

Fecha de primer rating: 20/09/2022

Contactos

Head Structured Finance

Claudio Bustamante, CFA

claudio.bustamante@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez

guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating Action

EthiFinance Ratings (“EthiFinance y/o la Agencia”) ha asignado la calificación de BBB a AQUA 2020, FT. La calificación inicial determinada es para un Instrumento Financiero previamente colocado en el mercado de manera privada.

Resumen Ejecutivo

AQUA 2020, Fondo de Titulización (el “Emisor” o el “Fondo”), es un vehículo constituido en noviembre de 2020 bajo legislación española, que constituye un patrimonio separado, abierto tanto por el activo (de carácter renovable y ampliable) como por el pasivo (mediante la emisión sucesiva de valores). El objetivo del Fondo es la obtención de financiación y liquidez mediante la emisión de Bonos. El colateral está compuesto por Derechos de Crédito¹ originados y cedidos al Fondo por CREALSA INVESTMENT SPAIN, S.A. (en adelante “CREALSA”) o entidades del mismo Grupo. En julio de 2022 se modificará la Escritura con el fin de extender dos años el Periodo de Emisión y el Periodo de Cesión, así como incluir la incorporación de los Bonos a negociación en el MARF.

Clase	Fecha Vencimiento Final	Colateral	Valor Nominal Pendiente de los Derechos	Saldo Cuentas del Fondo	Saldo Bonos
AQUA 2020, FT	13/05/2027	Derechos de Crédito ¹	2.224.384€ (30/04/2022)	1.707.349€ (30/04/2022)	3.800.000€ (30/04/2022)

Fuente: Escritura de Constitución del Fondo.

*La mejora de crédito está proporcionada principalmente por las Pólizas de Seguro de los Aseguradores CESCE y COFACE, donde la póliza de CESCE no cuenta con una IMA (Indemnización Máxima Anual), mientras que la de COFACE tiene una IMA de 4,5 millones de euros; cabe resaltar que el nivel de rating asignado soporta un importe de emisión de Bonos máximo de 25.000.000€.

Fundamentos

- **La Estructura considera mejoras crediticias en beneficio del FT.** Las principales mejoras crediticias con las que cuenta el FT son el pago a descuento de los activos y el seguro de crédito, donde i) por lo menos el 75% de los Derechos de Cobro están asegurados y se adquieren a un descuento mínimo del 5%, en caso de que el deudor esté asegurado o sea una entidad pública y ii) el 25% restante de los Derechos de Cobro no asegurados tienen un descuento mínimo del 15%, donde el deudor no será del sector público. Es así como el descuento mínimo promedio ponderado del precio de los Derechos de Cobro que paga el FT es de 7,5%.
- **Adecuada fortaleza crediticia del Fondo al contar con un *buffer* de 41,9% considerando un pasivo de los Bonos de 25 millones.** El *buffer* que soporta el Fondo incluye la IMA total, el descuento considerado en el precio de cesión y los gastos de la estructura, donde el *buffer* se encuentra en línea a la calificación actual.
- **El 75% de los Derechos de Cobro asegurados cuentan con pólizas de seguro otorgadas por CESCE y COFACE.** Ambas entidades han sido calificadas por EthiFinance Ratings, donde CESCE cuenta con una calificación en A- con tendencia estable, mientras que COFACE tiene una calificación de A+ con tendencia estable. Cabe destacar que los

¹ Derechos de Crédito “DC”: Los Derechos de Crédito además de estar justificados en una factura emitida por el correspondiente Cliente, tienen distintos soportes de pago que pueden ser únicamente las propias facturas (con toma de razón y sin toma de razón), pagos domiciliados, cheques a la orden y no a la orden, letras de cambio a la orden y no a la orden y pagarés a la orden y no a la orden.

Criterios de Elegibilidad establecen que al menos el 75% de los DC del Fondo deben estar asegurados siempre y cuando la Aseguradora que provee el seguro tenga una calificación de A- o superior.

