

## INFORME DE CALIFICACIÓN

Fondo de Inversión Inmobiliario  
Gibraltar

Sesión Ordinaria: n.º 1692024

Fecha de Ratificación: 6 de diciembre  
de 2024

## CALIFICACIÓN PÚBLICA

## Informe de revisión completo

## CALIFICACIONES ACTUALES (\*)

	Calificación	Perspectiva
Cuotas de Participación	scr AA 3 (CR)	Negativa

(\*)La nomenclatura 'CR' refleja riesgos solo comparables en Costa Rica.  
Para mayor detalle sobre las clasificaciones asignadas ver la sección de información complementaria, al final de este reporte.

## CONTACTOS

Eyner Palacios Juárez  
Associate Credit Analyst  
[eyner.palacios@moodys.com](mailto:eyner.palacios@moodys.com)

Marcela Mora Rodríguez  
Associate Director - Credit Analyst  
[marcela.mora@moodys.com](mailto:marcela.mora@moodys.com)

Jaime Tarazona  
Ratings Manager  
[jaime.tarazona@moodys.com](mailto:jaime.tarazona@moodys.com)

## SERVICIO AL CLIENTE

Costa Rica  
+506. 4102.9400

El Salvador  
+503.2243.7419

## RESUMEN

Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana S.A. (en adelante, Moody's Local Costa Rica) afirma la categoría scr AA 3 (CR) a las Cuotas de Participación del Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar (en adelante, el Fondo), el cual es administrado por Improsa Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, S.A. (en adelante, la SAFI o Improsa SAFI). Además, modifica la perspectiva a Negativa desde en Observación.

Las calificaciones señaladas se sustentan en que el Fondo ha presentado niveles de ocupación que, si bien se han mantenido similares al promedio de la industria, estos no han retornado a sus niveles históricos, al ubicarse en 74,45% a septiembre de 2024. De los 37 inmuebles con los que cuenta el Fondo, 17 de estos presentan un 100% de ocupación, al corte de análisis; sin embargo, otros muestran un nivel de desocupación que ha sido persistente a lo largo de los últimos períodos.

Por su parte, el Fondo exhibe un bajo nivel de morosidad, ya que, en promedio, durante el último año los alquileres por cobrar mensuales han representado menos del 10% del total de rentas mensuales. Al aplicar el análisis de sensibilidad, se observa una brecha entre los ingresos reales del Fondo *versus* los esperados (30%), explicado principalmente por la desocupación, la cual es similar a la presentada el año anterior (31%).

El análisis contempla que el Fondo posee un nivel de apalancamiento moderado (del 22% aproximadamente) y que se encuentra por debajo de lo permitido en el prospecto del Fondo (35%) y por el regulador (60%) y así como del promedio de la industria (28%) a septiembre de 2024. No obstante, variaciones significativas al alza y que afecten negativamente al Fondo podrían implicar un ajuste de calificación.

Durante el período analizado se efectuaron las valoraciones anuales a los inmuebles que correspondía, lo que implicó tanto plusvalías como minusvalías, sin embargo, el resultado final acumulado fue de USD5,77 millones de plusvalías.

Además, el Fondo ha presentado una alta concentración de las rentas por actividad económica, donde la mayor exposición se encuentra en el sector de oficinas, en tanto que, al corte de análisis, este representa cerca del 80% de los ingresos por arrendamiento, seguido de 14% en comercio y 6% en bodegas. Lo anterior, aumenta la vulnerabilidad ante impactos adversos que se presenten en los sectores con mayor concentración.

Adicionalmente, se muestra una considerable concentración de los ingresos de arrendamiento por inmueble (los 5 principales representan cerca del 61%) e inquilinos (los 5 mayores representan el 41%), lo que aumenta la dependencia de generación de flujos.

El cambio de la perspectiva a Negativa desde en Observación se fundamenta en que el Fondo no ha recuperado los niveles de ocupación históricos (por encima del 85%) en el último año. Si bien se visualizan signos de posible recuperación en los niveles de ocupación del Fondo, se estima que retornar a los niveles señalados representa un reto dada la coyuntura actual.

