

Fecha de primer rating: 06/05/2021
Fecha de revisión: 04/05/2022

Contactos

Head Structured Finance
Claudio Bustamante, CFA
claudio.bustamante@ethifinance.com

Structured Finance Sr Analyst
Brianda Paulina Torres Arvizo
btarvizo@ethifinance.com

Chief Rating Officer
Guillermo Cruz Martínez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action

EthiFinance Rating (“EthiFinance y/o la Agencia”) afirma la calificación de A- sf al Tramo B de las Notas emitidas por el Fondo Willow No2 (Ireland) PLC

Resumen Ejecutivo

Willow No 2 (Ireland) PLC (el “Emisor” o el “Fondo), es un vehículo constituido bajo la legislación de Irlanda del 17 de julio de 2007 y opera como un “Special Purpose Vehicle” bajo el “Irish Companies Act 2011”. El Fondo realizó una emisión de notas de dos Tramos, Tramo A por un importe de 18.700.000 € (Subordinado al Tramo B) y el Tramo B por un importe de 37.600.000 €. El activo del Fondo son derechos de cobro derivados de la Emisión de un pagaré por Sacyr, S.A, en cual cuenta con el Aval del Instituto del Crédito Oficial (ICO). El tramo B al contar con preferencia de pago de principal e intereses sobre el Tramo A, goza de una mejora crediticia proveniente de la cobertura ICO como Aval del pagaré.

Clase	Emisión €	Rating	Fecha de Vencimiento Legal	Interés	Colateral
Notas Tramo A	18.700.000	N/A	05/05/2023	Zero Cupon Bond	Pagaré Emitido por Sacyr
Notas Tramo B	37.600.000	A-(sf)	05/05/2023	Zero Cupon Bond	Pagaré Emitido por Sacyr

* Fuente: La Escritura y Term sheet de constitución del Fondo

El rating se fundamenta en la mejora crediticia traducida en la protección a primeras pérdidas que mantiene ICO sobre el 70% del importe nominal del pagaré emitido por Sacyr (€37.6M). Con ello, y con la preferencia en el pago de capital e intereses que mantiene el Tramo B sobre el Tramo A, se traduce en una protección por parte del ICO sobre el principal e intereses del Tramo B de las Notas emitidas por Willow por un importe de hasta €37.6M. Con ello, se considera que el riesgo de las notas del Tramo B depende directamente del Rating y el nivel de cobertura que pudiera mantener ICO sobre el Bono.

Fundamentos

- El Tramo B de las Notas emitidas por Willow No 2 (Ireland) PLC cuenta con un esquema de amortización tipo Pass-Through, y una exposición de principal más intereses por €37.6M. Con ello, se considera que este tramo cuenta con el aval ICO. Mientras que el Tramo A no cuenta con dicha garantía y mantiene una Subordinación al Tramo B.
- El principal fundamento del rating determinado del Tramo B es la garantía del 70% que cuenta el pagaré que funge como subyacente para esta transacción por un importe de €37.6M. ICO cuenta con un Rating de A- con tendencia en “observación” por la Agencia y que cuenta con la garantía explícita, irrevocable incondicional y directa del Estado Español.
- Adecuada composición del activo, integrado mayoritariamente por operaciones en las que el riesgo de crédito lo asumen las entidades financieras (y el ICO el de contraparte) y operaciones directas que, en su mitad, corresponden a administraciones públicas que cuentan con garantía del Estado.
- El ICO cuenta con un Sólido gobierno corporativo, regulado por el RD 706/1999 de 30 de abril y la Ley 6/1997 de 14 de abril, y que se integran por el Consejo General y la Presidencia nombrados por el Consejo de Ministros a propuesta del Ministro de Economía.
- A pesar de que el cedente de la obligación financiera Sacyr, S.A. cuenta con

un rating corporativo de BB+ con Tendencia Estable, las obligaciones financieras mantienen una adecuada valoración de las garantías al estar avaladas por el ICO y el Reino de España que protege los intereses del potencial tenedor como garantía de primeras pérdidas en un 70%.

- Riesgo operativo para efectos de ejecución del Aval, cuando a las 16:00 horas del quinto día hábil de la fecha de vencimiento del pagaré avalado, el agente de pagos no haya procedido a la amortización del pagaré de acuerdo a las normas de funcionamiento.

Análisis de sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑).**

Una mejora en el Rating Soberano de España que pudiera mejorar el rating Global de ICO y con ello robustecer el colateral crediticio de la Emisión.

- **Factores negativos (↓).**

La disminución del Rating Soberano de España y alguna modificación en los niveles de garantía ofrecidos como colateral de los pagarés a través de ICO, lo que pudiera afectar el nivel de cobertura de la Emisión.

Descripción de la Transacción

Descripción de la Transacción

El fondo Willow No2. realizó una emisión de Notas de dos Tramos. El Tramo A por importe de 18.700.000 € y el Tramo B por un importe de 37.600.000 € sin pago de cupón por un plazo de dos años contados a partir de la fecha de emisión. Las notas se amortizarán de manera pari-passu en su fecha de vencimiento.

El Activo Subyacente de la Emisión consiste en un pagaré emitido por Sacyr que cuenta con el aval del ICO sobre el 70% del importe nominal de 56.300.000 € (es decir, 37.600.000 €), el cual es el importe total para pagar al vencimiento del pagaré. Con ello, la cobertura de ICO cubriría el total de principal más intereses a ser liquidados el 10 de mayo de 2023. Con ello, en su calidad de bono preferente se traduce en una cobertura de todo el principal e intereses del Tramo B.

Es relevante mencionar, que en una primera instancia se emitieron los pagarés con el Aval ICO por parte de Sacyr. Posteriormente Willow suscribió los pagarés previos a la emisión de las notas en ambos tramos. Con ello, se garantiza que, al momento de la emisión de las notas, el colateral esté totalmente suscrito a favor de los tenedores de las notas.

Características de la Operación

Nombre del Fondo	Willow No. 2 (Ireland) PLC
Finalidad del Fondo	Financiación para múltiples emisores de conformidad con que las Empresas Especificadas pueden emitir Notas y celebrar otras Transacciones.
Formato de la Emisión	Las Notas se emitieron en serie (cada una, una "Serie") teniendo una o más fechas de emisión y en términos idénticos (o idénticos que con respecto al primer pago de intereses) a las demás Notas de dicha Serie, las Notas de cada Serie están destinadas a ser intercambiables con todas las demás Notas de esa Serie, sujetos a ciertas restricciones y limitaciones establecidas en este Folleto Base. Cada Serie puede emitirse en tramos (cada uno, un "Tramo") en las mismas o diferentes fechas de emisión. Los términos específicos de cada Tramo
Activo Subyacente	Un pagaré emitido por Sacyr por un importe total de 56.300.000 € avalado y garantizado por ICO hasta por un 70% (37.600.000€). El pagaré es adquirido a descuento y se pagarán capital e intereses al vencimiento
Importe de la Emisión	Importe Total 56,300.000 € Tramo A 18,700.000 € Tramo B 37,600.000 €
Fecha de Constitución	20 de noviembre de 2020
Fecha de Emisión	6 de mayo de 2021
Fecha de Vencimiento	5 de mayo de 2023
Fecha de Pago	Al vencimiento de las notas
Mercado de Cotización Notas Willow	EURONEXT Dublin
Mercado de Cotización del Pagaré Sacyr	MARF
Liquidación	Iberclear

* Fuente: La Escritura y Term sheet de constitución del Fondo

Participantes

La operación cuenta con el emisor Willow No. 2 (Ireland) PLC, mientras que el Arrenger y Agente de cálculo de pagos es Barclays Bank PLC y el agente colocador y custodio es Citibank N.A. London Branch. Como Gestores y Asesores legales del Fondo están TdA, Sociedad Gestora de Fondos de Titulización y Maple and Calder

Participantes

Emisor	Willow No. 2 (Ireland) PLC
Aval	Instituto del Crédito Oficial (ICO)
Arrenger y Agente de Cálculo de Pagos	Barclays Bank PLC
Agente Colocador y Custodio	Citibank N.A. London Branch
Auditor	Deloitte & Touche
Asesores Legales	Maple and Calder

* Fuente: La Escritura y Term sheet de constitución del Fondo

Diagrama de la Operación



* Fuente: La Escritura y Term sheet de constitución del Fondo

Fundamentos del Rating

El rating se fundamenta en la mejora crediticia traducida en la protección a primeras pérdidas que mantiene ICO sobre el 70% del importe nominal del pagaré emitido por Sacyr. Con ello, la preferencia en el pago de capital e intereses que mantiene el Tramo B sobre el Tramo A, se traduce en una protección por parte del ICO sobre el nominal del Tramo B de las Notas a emitir por Willow por un importe de hasta 37.6 M € (Cubriendo capital e intereses). Es así que se considera que el riesgo de las notas del Tramo B depende directamente del Rating y el nivel de cobertura que pudiera mantener ICO sobre el Bono

Acreeedor de la Deuda Financiera

Fundada en 1986 y con sede en Madrid, Sacyr S.A. es una multinacional española pública que opera en los sectores de infraestructuras concesionarias (construcción y gestión) y servicios. La compañía es la matriz del Grupo Sacyr (Sacyr en adelante), que actualmente se encuentra estratégicamente preparada para el sector de concesiones, segmento en el que se posiciona como referencia global. A pesar de que el negocio principal del Grupo está relacionado con concesiones (de hecho, el 80% del EBITDA procede de activos de concesión), su actividad se dividió en 4 líneas de negocio hasta principios de 2020, cuando Sacyr simplificó su organigrama corporativo con la integración de sus dos áreas, Sacyr Ingeniería e Infraestructuras y Sacyr Industrial. Esta reestructuración facilitará sinergias entre las tres divisiones del Grupo. Sacyr cuenta con una calificación de riesgo crediticio de BB+ por la Agencia con última fecha de actualización del 21 de julio de 2020

Descripción del Aval

El Instituto de Crédito Oficial, E.P.E. (ICO en adelante) es un banco público de carácter contra cíclico adscrito al Ministerio de Economía que promueve la financiación a empresas, pymes y autónomos a través de diferentes mecanismos de distribución de fondos, tanto en colaboración con las entidades de crédito sin asumir el riesgo de crédito- como con programas de financiación y garantías directos a los clientes en las que sí asume el riesgo de crédito- todo ello bajo el respeto a los principios de equilibrio financiero y de adecuación de medios afines, y estando sujeto a la supervisión del Banco de España. La calificación de crédito de A- / con Tendencia "En Observación" revisada en mayo de 2022, tiene en cuenta que para su financiación es habitual el recurso a los mercados de capitales -mediante emisiones de deuda- que cuentan con la garantía explícita, irrevocable, incondicional y directa del Estado español, motivo por el cual nuestra calificación de crédito se encuentra limitada a la del Reino de España de A- / con Tendencia "En Observación".

Información regulatoria

Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte de la entidad originadora de los activos, participando dicha entidad en el proceso. La calificación de crédito está basada en:

- ▶ Información proveniente de fuentes de acceso público.
- ▶ Información proporcionada por la entidad originadora de los activos cedidos o que vayan a ser cedidos al fondo de titulización.

Desde el momento de la emisión de la calificación de crédito, toda información proporcionada por el originador de los activos, por el administrador de los activos (si éste fuera una entidad distinta del originador) o por un tercer participante en la transacción, será revisada y analizada con objeto de valorar los siguientes puntos:

- Evolución de la calidad crediticia de los activos que sirven de colateral del Fondo.
- El nivel de mejora de crédito.
- Evolución de los triggers cuantitativos del Fondo.
- Evolución de los triggers cualitativos del Fondo (riesgo de contrapartidas).

La información ha sido exhaustivamente revisada con objeto de asegurar su validez, coherencia y consistencia, considerándose la misma como satisfactoria. No obstante, EthiFinance Ratings no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones derivadas de la misma.

Información adicional

- ▶ La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Structured Finance Rating que puede consultarse en www.EthiFinance-Ratings-rating.com/es-ES/about-EthiFinance-Ratings/methodology; y bajo la Escala Estructurados disponible en www.EthiFinance-Ratings-rating.com/es-ES/about-EthiFinance-Ratings/rating-scale
- ▶ EthiFinance Ratings publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- ▶ De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses EthiFinance Ratings no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- ▶ El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

Para todas las modalidades de Rating que la AGENCIA emita, el Usuario no podrá, por sí mismo o a través de terceros, ceder, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o realizar cualquier otro acto de disposición de los datos contenidos en este Documento a tercero alguno, ya sea de forma gratuita u onerosa, ni alterar, transformar o tergiversar de cualquier forma, la información facilitada; así mismo, tampoco podrá copiar y/o duplicar la información ni crear ficheros que contengan total o parcialmente la información contenida en el Documento. El Documento y su código fuente, en cualquiera de sus modalidades, tendrá la consideración de elaboración, creación, u obra de la AGENCIA sujeto a la protección de la normativa reguladora de los derechos de propiedad intelectual.

Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no retirar el copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la denominación comercial establecida por la AGENCIA sobre el mismo, así como el logotipo, marcas y cualquier otro signo distintivo y representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Documento y su contenido no se utilizarán para ningún propósito ilegal o no autorizado por la AGENCIA. El Usuario pondrá en conocimiento de la AGENCIA cualquier uso no autorizado del Documento y/o su contenido del que hubiera tenido conocimiento.

El Usuario responderá por sí y por sus empleados y/o cualquier otro tercero al que se haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido frente a la AGENCIA de los daños y perjuicios que se le causen en caso de incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declara haber leído, aceptado y entendido a la entrega del Documento, sin perjuicio de cualesquiera otras acciones legales que la AGENCIA pudiera ejercitar en defensa de sus derechos e intereses legítimos.

El Documento se proporciona bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario haga de la información contenida en el mismo. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones tienen únicamente la consideración de opiniones realizadas con validez a la fecha de su emisión y no son declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno, o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA tienen la consideración de dictamen propio, por lo que se recomienda que el Usuario se base en ellas de forma limitada para cualquiera de las finalidades que pretenda dar a dicha información. Los análisis no se refieren a la idoneidad de cualquier valor.

La AGENCIA no actúa como fiduciario o como asesor de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustitutivo del conocimiento, criterio o del juicio o la experiencia del Usuario, de su Dirección, empleados, asesores y/o los clientes con el objeto de tomar decisiones de inversión. La AGENCIA dedica el mayor esfuerzo y cuidado para tratar que la información suministrada sea correcta y fiable. No obstante, debido al hecho de que la información se elabora a partir de los datos suministrados por fuentes sobre las que la AGENCIA no siempre tiene control y cuya verificación y cotejo no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, así como sus directores, accionistas, empleados, analistas o agentes no asumirán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o ganancias y costes de oportunidad, pérdidas de negocio o daño reputacional ni otros costes derivados) por las inexactitudes, incorrecciones, falta de correspondencia, carácter incompleto u omisiones de los datos e información utilizada para la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso del contenido del Documento incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños. La AGENCIA no realiza una auditoría ni asume la obligación de verificación independiente de las fuentes de información de las que se vale para la elaboración de sus calificaciones.

La información sobre personas físicas que pudiera aparecer en el presente informe incide única y exclusivamente en sus actividades comerciales o empresariales sin hacer referencia a la esfera de su vida privada y de esta manera debe ser considerada.

Le informamos que los datos de carácter personal que pudieran aparecer en este informe son tratados conforme al Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y otra legislación aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.axesor.com/es-ES/gdpr/> o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@axesor.com.

Por tanto, el Usuario está de acuerdo en que la información suministrada por la AGENCIA podrá ser un elemento más a tener en cuenta en la adopción de sus decisiones empresariales, pero no podrá tomar las mismas exclusivamente en base a ella, y de hacerlo libera a la AGENCIA de toda la responsabilidad por la falta de adecuación. Igualmente, queda bajo la discreción del Usuario y por ello libera a la AGENCIA de toda responsabilidad por la posible falta de adecuación del contenido de la Información, el uso de la misma para hacerla valer ante tribunales y/o juzgados, administraciones públicas o cualquier otro organismo público o tercero particular para cualquier motivo de su interés.

©2022 por ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Armilla, Granada, España.

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid.