



INSTRUMENT RATING  
AQUISGRAN, FONDO DE  
TITULIZACION

Initiation date 21/02/2022  
Rating Date 20/02/2025

## Contacts

### Lead analyst

Brianda Torres  
brianda.torres@ethifinance.com

### Secondary analyst

Ana Hurtado  
ana.hurtado@ethifinance.com

### Committee chair

Antonio Madera Del Pozo  
antonio.madera@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, actualmente vence 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 “Avales”). 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 <sup>(1)</sup>	Fecha Vencimiento Final	Colateral
Bonos	AA- (sf)	Hasta 260 millones EUR	170 millones EUR (12/2024)	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 disminuido ligeramente en los últimos meses del 2024 dado el entorno macroeconómico y las bajadas de tipos de interés. Al cierre de diciembre de 2024 el spread cerró en 1,0% (vs. 1,3% en diciembre de 2023), sin embargo, el spread promedio de 2024 fue ligeramente mayor cerrando en 1,27% (vs. 1,12% de manera promedio en 2023).
- Los atrasos en los pagos se han incrementado ligeramente, principalmente el bucket de atraso de entre 31 y 60 días que representó el 3,8% al cierre de 2024 (vs. 3,0% al cierre 2023). Asimismo, los atrasos de entre 1 y 30 días, así como los de 61 y 90 días han presentado un incremento en los últimos 12 meses. De manera acumulada los atrasos entre 1 y 90 días representaron el 13,0% (vs. 11,2% al cierre de 2023).
- El balance original de los DC que alguna vez presentaron impago de más de 90 días durante el 2024 ascendió a 9,0MM€, cifra similar a lo incumplido en 2023 que ascendió a 8,2MM€. Asimismo, considerando el análisis de añadidas, se observa una tasa de incumplimiento promedio ponderado desde la creación del Fondo de 7,4%, mientras que las añadidas con un mayor seasoning presentan incumplimientos alrededor del 13,0% cifra similar al análisis de añadidas histórico de las SGRs. EthiFinance Ratings espera que el incumplimiento de las añadidas de 2024 y años posteriores presenten un incumplimiento menor dada la incorporación en la novación de la Escritura de únicamente originar DC en las regiones core de cada SGR. Al cierre del 2024 el Fondo no presenta cartera non-performing.
- La cartera presenta una concentración en las primeras tres SGRs Iberaval, Isba y Elkargi del 54,8% a finales de 2024. La concentración en las tres primeras SGRs se mantiene similar al año anterior donde se presentó una concentración del 53,9%, únicamente cambió la posición de Elkargi de segundo a tercer lugar. Cabe destacar que en la Escritura se definen criterios de concentración por SGR los cuales han sido cumplidos.
- Las SGRs han mantenido ratios de patrimonio sobre activo en niveles ligeramente por debajo de lo observado

**el año anterior, sin embargo, continúan en niveles de fortaleza.** Respecto a las SGRs con mayor participación en el Fondo cabe resaltar que Iberaval es la SGR con la menor ratio de patrimonio/activo (27,4%) considerando las últimas cuentas anuales auditadas de 2023, sin embargo, Isba y Elkargi presentan ratios de 46,4% y 34,4%, mientras que todas las SGRs con participación al cierre de 2024 cuentan con una ratio promedio de 49,8%, considerada en niveles de fortaleza por EthiFinance Ratings.

## Análisis de Sensibilidad

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

- **Factores positivos**

Un mayor porcentaje de saldo de efectivo en la Reserva de las SGRs, así como una disminución en las tasas de incumplimiento colocándose también por debajo de lo esperado, mejoraría los cobros reales esperados en el análisis de flujo de caja, incrementando el incumplimiento máximo 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 podría afectar 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.

## Descripción de la Transacción

Principales magnitudes	
<b>Emisor</b>	Aquisgrán, Fondo de Titulización
<b>Finalidad</b>	Financiación y Liquidez
<b>Tipología del Fondo</b>	Abierto por el activo y por el pasivo, con un periodo de cesión de préstamos al Fondo y de emisión de Bonos
<b>Subyacente</b>	Préstamos otorgados a autónomos y PYMEs
<b>Importe de Emisión</b>	Hasta 260.000.000€
<b>Saldo nominal vivo de los Bonos al 31/12/2024</b>	170,000,000€
<b>Saldo nominal vivo de los Derechos de Crédito al 31/12/2024</b>	161,367,064€
<b>Fecha de Constitución</b>	8 de junio de 2021
<b>Fecha de Vencimiento Legal</b>	29 de junio de 2050
<b>Plazo</b>	29 años
<b>Periodo de Cesión</b>	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.
<b>Periodo de Emisión de los Bonos</b>	Del inicio de Periodo de Despegue hasta el fin del Periodo de Cesión.
<b>Fecha de pago de intereses de los Bonos</b>	Día 26 de cada mes
<b>Pago de Principal de los Bonos</b>	Pass-Through, una vez terminando el Periodo de Cesión
<b>Reserva de las SGRs</b>	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.
<b>Garantías</b>	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%
<b>Cuentas y Reservas</b>	Cuentas de Cobros, Cuenta de Tesorería, Reserva de las SGR, Reserva de Gastos Operativos y de Liquidación, Reserva para Compras
<b>Mercado de Cotización</b>	MARF

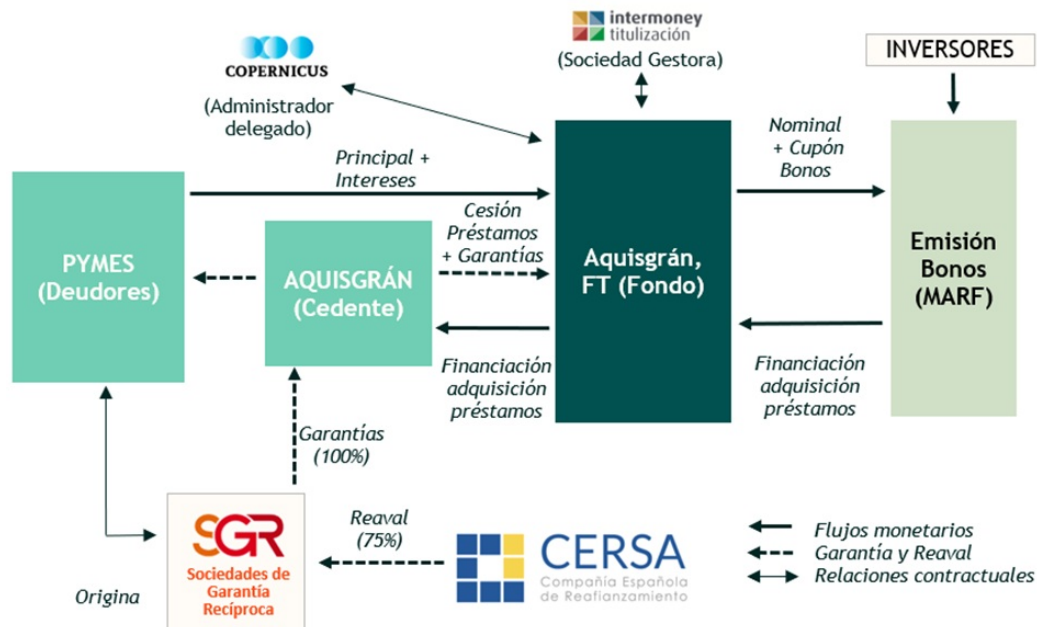
Fuente: Intermoney Titulización S.G.F.T., SA

## Participantes

Participantes	
<b>Cedente y Administrador</b>	Aquisgrán Finance, S.A.
<b>Avalistas de los Préstamos</b>	18 Sociedades de Garantía Recíproca (SGRs)
<b>Proveedor de Aval de Reafianzamiento (Reaval)</b>	Compañía Española de Reafianzamiento (CERSA)
<b>Sociedad Gestora</b>	Intermoney Titulización, SGFT, S.A.
<b>Administrador Delegado</b>	Copernicus Servicing, S.L.
<b>Banco de Cuentas</b>	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, CERSA no puede proveer garantías a bancos o compañías, ni proveer créditos. El Estado Español y el ICO tiene el 98,1% del capital de CERSA, donde el Gobierno Español realiza contribuciones anuales al capital provenientes del presupuesto del Estado.

## 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](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](http://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](mailto: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