**Fortalezas crediticias**

- La SAFI pertenece a un Grupo Financiero de trayectoria, prestigio y que posee experiencia en la administración de fondos de inversión inmobiliarios. Su equipo de trabajo cuenta con experiencia en el sector bursátil e inmobiliario y es reconocido a nivel de la industria.
- El Fondo cuenta con políticas y procesos detallados para la selección de activos y carteras, así como una gestión de riesgo para el monitoreo y cumplimiento de los parámetros establecidos.
- Robusta gestión de cobro que permite mantener bajos niveles de morosidad.
- Registro neto acumulado de plusvalías que se refleja a nivel del valor de las participaciones.

**Debilidades crediticias**

- Niveles de desocupación persistentes en diferentes inmuebles.
- Considerable concentración de las rentas por sector económico.
- Considerable concentración de los ingresos en los principales inmuebles e inquilinos.
- Brecha considerable entre los ingresos reales del Fondo *versus* los esperados.
- Baja bursatilidad de las participaciones.

**Factores que pueden generar una mejora de la calificación**

- Tendencias en materia económica que permitan el desarrollo y crecimiento del sector inmobiliario, y que este se vea materializado en los fundamentales del Fondo.
- Aumentos significativos y sostenidos en los niveles de ocupación e ingreso por rentas del Fondo.
- Incremento sostenido en el rendimiento líquido del Fondo, sustentado en una situación favorable de los generadores de ingresos.

**Factores que pueden generar un deterioro de la calificación**

- Perspectivas de deterioro de la economía que impacte negativamente el sector inmobiliario.
- Disminuciones importantes y prolongados en los niveles de ocupación e ingreso por renta de sus inmuebles.
- Aumento sostenido en los niveles de morosidad.
- Incremento en los niveles de apalancamiento y costo del pasivo que puedan comprometer la capacidad de pago.
- Incumplimiento en lo definido en el prospecto del Fondo.
- Cambios regulatorios que puedan provocar un impacto negativo en la operativa del Fondo.

**Perspectiva**

- La perspectiva Negativa se fundamenta en que el Fondo no ha retornado a sus niveles de ocupación históricos en el último año.

**Perfil de la SAFI**

Improsa SAFI es una empresa costarricense que se dedica a administrar fondos de inversión. Esta Entidad se constituyó como una sociedad anónima en 1996, por un período de 100 años; asimismo, es una subsidiaria de Grupo Financiero Improsa, S.A., que forma parte del sistema financiero nacional regulado por el Banco Central de Costa Rica (BCCR), el CONASSIF y la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF). Dicha Sociedad cuenta con la autorización de la Superintendencia General de Valores (Sugeval) para administrar fondos de inversión desde 1996. Para ello, debe cumplir con la Ley Reguladora del Mercado de Valores, el Código de Comercio y la normativa emitida por la Sugeval, así como con las condiciones establecidas en el prospecto de cada fondo que administra.

A septiembre de 2024, administra 5 fondos de inversión, 2 financieros y 3 inmobiliarios, todos activos a la fecha. El volumen total de activos bajo su administración ascendió a CRC391.677 millones posterior a una reducción anual de 1%; esto le otorgó una participación de mercado del 10,9%, ubicándola en la cuarta posición de un conjunto de 13 SAFIS.

**TABLA 1** Cifras financieras Improsa SAFI

Millones de CRC	Sep-24	Jun-24	Mar-24	Dic-23	Sep-23
Activos	2.575,2	2.221,4	2.160,5	3.343,6	3.866,2
Pasivos	363,9	184,0	127,2	353,9	894,2
Patrimonio	2.211,3	2.037,4	2.033,2	2.989,7	2.972,0
Ingresos	3.275,5	2.174,0	1.101,4	4.686,8	3.528,6
Gastos	2.748,6	1.820,9	954,3	4.000,3	3.023,7
Resultado neto	526,9	353,1	147,1	686,5	504,9

