

# Títulos Participativos TIN

Titularizadora Colombiana

## Estructura de Capital

Títulos	Calificación	Perspectiva	Monto (COP mill.)	Plazo (años)
Tercera Emisión de Universalidad TIN	iAAA(col)	Estable	125.524	100 <sup>a</sup>

<sup>a</sup>Plazo de la universalidad.

Fitch Ratings asignó la calificación nacional de largo plazo 'iAAA(col)' con Perspectiva Estable a la tercera emisión del Programa de Emisión y Colocación de Títulos Participativos TIN, por aproximadamente COP125.524 millones. La emisión está respaldada por un portafolio de activos inmobiliarios, con valor de mercado de COP144.527 millones, y la calificación asignada aborda, de forma relativa, la capacidad de la universalidad para preservar el capital y entregarle un rendimiento estable al inversionista, consistente con la rentabilidad objetivo, de acuerdo con los términos de la emisión.

## Factores Clave de Calificación

**Características Fuertes de las Propiedades:** Las propiedades del tramo 3 tienen atributos alineados con las categorías de fortaleza alta de calificación, considerando su ubicación, características físicas, duración de los contratos de arrendamiento y perfil de los arrendatarios, acordes con las características de los tramos 1 y 2. El tramo 3 incorporará 17 inquilinos, algunos de nuevas industrias, así como un nuevo tipo de propiedad (industrial), lo que acercará al programa a cumplir las metas de diversificación. Pese a que los precios promedio de arrendamiento por metro cuadrado de este tramo son mayores que los del mercado, para Fitch, las características de las propiedades y los contratos brindan estabilidad a los retornos de los inversionistas.

**Retorno a los Inversionistas Permanece Estable:** En 2020, se realizaron varias negociaciones debido a la pandemia; sin embargo, en la medida en la que los arrendatarios se han recuperado, las medidas de alivio han cesado en la mayoría de los casos. Lo anterior ha permitido, entre otros aspectos, que los rendimientos a los inversionistas aumentaran alrededor de 30% al comparar el valor de agosto de 2021 con los valores del mismo período de 2020. La vacancia continúa representando un riesgo inmaterial para los rendimientos. En cuanto a la diversificación del portafolio, Fitch espera que, con la incorporación de las propiedades del tramo 3, se reduzca la exposición individual, lo que favorecería la estabilidad de los rendimientos.

**Metas de Diversificación por ser Alcanzadas:** Los documentos legales de la titularización establecen límites de concentración por industria, ubicación geográfica, ingresos que puede representar un arrendatario en un año, tipo de propiedad y valor mínimo de inversión, a ser alcanzados en octubre de 2023. Estos se alinean con la metodología de Fitch para títulos participativos en Colombia, ya que buscan mitigar contingencias específicas de la industria en períodos económicos adversos. Las propiedades del tramo 3 permitirán cumplir con los límites de ubicación geográfica, tipo de propiedad y valor mínimo de inversión; quedarán pendientes los de ingresos por arrendatario y diversificación por industria.

**Administradores Inmobiliarios con Experiencia:** Como factores clave que respaldan la transacción, Fitch considera el conocimiento y la experiencia tanto de Coldwell Banker Richard Ellis (CBRE), una de las compañías más grandes a nivel mundial en servicios inmobiliarios, que actúa como el administrador inmobiliario, como de Péntaco, con más de 10 años de experiencia estructurando y administrando vehículos de inversión inmobiliaria y el cual actúa como

Contenido	Página
Factores Clave de Calificación	1
Aspectos Destacados	2
Participantes Clave de la Transacción	2
Administración Inmobiliario	2
Gestor del Portafolio	3
Calidad y Características de los Activos	3
Diversificación de los Activos	6
Consideraciones Relacionadas con la Generación de Ingresos	6
Estabilidad y Predictibilidad de los Rendimientos Generados	7
Sensibilidad de Calificación	8
Estructura de la Transacción	8
Aplicación de Metodologías, Modelo y Suficiencia de la Información	10
Seguimiento	10
Apéndice 1: Factores de Diversificación	11

Este informe de preventa refleja información en posesión de Fitch al momento en que se emiten las calificaciones; la emisión aún no se ha finalizado y podrían producirse cambios. Como resultado, las calificaciones indicadas en este reporte podrán revisarse de manera extraordinaria en caso de presentarse cambios frente a la composición del portafolio del tercer tramo, o frente a los documentos del programa al cierre de la operación de emisión. La calificación asignada considera información al corte de 31 de agosto de 2021.

Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia directa o indirecta para comprar, vender o adquirir algún título valor. El comentario de acción de calificación emitido por Fitch al cierre de la transacción incorporará una evaluación de cualquier información relevante que haya cambiado de forme subsecuente a la publicación del informe de preventa.

## Analistas

Melissa A. Franco  
+60 1 443 3560  
[melissa.francogodoy@fitchratings.com](mailto:melissa.francogodoy@fitchratings.com)

Mariana Zuluaga  
+60 1 443 3754  
[mariana.zuluaga@fitchratings.com](mailto:mariana.zuluaga@fitchratings.com)

administrador del portafolio. Además, Fitch reconoce la experiencia de TC como administrador maestro; su capacidad operativa y de gestión son un factor positivo para el desempeño del programa.

