuales son las regulaciones ambientales para un desarrollo turístico? ¿Podría mencionar algunos?
  8. ¿Cuál es la región que tiene mayor desarrollo turístico en la actualidad?
  9. ¿Cuál es el perfil del desarrollador de proyectos turísticos?
  10. ¿Cuáles son los principales inversionistas y los proyectos de desarrollo turístico más significativos en la actualidad?
  11. ¿Conoce algún proyecto turístico que haya sido financiado con fondos inmobiliarios o de desarrollo? Podría mencionar alguno.
  12. ¿Qué beneficios le trae al país el desarrollo inmobiliario y el desarrollo turístico?
  13. ¿Cuál es el impacto social de los desarrollos inmobiliarios y turísticos?
  14. ¿Considera que los beneficios económicos provenientes del desarrollo turístico llegan a todo el país?
- ¿Cuál considera que es el mayor beneficiario de estos tipos de desarrollo?



## Entrevistado Tipo D

### (Dirigido a desarrolladores turísticos)

Somos un grupo de estudiantes del Instituto Tecnológico de Costa Rica y nos encontramos desarrollando una investigación sobre Fondos Inmobiliarios en Costa Rica, con principal enfoque en Desarrollos Turísticos.

A continuación le presentamos una serie de preguntas que nos permitirán ampliar el tema en estudio y conocer la situación actual del mercado nacional.

1. ¿Cuál ha sido la tendencia del crecimiento del desarrollo inmobiliario en los últimos años? ¿Qué se puede esperar para el futuro?
2. ¿Considera que el gobierno ha participado en la planificación del desarrollo inmobiliario nacional de manera estratégica?
3. ¿Cuál es el principal inconveniente para realizar desarrollo inmobiliario en el país?
4. ¿Qué características se deben considerar a la hora de elegir un proyecto de desarrollo inmobiliario?
5. ¿Cuáles son los sectores más populares para éste tipo desarrollo?
6. ¿Cuál considera que es la región geográfica más popular para desarrollos turísticos en la actualidad?
7. ¿Cuál es el mercado meta de sus desarrollos inmobiliarios? (de no mencionar proyectos turísticos, pasa a la pregunta 8)
8. ¿Puede mencionar algunos proyectos turísticos?
9. ¿Considera invertir en proyectos turísticos en el futuro? ¿Por qué?
10. ¿Cómo ha financiado sus proyectos?
11. ¿Conoce la alternativa de financiamiento por medio de fondos de inversión inmobiliarios y fondos de desarrollo inmobiliario?  
Si (pase a pregunta 12) No (pase a pregunta 15)
12. ¿Conoce en el país algún proyecto inmobiliario financiado por esta vía?
13. ¿Conoce en el país algún proyecto inmobiliario turístico que sea financiado de ésta manera?

14. ¿Ha trabajado en conjunto con alguna Sociedad Administradora de Fondos de Inversión para llevar a cabo proyectos inmobiliarios?
15. ¿Qué beneficios le trae al país el desarrollo inmobiliario y el desarrollo turístico?
16. ¿Cuál es el impacto social de los desarrollos inmobiliarios y turísticos?
17. ¿Cuál considera que es el mayor beneficiario de estos tipos de desarrollo?

## **Entrevistado Tipo E**

### **(Dirigido a inversionistas)**

Somos un grupo de estudiantes del Instituto Tecnológico de Costa Rica y nos encontramos desarrollando una investigación sobre Fondos Inmobiliarios en Costa Rica, con principal enfoque en Financiamiento de Desarrollos Turísticos.

A continuación le presentamos una serie de preguntas con el objetivo de ampliar el tema en estudio y conocer

1. ¿Cuáles aspectos considera para formar su cartera de inversión?
2. ¿Qué aspectos de un prospecto son relevantes para tomar las decisiones de inversión?
3. ¿Es importante para usted la diversificación de la cartera de inversión?
4. ¿Cuáles son las estrategias mercadológicas que utilizan las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión para atraer inversionistas?
5. ¿Qué tipo de información recibe el inversionista sobre el estado del fondo?
6. ¿En general, cuál es la distribución de su cartera de inversión?
7. ¿En general, cuáles son los plazos de su cartera de inversión?
8. ¿Por cuales monedas está compuesta su cartera inversiones?
9. ¿Qué tipo de regulaciones y políticas rigen sus decisiones de inversión?
10. ¿Considera atractiva la inversión en desarrollo inmobiliario?
11. ¿Los fondos de desarrollo inmobiliario y fondos de inversión inmobiliaria están dentro de su cartera de inversión?
12. ¿Cuál es el tipo de inmuebles en los que invierte?
13. ¿Ha invertido en fondos que hayan sido sujeto de desincrición o quiebra? ¿Cómo se llevó a cabo este proceso?
14. ¿Considera atractivo invertir en un fondo de desarrollo inmobiliario de proyectos turísticos?

15. ¿Cuáles son los factores más probables de pérdida en los fondos de inversión inmobiliaria y fondos de desarrollo inmobiliario?
16. ¿Cómo se comportan los rendimientos (pérdidas o ganancias) en relación con otros fondos de inversión (últimos 12 meses)?
17. ¿Qué tipos de inmuebles son más riesgosos para invertir en un fondo de desarrollo inmobiliario?
18. ¿Conoce cuáles son los países vanguardistas en fondos de inversión inmobiliaria y fondos de desarrollo inmobiliario?
19. ¿Qué aceptación han tenido los Fondos Inmobiliarios en Costa Rica?
20. ¿Qué aceptación han tenido los Fondos de Desarrollo Inmobiliario en Costa Rica?
21. ¿Cuáles son las razones que usted considera han propiciado que en Costa Rica se estén dando este tipo de inversiones?
22. ¿Cuáles son las etapas que el mercado financiero costarricense debe superar para que este tipo de Fondos Inmobiliarios se presenten como una opción de inversión más atractiva?
23. ¿Considera que los Fondos de Desarrollo y Leasing pueden llegar a una etapa de madurez dentro del mercado financiero?
24. ¿Cuáles factores externos al país pueden afectar la inversión en desarrollo inmobiliario y turístico?
25. ¿Qué consecuencias considera que puede tener en Costa Rica, la crisis hipotecaria que se está presentando en Estados Unidos?
26. ¿Considera una opción invertir en deuda en los Estados Unidos?
27. ¿Qué beneficios le trae al país el desarrollo inmobiliario y el desarrollo turístico?
28. ¿Cuál es el impacto social de los desarrollos inmobiliarios y turísticos?
29. ¿Cuál considera que es el mayor beneficiario de estos desarrollos?