- **Incorporación de límites de concentración por deudor brindando diversificación al colateral.** En los criterios de elegibilidad, se establecen los límites por deudor según el nivel de riesgo otorgado por Crealsa, donde la concentración para deudores con riesgo bajo será como máximo del 12,5%, para deudores con riesgo medio del 6,8% y deudores con riesgo alto 4,3%. Asimismo, el valor nominal pendiente de los derechos de crédito no fallidos cuyo deudor tenga una calificación de riesgo alto asignado por Crealsa no podrá representar más del 35% del valor nominal pendiente agregado de la cartera.
- **Amplio spread de tasas que beneficia al FT.** Esto debido al tipo de interés activo promedio de los Derechos de Cobro de 15,76% al cierre de abril de 2022, mientras que la tasa pasiva es de Euribor a un mes más 4,0%.
- **Riesgo de Commingling.** Los pagos de los deudores no se reciben directamente en la cuenta del Fondo, además, el beneficiario de las dos pólizas de seguro es Crealsa, por lo cual existe un riesgo de que Crealsa no traspase los recursos derivados de las indemnizaciones al FT, a pesar de que tiene la obligación de transferir estos recursos al FT. Este riesgo se ha mitigado, al pignorar la cuenta de cobros de Crealsa a favor del FT a través de un Contrato de Prenda.
- **Bajo Riesgo Legal.** El riesgo legal es mitigado al existir una Opinión Legal emitida por un despacho independiente, donde se confirma que la cesión es válida y eficaz.
- **Reserva de Gastos y una Reserva de Liquidez.** Estas reservas podrán ser empleadas para el cumplimiento de obligaciones ante problemas de liquidez, según el orden de prelación de pagos. La reserva de gastos considera los recursos necesarios para pagar los gastos ordinarios y pago de intereses de los Bonos de la fecha de pago siguiente, mientras que la reserva de liquidez es del 1,0% del saldo nominal de los Bonos.

Análisis de sensibilidad

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

- **Factores positivos (↑).**

Mayor fortaleza crediticia, tras una mayor IMA por parte de las Aseguradoras o un porcentaje de descuento mayor en el precio de cesión. Asimismo, el hecho que Crealsa muestre un track record más amplio, beneficiando al comportamiento de pago y diversificación del portafolio.

- **Factores negativos (↓).**

Modificaciones adversas en las condiciones particulares de las pólizas de seguro, como la reducción en la IMA, o bien al incrementar el saldo pasivo de los Bonos por arriba de los 25 millones reduciendo el *buffer* del seguro de crédito.

Descripción de la Transacción

Descripción de la Transacción

El FT se constituyó en noviembre de 2020, habiendo transcurrido 18 meses desde su constitución al mes de mayo de 2022, posteriormente se actualizará la Escritura de Constitución en julio de 2022. El Fondo fue estructurado por EBN Banco de Negocios y es administrado por EBN Titulización, S.A.U., SGFT (en adelante, la "Sociedad Gestora") con la emisión de un único tramo de Bonos, los cuales, tienen un Importe Máximo de Emisión de 100 millones de euros; el Periodo de Emisión finalizará hasta el 13 de mayo de 2024 o bien ante una causa de terminación anticipada. Por su parte, CREALSA y los Cedentes irán cediendo periódicamente nuevos Derechos de Crédito al Fondo durante el Periodo de Cesión, el cual, finalizará el 13 de mayo de 2026, salvo que se produzca alguna Causa de Terminación Anticipada del Periodo de Cesión. Una vez finalizado el Periodo de Cesión, comenzará el Periodo de Amortización de los Bonos emitidos, los cuales se irán amortizando de forma pass-through. Los Bonos devengan un tipo de interés nominal variable, referenciado al Euribor 1 mes, más un margen del 4,00% y con una periodicidad de devengo de intereses mensual.

Actualmente, el FT cuenta con un seguro de crédito por CESCE que no considera Importe Máximo Asegurable (IMA), sino que la Aseguradora cubre hasta el límite de riesgo asignado a cada deudor; anteriormente, esta póliza de crédito se había celebrado con EULER HERMES. Adicionalmente, ciertos Derechos de Crédito de un mismo cliente y distintos deudores, cuentan con un seguro de crédito por COFACE cuya IMA es de 4.500.000€ y Crealsa es beneficiario de la póliza, pero donde los importes indemnizados serán transferidos al FT. Los seguros de crédito cubren al menos el 75% del total de los Derechos cedidos, mientras que el 25% restante no asegurado podrán ser entidades privadas o públicas. En cualquier caso, se podrán ceder derechos de crédito asegurados por cualquier compañía de seguros siempre y cuando ésta tenga una calificación de A- o superior.

El FT cuenta con una mejora de crédito proporcionada por: (i) una sobrecolateralización dependiendo de si el Derecho de Crédito está asegurado o no; (ii) un Fondo de Liquidez del 1,00% del saldo nominal pendiente de los Bonos; y (iii) por el exceso de spread, es decir, el diferencial entre la rentabilidad que devengan los Derechos de Crédito que componen el activo del Fondo y el coste financiero de los Bonos emitidos.

Principales Magnitudes

Emisor	AQUA 2020, Fondo de Titulización
Finalidad	Financiación y Liquidez
Tipología del Fondo	Abierto por el activo y por el pasivo
Tipo de Activo	Derechos de Crédito derivados de cesiones de créditos entre CREALSA o los Cedentes y sus clientes para el anticipo de cobros frente a sus respectivos deudores
Fecha de Constitución	13/11/2020
Fecha de Vencimiento Final	13/05/2027
Fecha de Vencimiento Legal del FT	13/11/2027
Periodo de Cesión	Finalizaría el 13 de mayo de 2026 o en caso de existir una causa de terminación del Periodo de Cesión establecido en la Escritura
Fechas de Compra de los Derechos de Crédito Adicionales	Cualquier día hábil durante el Periodo de Cesión
Periodo de Emisión de los Bonos	Finalizaría el 13 de mayo de 2024.
Fechas de Emisión de Bonos Adicionales	Los días martes y jueves de cada semana
Periodo de Amortización de los Bonos	Comenzará en la finalización del Periodo de Cesión y terminará durante los 12 meses siguientes o en la fecha de liquidación anticipada del FT. Finalizará 13/05/2027.
Clean-Up Call	10% del Saldo Nominal Pendiente de los Bonos, una vez finalizado el Periodo de Cesión
Tipo de Interés	EURIBOR 1 mes + 4,0%
Fecha de pago de los Bonos	3er día de cada mes
Método de Amortización	Pass-Through
Frecuencia del Pago de Intereses y Principal	Mensual

Fuente: EBN Titulización, S.A.U., S.G.F.T.

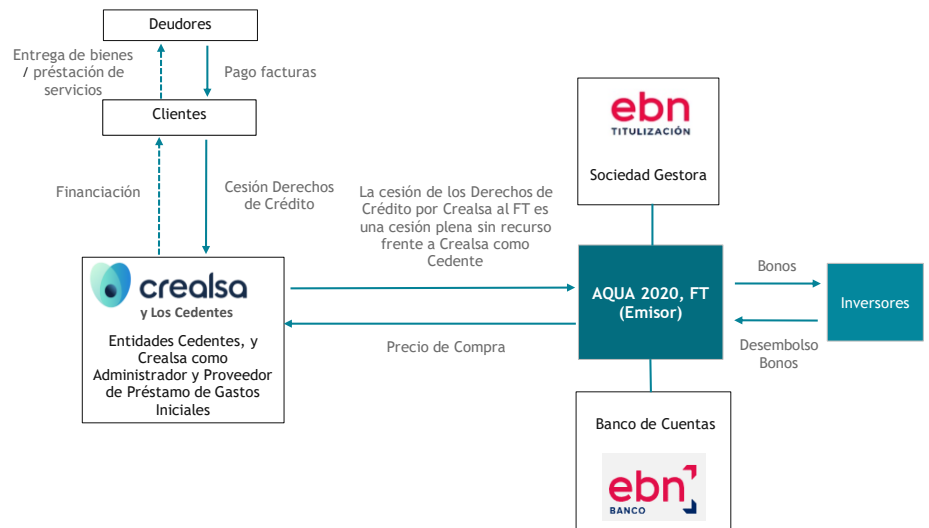
Participantes

Participantes

Entidad Cedente y Administrador de los Derechos de Crédito	Crealsa Investments Spain, S.A. o los Cedentes
Sociedad Gestora	EBN Titulización, S.A.U., S.G.F.T.
Banco de Cuentas	EBN Banco, S.A.
Entidad Directora, Suscriptora y Estructurador	EBN Banco, S.A.
Aseguradora	Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación, S.A. (CESCE) y COFACE, S.A.
Abogados	J&A Garrigues, S.L.P.

Fuente: Escritura de Constitución del Fondo.

Diagrama de la Operación



Descripción de los Cedentes

CREALSA fue constituida en 2009 bajo el nombre de Créditos Alternativos S.A., posteriormente en 2014 absorbe a las sociedades Eleven Cube Comunicación S.L.U. y Consultoría Financiera del Levante, S.L. En mayo de 2020, los accionistas fundadores de CREALSA firman un acuerdo de inversión con IMAN CAPITAL PARTNERS LTD, mediante el cual IMAN adquiere una participación mayoritaria.

El objeto social de CREALSA es la gestión de líneas de descuento y de cobros a sus clientes, los cuales, mantienen Derechos de Crédito derivados de sus actividades comerciales frente a sus respectivos Deudores. CREALSA ofrece a sus clientes el servicio de descuento de efectos comerciales mediante la cesión o endoso de los Derechos de Crédito que los clientes ostentan frente a los deudores, siendo pagarés, cheques, pagos domiciliados y facturas. Los Cedentes serán CREALSA u otras entidades del Grupo.

Descripción de las Aseguradoras

CESCE

Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación, S.A. “CESCE” ha sido calificada por EthiFinance Ratings, donde en la última fecha de acción de calificación del 2 de diciembre de 2021, se afirmó una calificación de A- con tendencia estable.

Nuestra calificación de crédito se fundamenta en los elevados niveles de solvencia, el nulo apalancamiento financiero y una notable posición de liquidez. Asimismo, destacamos la complementariedad entre los negocios asegurador y de información y el reparto equilibrado de sus beneficios entre ambas líneas. Además, el grupo muestra un perfil conservador en su cartera de inversión priorizando los activos con un bajo riesgo crediticio, una alta liquidez y la diversificación por sectores.

Por el contrario, nuestra calificación se encuentra limitada por la menor diversificación geográfica en comparación con sus pares y el complejo contexto macroeconómico que esperamos que eleve la siniestralidad de su cartera asegurada.

COFACE

EthiFinance Rating ha subido la calificación de COFACE el 1 de julio de 2022 a A+ con tendencia estable. Coface es una aseguradora francesa de carácter global que desarrolla

sus actividades a través de su subsidiaria principal Compagnie française d'assurance pour le commerce extérieur y sus filiales. Coface, S.A. es la matriz del tercer grupo líder del mercado global en el seguro de crédito que complementa su actividad principal con los negocios de factoring, avales y garantías e información y recobro de deudas.

Nuestra calificación de crédito se fundamenta en su posición de liderazgo en el mercado del seguro de crédito, su creciente rentabilidad, la mejora en su eficiencia, así como una capitalización, que en conjunto han evolucionado positivamente en línea con los objetivos de su plan estratégico. Asimismo, valoramos positivamente su presencia global con acceso a ciclos económicos diferenciados, así como su diversificación por sectores de actividad.

Por el contrario, nuestra calificación está limitada por el elevado peso en los ingresos del grupo de su negocio principal cuyo componente cíclico es elevado, la mayor exposición a los mercados emergentes y el incierto contexto económico actual, que si bien, podría afectar a los resultados de Grupo, se espera que el rendimiento de la Aseguradora se mantenga en niveles adecuados.

-Adicionalmente, el Fondo podrá contar con Derechos de Crédito que cuenten con una designación de beneficiario a favor del Cedente por parte de cualquier otro seguro contratado por el Cliente o el Cedente con una entidad aseguradora que deberá tener una calificación crediticia mínima de A-, otorgada por una Agencia de Calificación, siempre y cuando el Descuento aplicado al Precio de Cesión de los Derechos de Crédito Adicionales se realice en los términos establecidos. En estos supuestos, (i) el Fondo no se subrogará en ningún caso en la posición del asegurado o tomador, por lo que solo será beneficiario de las recuperaciones derivadas de las indemnizaciones que, en su caso, deba pagar la entidad aseguradora al Cedente; (ii) el Cedente deberá solicitar al Cliente la póliza de seguro correspondiente, la designación del Cedente como beneficiario de dicha póliza y el justificante del pago de la prima de la póliza de seguro.

Asimismo, en estos supuestos de existencia de otras pólizas de seguro, la Sociedad Gestora podrá solicitar al Cedente que se pignoren a favor del Fondo las cuentas donde se ingresen las indemnizaciones a pagar por la aseguradora, en cuyo caso, el Cedente deberá otorgar cuantos documentos públicos o privados sean necesarios a estos efectos.

Descripción del Subyacente

Los Derechos de Crédito consisten en Derechos de Cobro derivados de cesiones de créditos entre los Cedentes y distintos clientes suyos para el anticipo de cobros frente a sus respectivos deudores, derivados de una prestación de servicios o una entrega de bienes al amparo de una relación comercial entre el cliente y el deudor correspondiente y justificados en una factura. Los Derechos de Crédito, además de estar justificados en una factura emitida por el cliente, tienen distintos soportes de pago: facturas, pagos domiciliados, cheques a la orden y no a la orden, letras de cambio y pagarés, y donde adicionalmente cuentan con un contrato de cesión suscrito entre el cliente y los Cedentes.

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.EthiFinanceRatings-rating.com/es-ES/about-EthiFinanceRatings/methodology; y bajo la Escala Estructurados disponible en www.EthiFinanceRatings-rating.com/es-ES/about-EthiFinanceRatings/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 ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada, no así a terceros vinculados. No obstante, conforme a nuestra Política de Conflictos de Intereses, esta venta no supone conflicto ya que no supera el 5% de la cifra neta de negocio.
- 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.