Fuente: Improsa SAFI / Elaboración: Moody's Local Costa Rica

**TABLA 2** Indicadores financieros Improsa SAFI

Indicador	Sep-24	Jun-24	Mar-24	Dic-23	Sep-23
Act. circ. / Pas circ.	7,1	14,5	25,2	10,2	4,2
Pas. Total /Patrimonio	16,5%	9,0%	6,3%	11,8%	30,1%
Gasto Tot./Ingreso Tot.	83,9%	83,8%	86,6%	85,4%	85,7%
Margen neto	16,1%	16,2%	13,4%	14,6%	14,3%
Rend. s/Inversión	23,7%	25,4%	21,4%	22,5%	20,3%
Rend. s/Patrimonio	27,0%	28,1%	23,4%	24,4%	24,0%

Fuente: Improsa SAFI / Elaboración: Moody's Local Costa Rica

## Perfil del Fondo de Inversión

El Fondo es un instrumento financiero que ofrece sus valores al público desde el año 2000, cuando obtuvo la aprobación de la Sugeval mediante la resolución SGV-R-73. Además, el Fondo se ha inscrito en los mercados de valores de otros cinco países de la región: Panamá (julio de 2009), Nicaragua (abril de 2013), El Salvador (mayo de 2013), Guatemala (enero de 2013) y Colombia (septiembre de 2022). Estas inscripciones le permiten al Fondo diversificar sus fuentes de financiamiento y ampliar su base de inversionistas.

**TABLA 3** Características del Fondo de Inversión

Características	Detalle
Fecha de autorización	11/05/2000
Por su naturaleza	Cerrado
Por su objetivo	Ingreso
Cartera	Inmobiliaria
Por su diversificación	Diversificado
Mercado	Local
Moneda	Dólares
Emisión autorizada	USD1.000,00 millones
Valor nominal de la participación	USD1.000,00
Comisión administrativa	Máximo 2,5% sobre el activo neto del fondo
Redención	Mercado Secundario

Fuente: Improsa SAFI / Elaboración: Moody's Local Costa Rica

## Situación Financiera del Fondo

A septiembre de 2024, los activos del Fondo alcanzan la suma de USD399,86 millones para un comportamiento estable de forma anual y un incremento de 2% semestral. La variación semestral se explica, principalmente, por un aumento de 1% en las propiedades de inversión. Por su parte, la posición pasiva se sitúa en USD88,97 millones, lo que evidencia una contracción del 1% anual y un crecimiento de 5% semestral. La reducción anual se relaciona con la disminución de 78% en los gastos acumulados y cuentas por pagar; mientras que el comportamiento semestral se debe al incremento de los documentos por pagar (+7% semestral).

A la fecha de análisis, el Fondo registra un nivel de apalancamiento aproximado del 22%, el cual se muestra similar al presentado en el semestre previo, y se ubica por debajo del promedio del mercado (28%) y del límite del 35% definido en el prospecto. Adicionalmente, el costo financiero promedio es del 7,95%, lo que evidencia la carga de intereses vinculada al apalancamiento del Fondo, indicador que muestra una leve reducción respecto a septiembre del año anterior (8,51%).

En cuanto a los ingresos totales, estos contabilizan USD23,60 millones y decrecen en 15% anual, comportamiento que se ve influenciado, especialmente, por la disminución de las ganancias registradas por venta de inmuebles (-97% anual) y en los ingresos por arrendamiento (-6% anual). En cuanto a los gastos, estos acumulan USD15,27 millones y disminuyen considerablemente de forma anual (-42%), al no registrarse pérdidas no realizadas por ajustes a propiedades de inversión (netas) a septiembre de 2024, partida que representó el 36% del gasto total en septiembre de 2023. Estos movimientos en los ingresos y gastos provocaron que la utilidad neta se ubique en USD8,33 millones, para un crecimiento anual del 523%.

**Portafolio de Inversiones**

Al corte de análisis, el Fondo cuenta con 37 propiedades, las cuáles totalizan un área arrendable de 168.054 m<sup>2</sup>, misma que se reduce levemente respecto al semestre anterior (168.566 m<sup>2</sup> a marzo de 2024), asociado con la venta del Local Comercial Cartago, principalmente. Del total de área arrendable, un 78% corresponde a oficinas, seguido de un 15% en comercio y el restante 7% por inmuebles dedicados a bodegas.

Según su porcentaje de participación dentro del total del área arrendable, los inmuebles más representativos son: Cafetal Dos con una participación del 19%, seguido de Centro Corporativo El Tobogán con 18%, Global Park y Tech Park con 8% en cada caso y Torre La Sabana con 7%.