## Aspectos Destacados

### Aspectos Destacados

Efecto	Aspecto Destacado
+	<b>Tramo 3 Incorpora Nueva Industria:</b> De acuerdo con la información de mercado provista por TC y Péntaco, la pandemia ha favorecido los inmuebles del segmento industrial, particularmente aquellos con buenas especificaciones y la capacidad de adaptarse al cambio constante de las industrias que los ocupan. La vacancia a nivel nacional a junio de 2021 fue casi 2% inferior al promedio de los últimos cinco años. Consecuente con lo anterior, para la tercera emisión, la administración del vehículo espera incorporar por primera vez inmuebles industriales, aprovechando el buen momento de la industria.
Neutral	<b>No se Espera que Incorporación de Inmuebles Vacantes Impacte Rendimientos:</b> Para la tercera emisión, la administración decidió incorporar por primera vez inmuebles vacantes. Estos se ubican en un centro comercial en el sur de Bogotá (en Soacha). Debido a que el sector comercial ha sido uno de los más impactados por la pandemia, la administración vio una oportunidad de inversión dados los bajos niveles de precios y el espacio de desarrollo para este tipo de inmuebles en el sur de la ciudad. Cabe mencionar que estos inmuebles representan menos de 2% de los inmuebles (según su avalúo) que harán parte del tramo 3 y que, al considerar la vacancia total del portafolio, una vez incluidos los inmuebles de este tramo, la vacancia será inferior a 3%. Dado que los escenarios de estrés para la calificación asignada incorporan niveles de vacancia mayores, la agencia no espera impacto en los rendimientos.
+	<b>Tramo 3 Permite Alcanzar Más Metas de Diversificación:</b> El tramo 3 incorpora al portafolio 25 inmuebles adicionales (16 de los cuales ya se encuentran dentro del vehículo), así como 17 arrendatarios y propiedades de una nueva industria (industrial). Lo anterior permitirá a la universalidad seguir cumpliendo con el límite de ubicación geográfica (que ya se había alcanzado con el tramo 2), y además cumplir con las metas de tipo de propiedad (que considera una concentración máxima de 70% y las propiedades comerciales pasarán a representar alrededor de 66%) y valor mínimo de inversión. Quedarán pendientes de cumplir los límites los de ingresos por arrendatario (el límite está definido en 30% y con la incorporación del tramo 3 Davivienda pasará a representar alrededor de 40%) y diversificación por industria (el límite está definido en 50% y con la incorporación del tramo 3 el sector bancario pasará a representar un poco más de 51%).

Fuente: Fitch Ratings.

## Participantes Clave de la Transacción

### Participantes Clave de la Transacción

Rol	Nombre	Calificación de Fitch
Emisor	Universalidad TIN	Tramo 1: iAAA/Perspectiva Estable Tramo 2: iAAA/Perspectiva Estable
Administrador Inmobiliario	Coldwell Banker Richard Ellis	Sin calificación
Gestor del Portafolio	Péntaco	Sin calificación
Administrador Maestro	Titularizadora Colombiana	Sin calificación

Fuente: Fitch Ratings, TC.

## Administrador Inmobiliario

CBRE es una de las compañías más grandes a nivel mundial en servicios e inversión inmobiliaria, que cuenta con más de 100 años de experiencia entre los diferentes mercados que atiende (está presente en alrededor de 100 países a través de más de 500 oficinas). En Latinoamérica, tiene presencia desde 1979 y atiende el mercado a través de oficinas en nueve países; en Colombia lleva alrededor de 15 años. Fitch considera que CBRE tiene incentivos fuertes para mantener

### Factores Clave de Calificación (Negativo/Positivo/Neutral)

Impacto en Calif.	Factor Clave de Calificación
Positivo	Calidad y Características de los Activos
Positivo	Consideraciones Relacionadas con la Generación de Ingresos
Positivo	Diversificación de los Activos
Positivo	Administración Inmobiliario

### Metodologías Aplicables

Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas (Marzo 2021)

Criterio de Calificación de Títulos Participativos Respaldados por Activos Inmobiliarios – Colombia (Febrero 2019)

en buenas condiciones las propiedades, ya que, de acuerdo con los términos del contrato entre el administrador maestro y el administrador inmobiliario, este último recibe una comisión fija que se calcula como un porcentaje del valor de los activos que esté administrando. Este valor dependerá del avalúo realizado por una empresa independiente.

## Gestor del Portafolio

Péntaco cuenta con más de 10 años de experiencia en estructuración, gestión y administración de vehículos de inversión inmobiliaria y en asesorías en las mismas áreas. Su equipo directivo suma más de 37 años de experiencia en el sector.

La calificadora considera que Péntaco tiene incentivos fuertes para realizar una gestión buena sobre el portafolio. De acuerdo con los términos del contrato entre el gestor inmobiliario y el administrador maestro, el primero recibe una comisión fija sobre el valor de los activos del portafolio administrado y una comisión adicional por el desarrollo de nuevos negocios inmobiliarios.

## Calidad y Características de los Activos

Fitch analizó varias características y condiciones de las propiedades que respaldan la tercera emisión de la universalidad TIN, de manera que fuera posible establecer su relación con la continuidad y estabilidad en los retornos futuros del programa.

### Ubicación

El portafolio que respaldará este tramo está compuesto por 25 inmuebles ubicados principalmente en Bogotá y Barranquilla. Dentro de estas ciudades, las propiedades se encuentran distribuidas en lugares estratégicos cerca de vías principales o corredores importantes. De acuerdo con los avalúos realizados por empresas independientes, todos los activos se encuentran calificados entre las categorías de bueno y muy bueno respecto a su ubicación. Dentro del portafolio, Fitch considera este atributo como fuerte, ya que una ubicación estratégica puede atraer arrendatarios de mejor calidad y retener un mayor valor con el paso del tiempo.

### Mercado

La siguiente sección se basa en información proporcionada por TC y Péntaco, que considera diferentes fuentes de información con corte a junio de 2021.

### Oficinas

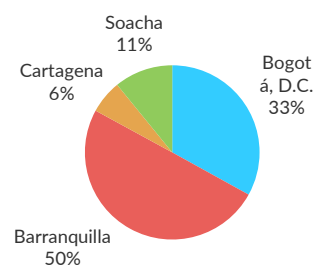
De acuerdo con la información proporcionada, a pesar de que el sector de oficinas ha sido uno de los más afectados por la pandemia por coronavirus, este se encontraba previamente en un período de recuperación con vacancias a la baja y precios en aumento y, en ese sentido, los niveles de vacancia no se han visto tan impactados en relación con las cifras históricas. A junio de 2021, los niveles de vacancia eran de 10,9%, cercanos al promedio observado entre 2017 y 2019. En cuanto a los precios de mercado al cierre del primer semestre de 2021, el precio mínimo de renta por metro cuadrado a nivel nacional disminuyó 2,1% respecto del cierre de 2020. Por su parte, los precios promedio y máximos de renta por metro cuadrado aumentaron 4,5% y 3,9% respectivamente frente a los del mismo período (el precio promedio nacional fue de COP59.000 aproximadamente).

La pandemia ha provocado algunos cambios en el sector, en el cual TC y Péntaco esperan que los espacios de *coworking* y los modelos híbridos de trabajo se consoliden. Se espera que las vacancias continúen elevadas en los próximos 18 a 24 meses, mientras los precios disminuyan alrededor de 5% con relación a los precios promedio actuales, lo que debería permitir absorber la vacancia que se ha generado en los últimos meses. Las propiedades relacionadas con el tercer tramo no incorporarán oficinas, lo cual mitiga la exposición esperada frente aumentos en la vacancia y disminución en los precios.

### Industrial

La pandemia ha favorecido los inmuebles de este segmento, particularmente aquellos con buenas especificaciones y la capacidad de adaptarse al cambio constante de las industrias que los ocupan. En ese sentido, al término del primer semestre de 2021, la vacancia a nivel nacional era de 11,2%, casi 2% inferior al promedio de los últimos cinco años. Por su parte, el precio

Distribución Geográfica T3  
(Según avalúo)



Fuente: Fitch Ratings, TC.

mínimo del mercado disminuyó 10% a COP8.429/m<sup>2</sup>, mientras que el precio promedio decreció 3,2% a COP14.855/m<sup>2</sup> y el precio máximo aumentó 59,4% a COP33.524/m<sup>2</sup> (este último impulsado por activos altamente especializados en Bogotá, atípicos para la muestra estadística). TC y Péntaco esperan que, en los próximos 18 a 24 meses, se siga manteniendo la tendencia a la baja en la vacancia y una estabilidad en precios a lo largo del sector a nivel nacional, consistente con la inversión en este tipo de activos en el tercer tramo, dada la actual coyuntura positiva del sector.

### **Comercial**

En la última década, el sector de centros comerciales ha sufrido un crecimiento insostenible, en el que las ventas han crecido a un ritmo menor que el del inventario. Particularmente en Bogotá, en el período de 2015 a 2020, hubo un aumento en la vacancia a una tasa compuesta anual de 25,7%, impulsada por el aumento en el inventario y los efectos de la pandemia. A junio de 2021, la vacancia alcanzó niveles de 21,6%.

De acuerdo con TC y Péntaco, aunque algunos de los sectores de las grandes ciudades se encuentran saturados, aún hay espacio de desarrollo en algunas áreas. En este sentido, aunque el mercado está saturado en el norte de Bogotá, aún hay espacio de desarrollo en el sur, lo que es consistente con la inversión en inmuebles comerciales en esta zona para el tercer tramo. Por lo anterior, a pesar de que el mercado inmobiliario en general se encuentra impactado por la pandemia, Fitch considera que la administración del vehículo realizó inversiones estratégicas dadas las condiciones actuales y, en ese sentido, la agencia clasificó este atributo como 'medio'.

### **Entorno y Características de las Propiedades**

De acuerdo con los avalúos realizados por empresas independientes, todos los activos se encuentran calificados en la categoría de 'muy bueno' respecto a la calidad de las construcciones. Además, todas las propiedades cuentan con medidas de seguridad y acceso a diferentes opciones de estacionamiento. La agencia considera este atributo como 'fuerte' dentro del portafolio, debido a que condiciones de entorno favorables pueden atraer arrendatarios con solidez alta en el mercado y retener un mayor valor de los inmuebles con el paso del tiempo.

### **Versatilidad**

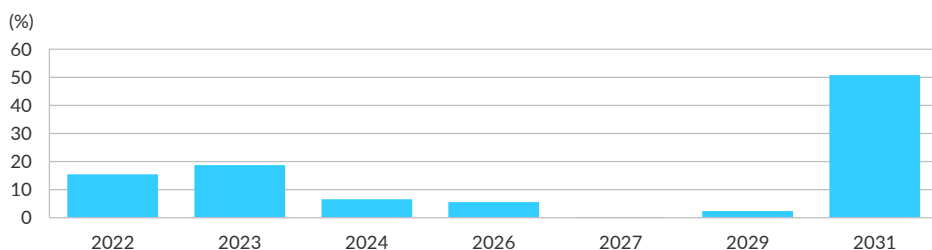
Dadas las condiciones de flexibilidad de las propiedades para acomodar cualquier tipo de uso alternativo, la calificadora considera que la versatilidad de los inmuebles comerciales es mayor que la de inmuebles industriales. Dado que cerca de 80% del portafolio se encuentra categorizado dentro del sector industrial (al considerar el valor comercial de las propiedades), este atributo fue categorizando por Fitch como 'medio-débil'.

### **Cronograma de Vencimiento de los Arrendatarios**

Fitch considera que un cronograma de vencimiento relativamente uniforme reduce el riesgo de que un número sustancial de contratos de arrendamiento finalice en un momento desfavorable del ciclo del mercado inmobiliario. Al considerar la distribución de vencimiento por avalúo de las propiedades relacionadas con el primer y segundo tramo, la mayoría está concentrada en 2028 y 2029. En este sentido, el tercer tramo incorpora una mayor distribución al programa, ya que sus vencimientos están concentrados principalmente en 2031. Fitch considera este atributo como 'fuerte' como consecuencia de que, al haber mayor distribución de los vencimientos de los arriendos, se mitiga el riesgo de que un número importante de contratos terminen en un momento desfavorable del ciclo del mercado inmobiliario.

### Cronograma de Vencimientos

(Según avalúo)



Fuente: Fitch Ratings, TC.

### Tasa de Renovación de los Contratos de Arrendamiento

Fitch evalúa este atributo de manera que pueda determinar la demanda que tienen los inmuebles en el mercado. La agencia no cuenta con información histórica de los inmuebles que respaldarán el tramo 3 frente a la historia de renovación de los contratos de arrendamiento y algunos eran propiedad de sus arrendatarios actuales previos a su transferencia al vehículo. Dado lo anterior, se estimó la demanda de los inmuebles a partir de los términos de renovación de los contratos de arrendamiento. A pesar de que la mayoría de los contratos vigentes consideran una prórroga del plazo inicial, hay tres inmuebles de este grupo que se encuentran vacantes (que representan menos de 2% del valor de los inmuebles del tramo) y, en ese sentido, Fitch calificó este atributo como ‘medio’.

### Duración de los Contratos de Arrendamiento

Los contratos de arrendamientos de los inmuebles que conforman el tercer tramo tienen un término entre 3 y 17 años, con un promedio de alrededor de siete años y un plazo restante promedio de cuatro años, lo que da estabilidad a los flujos de la transacción. Por lo anterior, Fitch clasifica este atributo como ‘fuerte’.

### Perfil Arrendatarios

El nuevo tramo incorpora 17 nuevos arrendatarios al programa, principalmente concentrados en Muebles Jamar (considerando el valor de mercado de las propiedades). Fitch clasificó este atributo como ‘fuerte’, ya que una diversificación mayor de arrendatarios mitiga el riesgo de exposición arrendatarios individuales.

### Resumen

Al tomar en cuenta las características y calidad de los inmuebles, Fitch considera que estas brindan continuidad y estabilidad a los retornos futuros de la transacción.

### Calidad y Características de los Activos

	Factor de Calificación
Ubicación	Fuerte
Mercados	Medio
Entorno	Fuerte
Características del edificio	Fuerte
Versatilidad	Medio-Débil
Cronograma de vencimiento de arrendamientos	Fuerte
Tasa renovación de contratos	Medio
Duración contratos de arrendamiento	Fuerte
Perfil arrendatario	Fuerte
<b>General</b>	<b>Fuerte</b>

Fuente: Fitch Ratings, TC.

## Diversificación de los Activos

Fitch considera que la universalidad cuenta con una diversificación alta, teniendo en cuenta que el nuevo tramo incorpora al portafolio 25 inmuebles adicionales (16 de los cuales ya se encuentran dentro del vehículo), distribuidos en diferentes ciudades del país, lo que ayuda a mitigar los efectos de una desaceleración económica en una región en particular. Además, la incorporación de nuevos arrendatarios e inmuebles industriales mitiga la exposición a arrendatarios individuales y mercados específicos.

Los documentos legales de la titularización establecen metas de concentración respecto al valor de los inmuebles y el porcentaje de ingresos según la industria, la ubicación geográfica, el número de arrendatarios, el tipo de propiedad y el valor mínimo de inversión. Dichos objetivos están alineados con la metodología de Fitch “Criterio de Calificación de Títulos Participativos Respaldados por Activos Inmobiliarios-Colombia” y mitigan contingencias específicas de la industria en períodos económicos adversos.

A partir de la incorporación de los inmuebles del tramo 3, la universalidad logrará cumplir con las metas de ubicación geográfica, tipo de propiedad y valor mínimo de inversión. Aunque estarán pendientes los límites de ingresos por arrendatario y diversificación por industria, el prospecto de la emisión contempla un período de cinco años (hasta octubre de 2023) para alcanzar los límites planteados. Para mayor información consultar “[Apéndice 1: Factores de Diversificación](#)”.

## Consideraciones Relacionadas con la Generación de Ingresos

### Reconocimiento de Arrendamientos

Para la agencia, los arrendamientos tienden a migrar hacia niveles de mercado en el largo plazo o incluso por debajo de los niveles de mercado actuales si el desempeño de mercado se deteriora más allá de los niveles actuales. De acuerdo con los avalúos provistos por TC y realizados por Logan, Colliers y Cushman, el valor promedio por metro cuadrado del mercado de las propiedades relacionadas con el tercer tramo es aproximadamente de COP76.000, valor que compara negativamente con el de arriendo promedio por metro cuadrado de las propiedades, de alrededor de COP132.000. En este sentido, aunque Fitch podría categorizar este atributo como ‘débil’, los términos de los contratos fortalecen al vehículo y, por tanto, la agencia clasifica el atributo como ‘medio-débil’.

### Vacancias

Cuatro inmuebles comerciales del tercer tramo, ubicados en un centro comercial en Soacha (en el sur de Bogotá), se encuentran vacantes. Tres de estos fueron adquiridos vacantes desde un inicio debido a que la administración del vehículo vio una oportunidad de inversión, dados los bajos precios de mercado que hay actualmente como consecuencia del impacto de la pandemia.

Además, aunque el mercado de centros comerciales se encuentra saturado en el norte de la capital, los directivos de Péntaco consideran que aún hay lugar para nuevos desarrollos en el sur de la ciudad. Debido a que estos inmuebles representan menos de 2% del portafolio relacionado con el tramo 3, al considerar su valor de mercado, la agencia no espera que esto impacte la estabilidad en la retribución a los inversionistas y, en ese sentido, considera este atributo como ‘fuerte’.

### Otros Ingresos

La transacción se beneficia de los rendimientos que genera la caja que permanece dentro de la universalidad (en la universalidad se apropian recursos mensualmente para atender costos y gastos operativos futuros de las propiedades y gastos de reparaciones extraordinarias).

### Comisiones

De acuerdo con el contrato del administrador inmobiliario, este recibe una comisión de 0,2% anual del valor de los bienes inmuebles que administre. Por otro lado, el gestor del portafolio recibe una comisión fija por su gestión, de 0,3% anual sobre el valor de los activos, y una comisión de estructuración de 1,25% por una sola vez sobre los nuevos negocios inmobiliarios efectivos que genere. Finalmente, la TC recibe una comisión de estructuración de 1,25% sobre

el valor de los activos adquiridos y una comisión de administración correspondiente a 1% del valor patrimonial de TIN, menos las comisiones de administración de cobrada por CBRE y Péntaco; mencionadas anteriormente. Las comisiones están alineadas con los niveles de mercado, atributo que la agencia ve como fuerte y sostenible en el tiempo.

### Impuestos sobre Bienes Raíces

El valor del impuesto predial se relaciona directamente con el aumento del valor de mercado del bien. Dentro de las proyecciones realizadas por el administrador maestro, el cálculo de los impuestos está alineado con la legislación de Colombia. La agencia considera este atributo como fuerte y sostenible en el tiempo.

### Seguros

El contrato entre el administrador maestro y el administrador de los inmuebles considera una cláusula en la cual las propiedades que son parte del portafolio inmobiliario deberán contar con seguros contra todo riesgo que mitiguen cualquier tipo de siniestro. Las proyecciones realizadas por el administrador maestro incorporan un incremento en la prima de seguro a través de los años. En este sentido, Fitch considera este atributo como 'fuerte', ya que brinda sostenibilidad al nivel de gastos.

### Otros Gastos

Otros gastos considerados incluyen el avalúo de los inmuebles, honorarios al comité asesor, gastos financieros, entre otros.

### Costos de Reposición

Dentro de la universalidad se apropian recursos mensualmente para atender entre otros, gastos de reparaciones extraordinarias, de acuerdo a las proyecciones consideradas en el proceso de debida diligencia (*due diligence*) de las propiedades. Además, la universalidad podrá endeudarse hasta en 40% del valor total de los activos inmobiliarios para inversiones en capital (*capex: capital expenditure*), gastos operacionales y adquisiciones de nuevas propiedades. Fitch considera que este atributo es 'fuerte', ya que, al reponer de forma regular ciertos activos que cuentan con una vida útil fija, se mantiene la competitividad de la propiedad y se atraen nuevos clientes.

### Costos Asociados al Arrendamiento de Propiedades

Las propiedades no requieren actualmente de inyecciones de capital para realizar remodelaciones o reparaciones. No obstante, de acuerdo con las proyecciones de los niveles de flujo de caja realizados por el administrador maestro, la generación de efectivo es suficiente para garantizar un mantenimiento apropiado de la propiedades y distribuir un porcentaje de rendimientos a los tenedores.

## Estabilidad y Predictibilidad de los Rendimientos Generados

De acuerdo con el valor de las propiedades del tercer tramo consignado en los avalúos que fueron provistos por el administrador maestro y el monto al que se espera emitir la tercera emisión del programa, la agencia calculó, para el análisis de mercado, el valor reportado de los activos sobre el costo de adquisición de los mismos. Debido a que algunos inmuebles han aumentado su valor desde su adquisición (16 propiedades relacionadas con la tercera emisión fueron incorporadas al vehículo en febrero de 2020 y abril de 2021), esta métrica resultó en un valor por encima de uno, lo que es positivo para la agencia dado que refleja las características fuertes de las propiedades y favorece la estabilidad de los rendimientos a los inversionistas.

Ahora bien, para determinar el rendimiento de la emisión basado en la generación de ingresos, Fitch consideró la cascada de pagos tal como se especifica en los documentos de la emisión, además de los ingresos y costos especificados en la sección "Consideraciones Relacionadas con la Generación de Ingresos", que fueron provistos por TC. Con estos valores fue posible medir el ingreso operativo neto como porcentaje del costo de adquisición y del valor reportado de los activos. De acuerdo con los resultados, la calificadora espera que presente un rendimiento positivo al momento de emisión.



A partir de las condiciones de mercado, la diversificación del portafolio y las expectativas frente al rendimiento del tercer tramo, Fitch espera que la emisión continúe generando rentabilidad. Cabe resaltar que la calificadora revisará, a través de un comité de calificación por lo menos una vez al año, o antes en caso de que el desempeño de los activos muestre un deterioro u ocurra cualquier evento que impacte el desarrollo del portafolio, el comportamiento de las diferentes variables plasmadas en este documento, con base en las cuales se determina la calificación.

## Sensibilidad de Calificación

### Sensibilidades de Calificación – Alza:

- La transacción está en el nivel más alto de calificación en escala nacional y, en ese sentido, no es posible una mejora en su calificación.

### Sensibilidades de Calificación – Baja:

- un aumento en los niveles de vacancia o una disminución en las rentas de mercado que impacte la estabilidad en los retornos a los inversionistas;
- pérdida de valor de los activos por el deterioro de las propiedades causado por el paso del tiempo, cambios en las condiciones de mercado y la omisión del mantenimiento necesario;
- una desvalorización zonal producida por fenómenos sociales o regulatorios, que también podría conllevar una pérdida en el precio de los inmuebles.

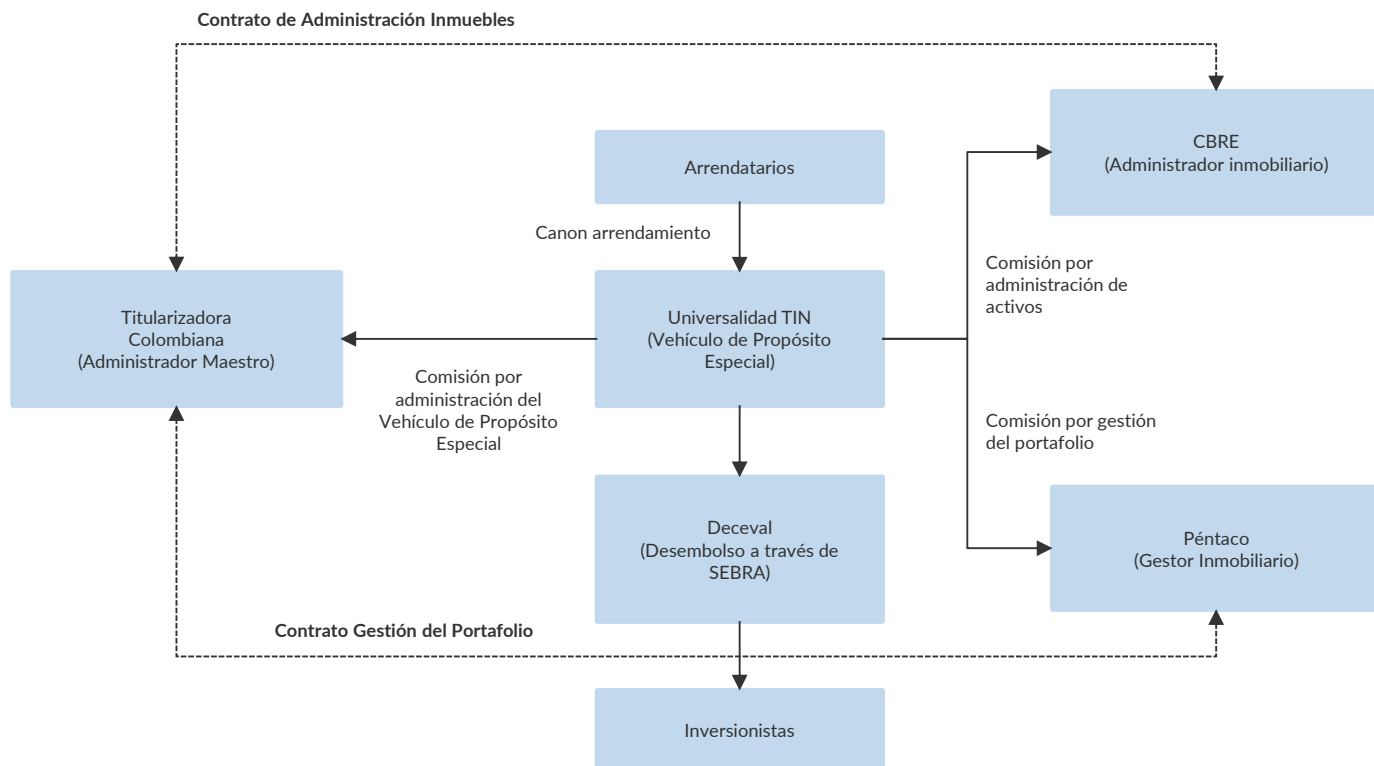
## Estructura de la Transacción

Los títulos participativos de la universalidad TIN son una titularización de títulos participativos respaldados por activos inmobiliarios en Colombia, dentro de un programa total por un monto de hasta COP2.000.000 millones con un término de 100 años prorrogables, en el que los títulos solo pueden ser redimidos una vez que expire la universalidad TIN. El programa contempla la emisión de nuevos tramos siempre y cuando el cupo global no haya sido alcanzado y no se haya excedido un plazo superior a cinco años desde la primera emisión. De acuerdo con el prospecto del programa, los inmuebles que respalden nuevos tramos se fungirán con las propiedades que ya eran parte del portafolio, de manera que, independientemente del tramo en el que haya invertido el tenedor, su inversión será respaldada por la totalidad de los activos.

Los ingresos que se obtengan de las diferentes emisiones del programa serán destinados para la adquisición de nuevos inmuebles y el pago de costos y gastos de la emisión. El tercer tramo del programa de emisión y colocación de títulos participativos TIN será emitido por la TC con cargo y respaldo exclusivo de la universalidad TIN. Los inmuebles que serán parte de la universalidad al momento de la emisión del tercer tramo han sido valorados de forma independiente y autónoma por Colliers International Colombia S.A. (Colliers), Logan Valuation (Logan) y Cushman & Wakefield Colombia (Cushman).



Estructura de la Transacción



Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Titularizadora Colombiana.

TC actúa como administrador maestro del programa de emisión y colocación, Péntaco como gestor del portafolio inmobiliario y CBRE como administrador inmobiliario. Mensualmente, el Depósito Centralizado de Valores de Colombia (Deceval), a través de los Servicios Electrónicos del Banco de la República (SEBRA), es el encargado de distribuir los remanentes de liquidez a los inversionistas.

De acuerdo con los documentos legales provistos por TC, los inversionistas tienen derecho a recibir de forma mensual todos los flujos netos derivados de los arrendamientos de las propiedades que respaldan la emisión. Además, si un activo dentro de la universalidad es vendido y en caso de que el dinero no sea reinvertido en la compra de una propiedad nueva para explotación económica, los inversionistas recibirán los ingresos netos por esta venta, exponiéndolos a la apreciación o depreciación del valor de mercado de estas propiedades.

La universalidad TIN cuenta con un fondo de readquisición de títulos en el que los tenedores tendrán la opción de ofrecer sus títulos al emisor con cargo y respaldo exclusivo de la universalidad. Para este efecto, cada tenedor podrá solicitar la readquisición de hasta 10% de los títulos que haya adquirido y mantenido durante un período superior a 10 años consecutivos e ininterrumpidos, contados a partir de la fecha de adquisición. Además, la readquisición podrá realizarse solo sobre unidades completas de títulos y su valor corresponderá al mínimo entre el valor de los títulos publicado por el emisor y el valor de mercado para readquisición (de existir), previa deducción, a título de descuento, de 15%.

**Aviso de Limitación de Responsabilidad**

Para evitar dudas, en su análisis crediticio, la agencia se basa en opiniones legales o de temas tributarios provistas por los asesores de la transacción. Como Fitch siempre ha dejado claro, la agencia no provee asesoría legal o tributaria ni confirma que las opiniones legales o tributarias o cualquier otro documento o estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. El aviso de limitación de responsabilidad al final de este informe deja en claro que este no constituye una recomendación legal, tributaria o de estructuración de Fitch y no debe ser usado para esos fines. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, tributario o

---

de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

## Aplicación de Metodologías, Modelo y Suficiencia de la Información

### Aplicación de Metodologías

Consulte en página 2 la lista de [Metodologías Aplicables](#).

Fitch aplicó el “Criterio de Calificación de Títulos Participativos Respaldados por Activos Inmobiliarios - Colombia” como su metodología de sector específico, bajo el marco provisto por la “Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”, que es su metodología maestra para el sector.

### Suficiencia de la Información

TC, en su condición de administrador maestro, y Péntaco, como administrador del portafolio, suministraron a Fitch información del mercado inmobiliario, así como información de los inmuebles, incluyendo últimos avalúos realizados, características de los contratos de arriendo, pagos de rentas, entre otros, así como la documentación de la estructuración de la emisión. La información fue entregada en el formato solicitado por la agencia y, al revisarla, Fitch la consideró adecuada para el análisis.

### Seguimiento

El análisis continuo del desempeño de las transacciones constituye una parte esencial del proceso de calificación de Fitch. La información exhaustiva, clara y oportuna sobre cada transacción es clave para evaluar el desempeño actual y formar una visión precisa. El proceso de seguimiento de la agencia se divide en dos partes: una revisión continua de la información de manera mensual y una revisión completa al menos una vez al año, en un comité de calificación. Cuando Fitch considere que falta información relevante, se utilizarán supuestos conservadores al revisar una emisión en curso. En casos extremos en los que la información sea limitada, la agencia procederá a retirar las calificaciones.

## Apéndice 1: Factores de Diversificación

### Factores de Diversificación (Considerando propiedades de los Tramos 1, 2 y 3)

(%)	Límite de Concentración	Número de Propiedades	Metros Cuadrados	Suma Avalúos	Suma Canon de Arrendamiento Mensual
<b>Industria</b>					
Bancos	50	60,0	30,6	51,5	54,9
Servicios	50	6,7	7,5	10,9	10,1
Restaurantes	50	24,4	4,6	8,6	7,8
Supermercados	50	1,1	0,6	0,9	0,8
Ropa	50	1,1	0,5	0,6	0,5
Salud	50	1,1	0,3	0,2	0,2
Hogar	50	2,2	36,4	18,4	16,6
Industrial	50	3,3	19,5	8,9	9,2
<b>Localización Geográfica (Áreas Metropolitanas)</b>					
Bogotá	Sin límite	43,8	36	53,7	54,2
Mayor de 1.000.000 habitantes	50	17,7	44,7	28,8	27,8
500.000–1.000.000 habitantes	30	27,1	14,5	13,3	13,4
300.000–500.000 habitantes	20	3,1	1,6	1,5	2
Menor de 300.000 habitantes	15	8,3	3,3	2,6	2,7
<b>Arrendatario</b>					
Davivienda	30	50	24	40,2	43
Muebles Jamar	30	1,2	36	17,6	15,8
Banco Itaú	30	8,9	6,5	10,8	11,1
Kokoriko	30	12,3	3,9	6,5	4,3
FAMOC DEPANEL	30	1,2	2,4	4,4	4,2
Arrendatario T3	30	1,2	6,5	3,6	3,5
Arrendatario T3	30	1,2	5,8	3,2	3,5
Colsubsidio	30	1,2	1,9	2,8	1,7
Arrendatario T3	30	1,2	7,3	2,2	2,3
Open English	30	1,2	0,3	1,4	1,7
Arrendatario T3	30	1,2	2,4	1,4	1,6
Olimpica	30	1,2	0,7	1	0,8
Tostao - AV Villas	30	1,2	0,4	0,9	1
Miniso	30	1,2	0,4	0,9	0,9
Sonria	30	1,2	0,3	0,9	1
Archies	30	1,2	0,2	0,7	0,6
AV Villas	30	1,2	0,2	0,7	0,9
Riss Tong	30	1,2	0,5	0,6	0,6
Auros Copias	30	1,2	0,3	0,4	0,1
Avinco	30	1,2	0,1	0,2	0,3
Alianza EPS	30	1,2	0,4	0,2	0,2
Crepes y Waffles	30	1,2	0,1	0,1	0,3
KFC	30	1,2	0,1	0,1	0,7
La Olla Criolla	30	1,2	0,1	0,1	0,2
Harbin	30	1,2	0,1	0,1	0,2
Mis Carnes	30	1,2	0,1	0,1	0,2
Shikoko	30	1,2	0,1	0,1	0,1
Sandwich Qbano	30	1,2	0,1	0,1	0,2
McDonald's	30	1,2	0,1	0,1	0,3

Factores de Diversificación (Considerando propiedades de los Tramos 1, 2 y 3)

(%)	Límite de Concentración	Número de Propiedades	Metros Cuadrados	Suma Avalúos	Suma Canon de Arrendamiento Mensual
<b>Tipología de la Propiedad</b>					
Comercial	70	90.7	32.5	55.7	55.7
Industrial	70	5.3	57.1	27.2	26.5
Oficinas	70	4.2	10.6	17.2	18

Notas: La localización geográfica contempla el número de habitantes por área metropolitana. Los límites de concentración consideran el último valor de los avalúos realizado a las propiedades.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, TC.

Las calificaciones mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor calificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones siguiendo este enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de calificación, incluidas las definiciones relacionadas con incumplimiento, están disponibles en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com) bajo el apartado de Definiciones de Calificación. Las calificaciones públicas, criterios y metodologías están disponibles en este sitio en todo momento. El código de conducta, las políticas sobre confidencialidad, conflictos de interés, barreras para la información para con sus afiliadas, cumplimiento, y demás políticas y procedimientos de Fitch están también disponibles en la sección de Código de Conducta de este sitio. Los intereses relevantes de los directores y accionistas están disponibles en <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>. Fitch puede haber proporcionado otro servicio admisible o complementario a la entidad calificada o a terceros relacionados. Los detalles del(los) servicio(s) admisible(s) de calificación o del(los) servicio(s) complementario(s) para el(los) cual(es) el analista líder tenga sede en una compañía de Fitch Ratings registrada ante ESMA o FCA (o una sucursal de dicha compañía) se pueden encontrar en el resumen de la entidad en el sitio web de Fitch Ratings.

En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Fitch Ratings, Inc. está registrada en la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (en inglés, U.S. Securities and Exchange Commission) como una Organización de Calificación Estadística Reconocida a Nivel Nacional ("NRSRO"; *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*). Aunque ciertas subsidiarias de calificación crediticia de la NRSRO están enlistadas en el ítem 3 del documento "Form NRSRO" y, como tales, están autorizadas para emitir calificaciones crediticias en nombre de la NRSRO (ver <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), otras subsidiarias no están enlistadas en el documento "Form NRSRO" (las "no NRSRO") y, por tanto, las calificaciones crediticias emitidas por estas subsidiarias no son emitidas en nombre de la NRSRO. Sin embargo, personal de las subsidiarias no NRSRO puede participar en la determinación de calificaciones crediticias emitidas por, o en nombre de, la NRSRO.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".

Derechos de autor © 2021 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados.