INSTRUMENT RATING
AQUISGRAN, FONDO DE
TITULIZACIONInitiation date 21/02/2022
Rating date 20/02/2024

Contacts

Lead analystBrianda Torres
brianda.torres@ethifinance.com**Secondary analyst**Jose Carlos Alvarez
jose.alvarez@ethifinance.com**Committee chair**Guillermo Cruz Martinez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action

EthiFinance Ratings ("la Agencia") afirma la calificación de los Bonos emitidos por el Fondo en "AA-sf"

Resumen Ejecutivo

AQUISGRÁN, FT ("El Fondo" o "FT"), es un Fondo de titulización, abierto tanto por el activo y por pasivo, de carácter renovable y ampliable, constituido con la finalidad de financiar la adquisición de préstamos (los "Préstamos" o "Derechos de Crédito") concedidos a pequeñas y medianas empresas y autónomos residentes en España (de forma conjunta, "PYMES"), que son cedidos por AQUISGRÁN FINANCE, S.A. (el "Cedente" o "Administrador"), entidad que a su vez ha firmado convenios de colaboración (los "Convenios") con 18 Sociedades de Garantía Recíproca (las "SGR").

El Fondo contaba con tres fases: el Periodo de Arranque, con una duración de 6 meses; el Periodo de Despegue, con una duración de 6 meses; y el Periodo de Consolidación, que dura hasta 36 meses y es en el que actualmente se encuentra el Fondo. Uno de los objetivos de los periodos anteriores, era tener criterios de elegibilidad específicos para cada periodo, donde estos se fuesen robusteciendo conforme el crecimiento de los Derechos de Crédito cedidos.

Adicionalmente, el Periodo de Cesión podrá ser prorrogable por un año adicional de manera reiterada tras el consentimiento de la Junta de Acreedores hasta junio de 2030 y se ha ampliado hasta el 26 de diciembre de 2025.

Como mejora crediticia, el Fondo cuenta con una "Reserva de SGR" que contiene recursos en efectivo aportados por las SGR en relación con los préstamos cedidos al Fondo; el efectivo de la reserva es considerado Recurso Disponible del Fondo y se emplea de acuerdo con el Orden de Prelación de Pagos. Como segunda mejora crediticia, las SGR otorgan garantías a primer requerimiento con objeto de garantizar el 100% de los impagos derivados de los Derechos de Crédito adquiridos por el Fondo (las "Garantías" o "Avaless"). Asimismo, la transacción se beneficia del contrato de reafianzamiento firmado por cada una de las SGR con la Compañía Española de Reafianzamiento SME ("CERSA") y cada uno de los Préstamos contará individualmente con el Reafianzador de CERSA (el "Reaval"), por un porcentaje de cobertura del 75%. Esto quiere decir que en el caso de que cualquiera de las SGR no pudiera hacer frente a su compromiso de pago como Aval, el Fondo tendría el derecho de obtener de CERSA la garantía respectiva.

Clase	Rating	Emisión	Saldo Vivo de los Bonos	Cupón ₍₁₎	Fecha Vencimiento Final	Colateral
Bonos	AA- (sf)	Hasta 260 millones EUR	129 millones EUR (31/12/2023)	Variable	26/06/2050	Derechos de Crédito

*Fuente: La Escritura de Constitución del Compartimento.