En cuanto al valor en libros, el inmueble con mayor participación es Cafetal Dos con 24% del total, seguido de Centro Corporativo El Tobogán con 20%, Torre La Sabana con 8%, Tributo Corporate Center con 7% y Global Park con 6%. El 36% restante se distribuye en otros 32 inmuebles.

**Generación de Ingresos**

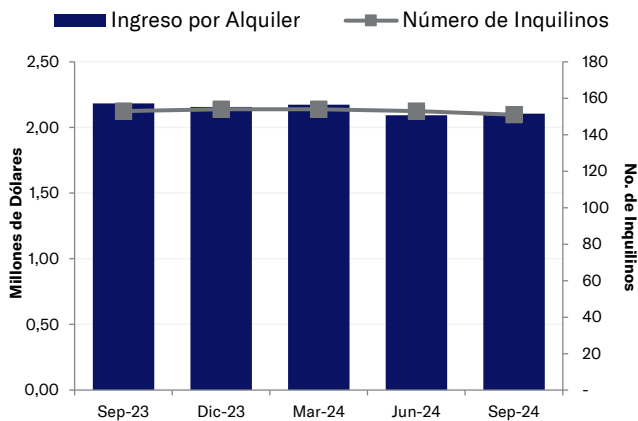
A septiembre de 2024, el Fondo registra una renta mensual de USD2,11 millones, para una reducción anual del 4% y semestral del 3%. Dichas variaciones se vinculan con la reducción en la renta percibida en los inmuebles: Cafetal Dos (-14% anual y -13% semestral), Torre La Sabana (-10% anual y -9% semestral) y en Plaza Universitaria (-14% interanual y -3% semestral), principalmente. Cabe destacar que las rentas de Cafetal Dos representaron el 25% del total en septiembre de 2024 (28% en septiembre de 2023); mientras que las de Torre La Sabana un 9% (misma que el año anterior) y de Plaza Universitaria un 6% (7% en septiembre de 2023).

El Fondo reportó ingresos provenientes principalmente de oficinas, que representaron cerca del 80% del total, seguido de comercio con un 14% y en último lugar bodegas con un 6%. Respecto a la distribución de la renta mensual por propiedad, los ingresos más sobresalientes provienen de Cafetal Dos (10 inquilinos) con 25%, seguido del Centro Corporativo El Tobogán (10 inquilinos) con 15%, Torre La Sabana (27 inquilinos) con 9% y Global Park (1 Inquilino) y Plaza Universitaria (1 Inquilino) con 6% en cada caso.

Cabe destacar que el Fondo muestra un Índice de Herfindahl Hirschman (HHI) de 1.105 puntos. Esto indica que existe una distribución moderada de los ingresos por arrendamiento de los inmuebles en el portafolio. Lo anterior sugiere que algunos inmuebles contribuyen en mayor manera a los ingresos totales del Fondo, lo que implica una estructura con cierto grado de concentración.

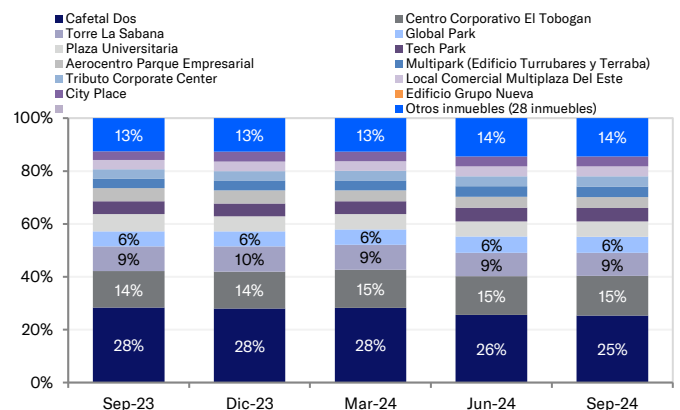
Al explorar la distribución de las rentas por inquilino, se destaca DHL y Amazon como los actores más influyentes, dado que aportan un 12% del total en cada caso. Seguidamente, Foundever Costa Rica S.A. y el Consejo Nacional de Vialidad (Conavi) poseen una incidencia relativa aproximada al 6% cada uno, mientras que Experian Services Costa Rica S.A. representa un 4%. Los restantes inquilinos concentran individualmente menos del 4% de los ingresos por arrendamiento totales mensuales, a septiembre de 2024. Esta distribución refleja una concentración moderada entre los principales 5 inquilinos, ya que representan cerca del 41% del total.

**GRÁFICO 1** Evolución de los Ingresos



Fuente: Improsa SAFI / Elaboración: Moody's Local Costa Rica

**GRÁFICO 2** Composición de Ingresos por Inmueble



Fuente: Improsa SAFI / Elaboración: Moody's Local Costa Rica

## Ocupación

Al corte de análisis, el Fondo presenta una tasa de ocupación del 74,45%, cifra que se muestra relativamente estable tanto de forma anual como semestral. Es preciso señalar que, en el último año, el Fondo no ha retornado a sus niveles de ocupación históricos (por encima del 85%). Además, la ocupación se encuentra levemente por encima del promedio de la industria, que fue de 72,13%, aproximadamente. Cabe resaltar que, dentro del conjunto total de inmuebles (37), 17 de ellos alcanzan una ocupación del 100%.

En cuanto a la desocupación en función de la actividad económica, el 90% corresponde a espacios destinados a oficinas, lo cual subraya la importancia de esta categoría en el desglose, seguido de comercio con 9% de la desocupación total. Por su parte, desocupación del sector de bodegas concentra el restante 1%.

Los inmuebles con la mayor relevancia respecto a desocupación son: Centro Corporativo El Tobogán con 33% del total del área desocupada, seguido de Cafetal Dos con 19%, Tributo Corporate Center con 12% y de Global Park con 9%. Estos inmuebles conforman las áreas primordiales de atención con relación a la desocupación dentro del Fondo.

**TABLA 4** Detalle de Desocupación por Inmueble

Inmueble	Área arrendable (m <sup>2</sup> )	Área desocupada (m <sup>2</sup> )				
		Sep-24	Jun-24	Mar-24	Dic-23	Sep-23
Aerocentro Parque Empresarial	6.995,47	2.156	2.156	2.156	1.272	1.272
Centro Corporativo el Cafetal II	31.650,30	8.259	7.985	5.039	5.039	4.541
Centro Comercial Alajuela 1856	630,25	380	380	380	380	380
Centro Hispánico	651,67	652	652	652	652	652
City Place	3.759,12	209	125	125	125	409
Centro Corporativo el Tobogán	30.667,73	14.346	15.947	15.530	15.875	15.875
Cronos Plaza	848,98	55	55	55	310	310
Edificio Álvarez	838,84	612	612	612	347	347
Edificio Dent	1.346,32	1.346	1.346	1.346	1.346	1.346
Sabana Urbano	2.672,03	297	332	1.549	1.750	1.750
Edificio Mendiola	2.385,00	513	513	665	430	430
Edificio Radiográfica	516,00	516	516	516	516	516
Edificio Sabana	685,39	685	685	685	685	685
Global Park	14.141,60	4.000	4.000	4.000	4.023	4.023
Multipark	6.638,35	1.399	1.736	2.721	2.834	2.834
Mall Paseo de las Flores	2.026,40	193	193	193	313	313
Cariari Corporate Center	100,01	100	100	100	100	0
Tech Park	13.009,09	397	397	397	339	397
Torre La Sabana	11.274,69	1.618	1.475	891	673	681
Tributo	9.739,74	5.206	5.317	5.317	5.337	5.312
<b>Desocupación Total (m2)</b>		<b>42.940</b>	<b>44.522</b>	<b>42.929</b>	<b>42.346</b>	<b>42.072</b>
<b>Área Total Arrendable (m2)</b>		<b>168.054</b>	<b>168.253</b>	<b>168.551</b>	<b>168.574</b>	<b>168.565</b>
<b>Desocupación (%)</b>		<b>25,55%</b>	<b>26,46%</b>	<b>25,47%</b>	<b>25,12%</b>	<b>24,96%</b>
<b>Ocupación (%)</b>		<b>74,45%</b>	<b>73,54%</b>	<b>74,53%</b>	<b>74,88%</b>	<b>75,04%</b>

Fuente: Improsa SAFI / Elaboración: Moody's Local Costa Rica

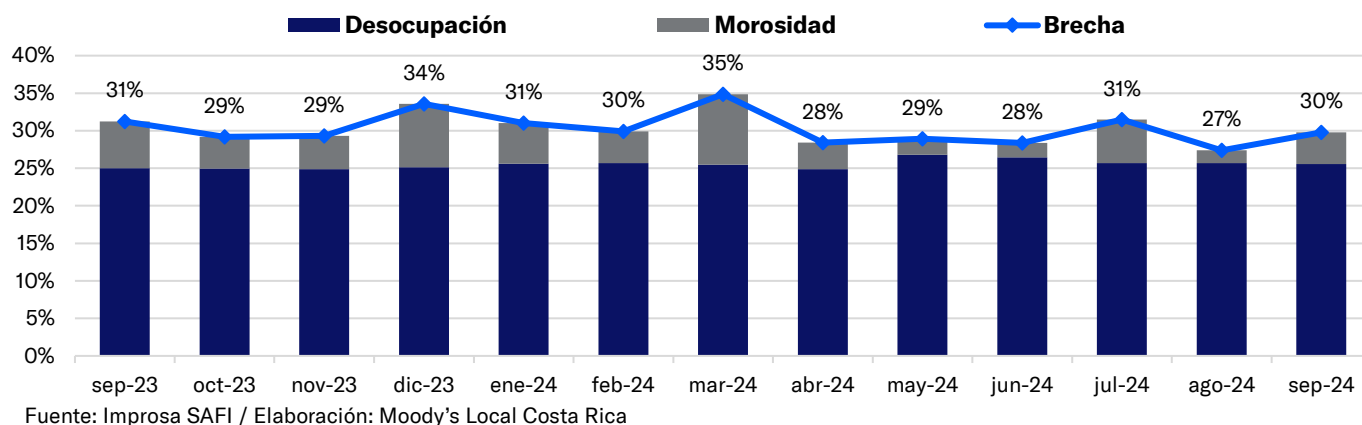
## Morosidad

A septiembre de 2024, el saldo correspondiente a los alquileres pendientes de cobro para ese mes (con morosidad menor a 30 días) asciende a USD126.92 mil. Este monto equivale al 6% de las rentas totales del mes y refleja una reducción anual del 36% y semestral del 59%.

De acuerdo con los estados financieros, a septiembre de 2024, se reporta un total de alquileres acumulados pendientes de cobro por un valor de USD677,76 mil, en contraste con los USD709,75 mil registrados en el mismo período del año anterior (-5% anual). Esta partida equivale a cerca del 4% de los ingresos totales acumulados del Fondo (anualizados).

El modelo de sensibilización implementado por la Calificadora evalúa el riesgo de liquidez en fondos inmobiliarios, enfocándose en la discrepancia entre los ingresos reales y los ideales bajo condiciones óptimas de plena ocupación y sin morosidad. Al corte de análisis, se observa que la brecha mensual de ingresos del Fondo se ubicó en 30%,

similar a la presentada el año previo (31%), y se reduce respecto a lo mostrado en marzo de 2024 (35%). Al desglosar la brecha, un 4% es atribuible a la morosidad y un 26% a la desocupación. Si bien la brecha es moderada, esta situación indica una oportunidad de mejora en la gestión del fondo, apuntando a la necesidad de implementar estrategias dirigidas a mitigar la desocupación, principalmente, para cerrar la brecha de ingresos y, consecuentemente, optimizar la liquidez y el rendimiento neto del Fondo.

**GRÁFICO 3** Riesgo de Ingreso Escenario Base


### Valoraciones

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

Para el último semestre finalizado en septiembre de 2024, se valoraron un total de 18 inmuebles, de los cuales 11 experimentaron incrementos en su valoración. Sin embargo, se observa que 7 inmuebles registraron minusvalías en sus valoraciones. Lo anterior provocó que se registrara una plusvalía neta por USD5,77 millones. Además, los resultados de estas valoraciones se ven influenciados por las condiciones actuales del mercado, así como por aspectos relacionados con los enfoques de valoración aplicados en el ejercicio, entre otros.

**TABLA 5** Detalle de Valoraciones de Inmuebles

Inmueble	IVS Actual	IVS Anterior	Plusvalía / Minusvalía	Variación
Centro Corporativo El Cafetal II	91.833.000	88.999.471	2.833.529	3,2%
Torre Sabana	30.269.000	27.761.475	2.507.525	9,0%
Mall San Pedro	2.663.000	2.103.648	559.352	26,6%
Sabana Urbano	6.346.000	5.824.892	521.108	8,9%
Centro Corporativo el Tobogán	79.726.000	79.344.056	381.944	0,5%
Edificio Sabana	1.292.000	1.118.102	173.898	15,6%
Condominio Zora-Bodega	497.000	431.638	65.362	15,1%
Locales Comerciales Avenida Central	2.330.000	2.287.068	42.932	1,9%
Centro Hispánico	593.000	552.870	40.130	7,3%
Centro Comercial Alajuela 1856	1.124.000	1.101.932	22.068	2,0%
Edificio Moravia	2.160.000	2.158.000	2.000	0,1%
Cariari Corporate Center	189.000	198.427	-9.427	-4,8%
Edificio Radiográfica	711.000	725.269	-14.269	-2,0%
Edificio Desamparados	957.000	1.030.282	-73.282	-7,1%
Mall Paseo de las Flores	5.898.000	5.980.930	-82.930	-1,4%
Cronos Plaza	2.140.000	2.331.384	-191.384	-8,2%
Bodega Pavas	2.087.000	2.311.474	-224.474	-9,7%
Tech Park	13.567.000	14.350.265	-783.265	-5,5%
<b>Total</b>	<b>244.382.000</b>	<b>238.611.183</b>	<b>5.770.817</b>	<b>2,4%</b>

Fuente: Improsa SAFI / Elaboración: Moody's Local Costa Rica



**Riesgo Rendimiento**

El Fondo alcanzó un rendimiento líquido, promedio semestral, de 2,49%, al cierre septiembre de 2024, lo que refleja una reducción respecto al semestre anterior (4,07%) y se sitúa levemente por debajo del promedio de la industria de fondos de inversión inmobiliarios en dólares (2,67%). Entre algunos de los motivos que influyen en el comportamiento de este indicador se encuentran la entrada y salida de inquilinos. Además, de los efectos de la venta del inmueble de la Universidad Latina en mayo de 2023, lo que se deja de percibir en los rendimientos del semestre actual.

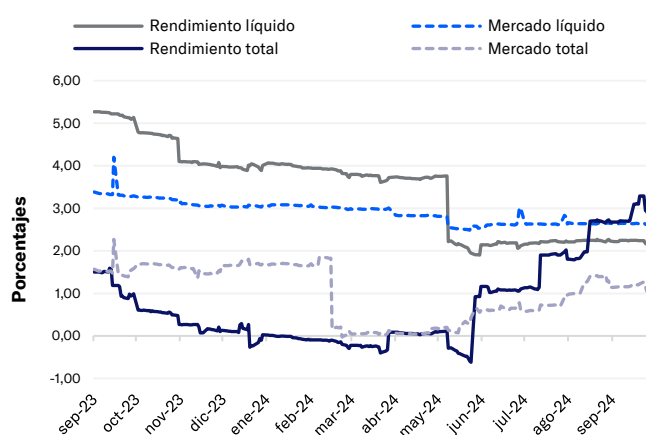
Por su parte, en el semestre bajo análisis el Fondo registró un rendimiento total de 1,31%, lo cual exhibe un incremento respecto al semestre anterior (0,07%), y se mantuvo superior al promedio de la industria, que se situó en 0,68%. Es preciso señalar que, este índice es influenciado por las valoraciones que se realizan sobre la cartera inmobiliaria durante el año, por lo tanto, puede presentar fluctuaciones significativas de un período a otro según el valor que registren las propiedades.

**TABLA 6** Resumen de Estadísticas

Indicador	Mar-24 a Sep-24	Sep-23 a Mar-24	Mar-23 a Sep-23	Mercado Mar-24 a Sep-24
<b>Rendimiento Líquido</b>				
Prom. Rend. Líquido	2,49	4,07	5,38	2,67
Desv. Rend. Líquido	0,62	0,32	0,44	0,10
RAR Rend. Líquido	4,02	12,87	12,33	25,95
COEFVAR Rend. Líquido	0,25	0,08	0,08	0,04
Beta Rend. Líquido	4,68	3,68	1,50	n.a.
<b>Rendimiento Total</b>				
Prom. Rend. Total	1,31	0,07	1,91	0,68
Desv. Rend. Total	1,13	0,28	0,72	0,44
RAR Rend. Total	1,16	0,25	2,65	1,55
COEFVAR Rend. Total	0,86	3,92	0,38	0,64
Beta Rend. Total	2,43	0,24	2,42	n.a.

Fuente: Improsa SAFI / Elaboración: Moody's Local Costa Rica

**GRÁFICO 4** Rendimiento Líquido y Total



Fuente: Improsa SAFI / Elaboración: Moody's Local Costa Rica

**Anexos**

**Principales Hechos Relevantes**

- El 04 de abril de 2024, Improsa SAFI anuncia algunas aclaraciones sobre las modificaciones al prospecto del Fondo. Entre los apartados:
  - Interpretación y definiciones. La cual corresponde a la administración de riesgos del Fondo relacionados a la Cartera Inmobiliaria, en donde se encuentra la administración del riesgo: “Riesgo de la Continuidad del Negocio”.
  - Factores de riesgo, específicamente el riesgo por cambios o desmejoramiento de calificación de riesgo.
- El 19 de abril de 2024 se comunica que, debido al análisis del resultado de la valoración del inmueble “Bodega Pavas”, la presentación del avalúo no se efectuó en la fecha establecida por Sugeval. Se indica que la fecha de presentación de la valoración sería el 30 de abril de 2024.
- El 28 de junio de 2024 se informa la designación de DELOITTE & TOUCHE, S.A. como la firma auditora externa para Improsa Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, S.A. y a la firma CROWE HORWATH CR, S.A. para los fondos de inversión que administra la SAFI; correspondiente al período de 2024 en ambos casos.
- El 12 de julio de 2024 se anuncia la venta del Local Comercial Cartago, inmueble perteneciente al Fondo, cuya área registral es de 441,21 m<sup>2</sup>. Se indica que el tipo de venta es total y por motivo de toma de ganancia de capital. Además, el monto de la venta fue de USD1.000.000,00 y se obtuvo una ganancia bruta de USD145.427,24.
- El 14 de agosto se informa sobre el cumplimiento de los requisitos finales para la modificación del prospecto del Fondo. Entre las modificaciones autorizadas destacan: ajustes a los apartados del nivel máximo de endeudamiento y en la Política de Inversión, específicamente para activos financieros.

**Información Complementaria**

<b>Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar</b>				
<b>Tipo de calificación / Instrumento</b>	<b>Calificación actual</b>	<b>Perspectiva actual</b>	<b>Calificación anterior</b>	<b>Perspectiva anterior</b>
Cuotas de Participación	scr AA 3 (CR)	Negativa	scr AA 3 (CR)	Observación

**Información considerada para la calificación**

La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros intermedios al 30 de junio y 30 de septiembre de 2024, del Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar y de Improsa Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, S.A., además de otra información proporcionada por la SAFI.

**Definición de las calificación asignadas**

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

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

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

→ **Perspectiva en Observación:** se percibe que la probabilidad de cambio de la calificación en el mediano plazo depende de la ocurrencia de un evento en particular.

→ **Perspectiva Negativa:** Se percibe una alta probabilidad de que la calificación desmejore en el mediano plazo.

El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página <https://moodyslocal.cr/>

**Metodología Utilizada**

→ La metodología de calificación de Fondos de Inversión utilizada por Moody's Local Costa Rica fue actualizada en el ente regulador en octubre de 2023, disponible en <https://moodyslocal.cr/>

**Declaración de Importancia**

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

La calificación otorgada no ha sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. Moody's Local Costa Rica otorga calificación de riesgo por primera vez a este fondo en diciembre de 2018. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por Moody's Local Costa Rica. Moody's Local Costa Rica no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía. Moody's Local Costa Rica considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objeto de calificación.



© 2024 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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