(1) Calculado según la fórmula descrita en la Escritura de Constitución

Fundamentos

- El spread de tasas entre el activo y el pasivo del Fondo ha aumentado significativamente, alcanzando un máximo de 1,36pp en diciembre de 2023. Esto es favorable para el Fondo ya que permite que este afronte sus obligaciones financieras con una mayor holgura. El aumento en el spread se debe en parte a que los nuevos Derechos de Crédito han sido originados a tipos más altos, mientras que el tipo de interés que pagan los Bonos se va actualizando cada mes, pero considerando un promedio ponderado del tipo de interés de las primeras emisiones de Bonos en 2022 y de lo emitido en 2023, por tanto, se ha ido incrementando a un menor ritmo.
- A finales de 2023, el nominal inicial cedido de los Derechos de Crédito con un primer impago de más de 90 días durante ese mismo año ascendió a 8,2MM€ de los 64,4MM€ que se cedieron durante ese año. Adicionalmente, los pagos recibidos por el Fondo provenientes de las SGR han sido, durante el 2023, 15,2x lo recibido a lo largo de 2022, los cuales fueron de alrededor de 150 mil euros. Asimismo, en el análisis de añadas, el promedio ponderado de impagos de la cartera ha aumentado 2,6pp con respecto al finales de 2022, hasta alcanzar el 6,0% a finales del diciembre de 2023, de manera acumulada y sin considerar recuperaciones.
- Durante el 2023, el porcentaje promedio mensual de Derechos de Crédito con atrasos (1 a 90 días) que presentan un atraso mayor a 30 días, ha aumentado 24,6pp, de 23,3% a 47,9%. Dicho incremento se ha dividido de una manera similar entre los Derechos de Crédito con atrasos de entre 30 y 60 días y los que tienen atrasos de 60 a 90 días. En el primer caso el aumento en el porcentaje medio anual ha sido de 13pp, de 15,4% en 2022 a 28,4% en 2023. En el caso de los Derechos de Crédito con atrasos de entre 60 y 90 días el aumento ha sido de 11,7pp, de 7,9% en 2022 a 19,5% en 2023. En el 2023, el porcentaje medio de Derechos de Crédito con atrasos sobre toda la cartera fue de 10,1%, 2,8pp más que en el 2022.
- La cartera a finales de diciembre de 2023 muestra una concentración en las primeras 3 SGRs del 53,9%. Al igual que en 2022 las tres principales SGR continúan siendo IBERAVAL, ISBA y ELKARGI, pero la concentración de la cartera en ellas ha disminuido un 10,1pp con respecto de la cartera a finales de diciembre de 2022. La

concentración en cada una de estas SGR se encuentra dentro de los límites establecidos, la transacción permite una concentración máxima en estas tres garantes de 93%. EthiFinance Ratings valora positivamente una menor concentración y la diversificación de la cartera en el resto de SGR.

- **Los indicadores de solvencia de las SGRs se han mantenido relativamente estables, sin embargo, Aval CLM ha mostrado una caída de 12,7pp con respecto a su nivel en 2021.** La principal causa de este cambio fue una variación negativa en la valoración razonable de instrumentos financieros, sin embargo, debido a que esta SGR tiene una concentración máxima en el Fondo del 5% y que su indicador de solvencia sigue estando por encima de la media, no se considera un riesgo relevante. La Agencia monitoreará de manera cercana este indicador en los próximos periodos para todas las SGRs.

En la novación de febrero de 2024, se encuentran entre los principales cambios lo siguiente:

- **La Reserva de las SGR requerida durante el Periodo de Consolidación ha sido reducida del 17,5% al 14% de principal vivo de los Derechos de Crédito garantizados por cada SGR.** Esto disminuye la cobertura inmediata de impagos a la que tiene acceso el Fondo, de tal manera que el Fondo tiene una mayor exposición al riesgo de crédito de las SGR. Esto tiene un impacto en el análisis de cuantitativo ya que afecta directamente el porcentaje de recuperación.
- **Se han añadido dos SGR al listado de SRG elegibles.** Las SGR añadidas al listado son Avalis de Catalunya y AFIN, las cuales tienen presencia en las Comunidades Autónomas de Cataluña y Comunidad Valenciana respectivamente. El principal de los Derechos de Crédito garantizados por estas SGR no puede superar el 8% del principal de los Derechos de Crédito del Fondo en el caso de Avalis y el 5% en el caso de AFIN.
- **El Periodo de Cesión ha sido extendido hasta diciembre de 2025.** Actualmente el Fondo se encuentra en Periodo de Consolidación (parte del Periodo de Cesión), el cual ha sido extendido hasta el 26 de diciembre de 2025. La posible extensión de este periodo estaba prevista en la Escritura de Constitución.
- **El Importe Máximo del Programa ha sido aumentado de 150MM€ a 260MM€.** El aumento en el Importe Máximo de Programa, en conjunto con la extensión del periodo de Cesión, permite que el Fondo continúe comprando Derechos de Crédito. Anterior a este aumento en el importe máximo del programa el Fondo había emitido Bonos con un principal equivalente al 86% del máximo permitido, lo que habría estancado el crecimiento del Fondo un 14%.
- **Los Deudores de los Derechos de Crédito tienen que estar basados o tener una presencia significativa en un Región Core del Garante.** Las Regiones Core son las Comunidades Autónomas donde cada SGR tiene presencia (según se detalla en la Escritura) y por tanto son las regiones de las cuales las SGR tienen mayor conocimiento del tejido empresarial.
- **Ahora se permite la cesión de Derechos de Crédito provenientes de Grandes Empresas.** Anteriormente el Fondo estaba restringido a Derechos de Crédito de préstamos otorgados a PYMEs. Los Derechos de Crédito provenientes de Grandes Empresas tienen que cumplir unos criterios para ser elegibles. El primer criterio es que la empresa tenga menos de 499 empleados y el segundo es que el préstamo sea elegible para el reaval de CERSA por destinarse a operaciones de sostenibilidad, digitalización, o a actividades de sectores culturales o creativos.

Análisis de Sensibilidad

Factores que pudieran (individual o colectivamente) impactar en el rating

- **Factores positivos**

La disminución de la probabilidad de impago de la cartera, ocasionando que las probabilidades de default requeridas para alcanzar el siguiente nivel de rating sean menores a las actuales de acuerdo con la PD del modelo granular. En segundo lugar, un mayor porcentaje de saldo de efectivo en la Reserva de las SGRs o un alza en la calificación soberana podría impactar la calificación, ya que se cuenta con un reafianzamiento de CERSA. Por último, una mora histórica menor a la esperada mejoraría los cobros reales esperados en el análisis de flujo de caja, mejorando el Default Rate soportado por el Fondo y, por tanto, una posible mejora en el nivel de rating.

- **Factores negativos**

Una disminución en el rating del Reino de España lo cual afecta directamente a la calificación de CERSA y su probabilidad de cumplir con las garantías y los niveles de recuperación asumidos en el modelo de flujo de efectivo. Además, una tendencia desfavorable de la morosidad respecto a lo esperado en el análisis de añadas.

Descripción de la Transacción

Principales magnitudes	
Emisor	Aquisgrán, Fondo de Titulización
Finalidad	Financiación y Liquidez
Tipología del Fondo	Abierto por el activo y por el pasivo, con un periodo de cesión de préstamos al Fondo y de emisión de Bonos
Subyacente	Préstamos otorgados a autónomos y PYMEs
Importe de Emisión	Hasta 260.000.000€
Saldo nominal vivo de los Bonos al 31/12/2023	129,000,000€
Saldo nominal vivo de los Derechos de Crédito al 31/12/2023	119,359,568 €
Fecha de Constitución	8 de junio de 2021
Fecha de Vencimiento Legal	29 de junio de 2050
Plazo	29 años
Periodo de Cesión	Dividido en 3 subperiodos: (i) Periodo de Arranque, con duración de 6 meses; (ii) Periodo de Despegue, del mes 7 al mes 12; y (iii) Periodo de Consolidación, del mes 13 hasta el 26 de diciembre de 2025.
Periodo de Emisión de los Bonos	Del inicio de Periodo de Despegue hasta el fin del Periodo de Cesión.
Fecha de pago de intereses de los Bonos	Día 26 de cada mes
Pago de Principal de los Bonos	Pass-Through, una vez terminando el Periodo de Cesión
Reserva de las SGRs	Reserva de las SGR, dotada mediante la Aportación en efectivo por las SGRs, que será igual a los siguientes: a) Durante el Periodo de Arranque y Despegue, un mínimo del 20% del saldo vivo de los Préstamos. b) Durante el Periodo de Consolidación, un mínimo del 14,0% del saldo vivo de los Préstamos. c) Durante el periodo de Amortización, - el 14,0% del saldo vivo de los Préstamos hasta que se amortice el 50% de los mismos. - El 28% del saldo vivo de los Préstamos a partir de entonces.
Garantías	Primeramente el 100% del garantizado por la SGR que originó el préstamo. En el caso de que la SGR incumpla, CERSA garantiza el préstamo hasta el 75%
Cuentas y Reservas	Cuentas de Cobros, Cuenta de Tesorería, Reserva de las SGR, Reserva de Gastos Operativos y de Liquidación, Reserva para Compras
Mercado de Cotización	MARF

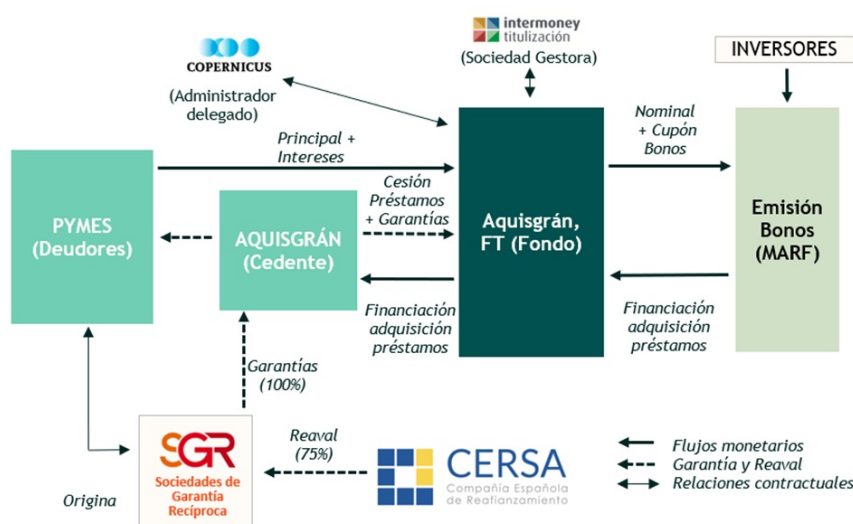
Fuente: Intermoney Titulización S.G.F.T., SA

Participantes

Participantes	
Cedente y Administrador	Aquisgrán Finance, S.A.
Avalistas de los Préstamos	18 Sociedades de Garantía Recíproca (SGRs)
Proveedor de Aval de Reafianzamiento (Reaval)	Compañía Española de Reafianzamiento (CERSA)
Sociedad Gestora	Intermoney Titulización, SGFT, S.A.
Administrador Delegado	Copernicus Servicing, S.L.
Banco de Cuentas	Banco Santander S.A.

Fuente: Termsheet de la Transacción

Diagrama de la Operación



Fuente: Elaborado por EthiFinance Ratings

Descripción del Cedente

Aquisgrán Finance S.A., es una sociedad constituida en enero de 2018 que surge a iniciativa de las SGR, con objeto de facilitar el acceso a la financiación a autónomos y PYMES mediante la concesión de préstamos. Todos los préstamos que vayan a ser concedidos por el Cedente deberán haber sido previamente analizados por parte de una SGR, la cual deberá otorgar la correspondiente Garantía.

Descripción del Subyacente

Son los Derechos de Crédito que se derivan de los préstamos que Aquisgrán Finance concede a pequeñas y medianas empresas y a profesionales autónomos españoles, que hayan sido originados y estén garantizados por Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) que tengan otorgado un Reafianzamiento a su favor y con las que Aquisgrán haya suscrito un Contrato de Colaboración.

Descripción del Reafianzador

La Compañía Española de Reafianzamiento, S.A. (CERSA), sociedad mercantil estatal adscrita al Ministerio de Economía, Industria y Competitividad, representa el apoyo del Estado español a la actividad del Sistema de Garantías mediante el reafianzamiento por el que asume una parte relevante del riesgo de todas las Garantías concedidas por las SGR. CERSA provee reaseguro a las SGRs en un 63% en promedio, CERSA no puede proveer garantías a bancos o compañías, ni proveer créditos. El Estado Español y el ICO tiene el 98% del capital de CERSA, donde el Gobierno Español realiza contribuciones anuales al capital provenientes del presupuesto del Estado, donde esta aportación fue de 26,2 millones de euros en 2021, mientras que en 2022 recibió una aportación extra de 31 millones de euros.

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been made solicited by the originator of the assets, taking part in the process. The credit rating is based in:

1. Public information from public access sources.
2. Information provided by the originator of assets assigned or that shall be assigned to the securitization fund.

From the time of the assignment of the credit rating, all information provided by the originator of the assets, by the servicer of the assets (other than the originator) or by a third participant in the transaction, shall be reviewed and analyzed with the aim to assess the following issues:

1. The performance of the credit quality of the assets comprising the collateral of the Fund.
2. The level of credit enhancement.
3. The evolution of the quantitative triggers of the Fund.
4. The evolution of the qualitative triggers (counterparty risks).

The information has been thoroughly reviewed to ensure that it is valid, coherent and consistent and it is considered as satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information provided and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Structured Finance Rating Methodology - SME CLOs :
https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_150_V1.Structured_Finance_Rating_Methodology_SME_CLOs.pdf
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are considered to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis

for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bear any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid