



INSTRUMENT RATING  
LINKFACTOR TRADE  
RECEIVABLES EUR 1 FT

**Initiation date** 27/12/2022  
**Date of Private Rating** 31/03/2026

## 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 afirma la calificación de la emisión de los pagarés del Fondo en “A-“

## Resumen ejecutivo

**Linkfactor Trade Receivables EUR 1, FT (el “FT” o el “Fondo”)** es una entidad con fines especiales constituida en diciembre de 2022 de acuerdo con la legislación española, teniendo una estructura abierta en cuanto a sus activos y pasivos. El Fondo emite pagarés en el marco del Programa de Pagarés. La fecha de vencimiento prevista del Fondo es el 15 de diciembre de 2029, mientras que su fecha de vencimiento legal definitiva es el 15 de diciembre de 2031.

El activo subyacente consiste en Derechos de Crédito cedidos al Fondo por Link Private Debt S.A. (en adelante, “Link Private Debt” o el “Cedente”). Estos Derechos de Crédito proceden de los clientes del Cedente, que son también los deudores indirectos, y están relacionados con sus actividades comerciales o con los servicios prestados a los deudores directos. Hasta finales de enero de 2025, todos los Derechos de Crédito cedidos tenían recurso contra los clientes o deudores indirectos. El 25 de marzo de 2025, se modificó la escritura del Fondo para permitir la adquisición de Derechos de Crédito sin recurso, que están asegurados por la póliza de seguro de CESCE. Además, la aseguradora que cubría los Derechos de Crédito con recurso fue sustituida por Atradius, que pasó a ser la nueva aseguradora en sustitución de Euler Hermes. La póliza de seguro de Atradius tiene una vigencia de un año y entró en vigor en enero de 2026, mientras que la póliza de CESCE sigue proporcionando cobertura para los derechos de crédito sin recurso y se renovó en 2026 por un año más en los mismos términos y condiciones.

Fondo	Clase	Saldo pendiente de Pagarés (31/01/2026)	Cupón	Fecha de vencimiento	Tipo de garantía
Linkfactor Trade Receivables EUR 1, FT	Pagarés	15.200.000 €	Fijo (implícito)	Cada pagaré tendrá un vencimiento entre 3 y 731 días	Trade Receivables

\*Fuente: Escritura de la transacción.

## Fundamentos

- Al cierre de enero de 2026, el saldo vivo de los Derechos de Crédito asciende a 9,8MM€ según el informe mensual elaborado por TDA, lo que refleja un ligero aumento en comparación con los 9,7MM€ registrados en enero de 2025. En cuanto a la financiación, el saldo pendiente de los Pagarés asciende a 15,2 MM€, mientras que en enero de 2025 se situaba en 13,7MM€.
- Durante los últimos 12 meses (LTM), desde finales de enero de 2025 hasta enero de 2026, el Fondo adquirió 5.927 Derechos de Crédito con un valor nominal total de 58,4MM€, en línea con los niveles de los últimos 12 meses anteriores, de enero de 2024 a enero de 2025, que se situaron en 58,3MM€ (+0,1%). Esto indica un aumento marginal en los volúmenes de adquisición, en línea con la cartera viva.
- A finales de enero de 2026, el Fondo cambió de aseguradora, pasando de Euler Hermes a Atradius. En el marco anterior, Euler Hermes solo cubría los créditos con recurso, mientras que la nueva póliza proporcionada por Atradius amplía la cobertura tanto a los créditos con recurso como a los créditos sin recurso frente al deudor indirecto. Este cambio satisface los parámetros clave, incluidos el porcentaje asegurado y el límite máximo de indemnización anual.
- EthiFinance ha realizado una evaluación interna de Atradius N.V. que refleja una capacidad crediticia adecuada, lo que refleja la sólida posición del grupo en el mercado global de seguros de crédito comercial, respaldada por su amplia presencia internacional, sus capacidades propias de inteligencia crediticia y sus relaciones duraderas con los clientes. La evaluación también tiene en cuenta los sólidos indicadores de rentabilidad del grupo, su estrategia de inversión conservadora y su capitalización muy sólida.
- La IMA de la póliza de Atradius se define como el mayor de los siguientes importes: 15MM€ o 57 veces la prima anual. En comparación, en la anterior póliza de Euler Hermes, la IMA ascendía a aproximadamente 35,28MM€, calculado como 80 veces la prima anual. Si bien la nueva póliza aumenta la cobertura por cada Derecho de Crédito al 95 % (desde el 90 % con Euler Hermes), la capacidad de indemnización anual global disponible para el Fondo es menor ahora; no obstante, cabe señalar que la emisión máxima del programa se ha reducido a 150MM € (frente a los 300MM€ de la revisión anterior), por lo que la IMA se ajusta proporcionalmente.
- La póliza de seguro de CESCE se mantiene dentro del Fondo para cubrir los derechos de crédito sin recurso,

proporcionando una cobertura del 90% del importe nominal. La póliza se ha renovado en 2026 por un año más, hasta 2027, en los mismos términos y condiciones. CESCE cuenta actualmente con una calificación "A" con perspectiva estable de EthiFinance (septiembre de 2025), lo que refleja su sólido perfil empresarial y su posición de liderazgo en el mercado español de seguros de crédito.

- **La cartera presenta una estructura equilibrada entre exposiciones con recurso (49%) y sin recurso (51%).** Esta distribución refleja una estructura adecuada, ya que todos los derechos de crédito están cubiertos por un seguro de crédito. Al mismo tiempo, la presencia de exposiciones con recurso proporciona una capa adicional de protección a través de la obligación directa de los deudores directos e indirectos y la cobertura del seguro de crédito del 95%. En general, este equilibrio respalda la estabilidad del perfil de riesgo de la cartera.
- **El tipo de interés anual para el periodo comprendido desde el inicio del Fondo hasta enero de 2026 se sitúa en el 79,6%,** frente al 80,6% registrado en la revisión anterior (desde el inicio hasta enero de 2025), lo que representa una disminución interanual del 1%, aunque se mantiene estable.
- **El Fondo sigue beneficiándose de un amplio diferencial entre los rendimientos de los activos y los intereses pagados por los Pagarés.** El rendimiento medio ponderado de los activos registrado disminuyó del 100,4% del saldo vivo a finales de enero de 2025 al 94,2% del saldo vivo a la fecha del informe de enero de 2026, esto se debe por el descuento al que se adquieren los Derechos de Crédito, más que por los intereses contractuales. Al mismo tiempo, el tipo de interés medio ponderado de los pagarés descendió del 4,7% al 4,8%, lo que compensó parcialmente la compresión de los rendimientos de los activos. Como resultado, aunque el diferencial se ha reducido en términos interanuales, se mantiene en un nivel sólido, lo que sigue respaldando la rentabilidad del Fondo.
- **A finales de enero de 2026, el Fondo contaba con una cartera de Derechos de Crédito con un saldo vivo total de 9.550.182,06€, según el informe de datos facilitado por Link Private Debt.** Los Derechos de Crédito vivos se distribuyen entre 17 deudores indirectos y 17 deudores directos, con una concentración significativa en el principal deudor directo, que representa el 78% de la cartera con un saldo vivo de aproximadamente 7,5MM€. La cartera muestra una mayor concentración en el principal deudor en comparación con el año anterior, lo que podría suponer un riesgo para la transacción.
- **El Fondo establece un límite de concentración para los deudores directos, que restringe el saldo vivo total de un deudor al 15% de la IMA de la póliza de Atradius. Dado que los Derechos de Crédito de un deudor pueden estar relacionados con uno o varios clientes, este mecanismo también limita indirectamente la exposición de los clientes frente a un único deudor, mitigando así el riesgo global de la operación.** Es importante señalar que la IMA ha disminuido considerablemente, pasando de 35MM€ el año anterior a 15MM€, lo que hace que los indicadores de concentración sean más restrictivos en términos relativos. Al cierre de enero de 2026, el principal deudor en virtud de la póliza de Atradius representa el 32,4% de la IMA, muy por encima del límite del 15%, lo que pone de manifiesto un mayor grado de concentración en la operación, que se mitiga principalmente gracias a la cobertura del seguro. A finales de febrero, el Fondo ha subsanado el incumplimiento de los criterios de elegibilidad y actualmente se sitúa en el 9,6%, por debajo del límite del 15%.
- **La distribución por industria muestra un aumento de la concentración entre los deudores directos, especialmente en el sector minorista (excepto alimentación y farmacia),** que pasó del 45% en 2024 al 54% en 2025 (+9p.p.). Por el contrario, el sector químico y de plásticos descendió del 14% al 7%(-7p.p.), mientras que el transporte aéreo y los minoristas de alimentación y productos farmacéuticos disminuyeron ligeramente hasta el 6% cada uno (-2p.p. interanual), y la categoría "Otros" aumentó marginalmente hasta el 27% (+2 p.p.).
- **Con relación a la distribución por industria de los deudores indirectos dentro de la cartera, se sigue manteniendo relativamente diversificada. La agrupación de "otras industrias" representan una concentración del 33% (frente al 29% en 2024, +4p.p.).** Además, los bienes de consumo (no duraderos) y el comercio minorista se perfilan como sectores relevantes con cuotas del 17% y el 14 %, respectivamente, mientras que la confección/textiles y los equipos industriales descendieron al 12% y al 9% (-10 p. p. cada uno) y los productos químicos y plásticos disminuyeron hasta el 15% (-7 p. p.).
- **El riesgo operativo está presente dado que el Cedente tiene una trayectoria limitada, aunque la originación ha ganado volumen durante el último periodo.** Link Private Debt tiene una trayectoria limitada; sin embargo, ha mostrado un rendimiento adecuado en términos de procesos de originación y cobro.
- **El riesgo de commingling se ha mitigado parcialmente mediante un Acuerdo de Pignoración de Cuenta. El Cedente ha pignorado el saldo de la cuenta bancaria en la que recibe todos los pagos de los Derechos de Crédito a favor del Fondo.** Además, el saldo de esta cuenta debe transferirse diariamente a la cuenta de tesorería del Fondo. Este riesgo no se ha mitigado por completo, ya que el Cedente mantiene el control total sobre esta cuenta y, por lo tanto, el Fondo depende completamente de las acciones del Cedente.

## Análisis de sensibilidad

## Factores que podrían (individualmente o en conjunto) afectar a la calificación.

- Factores positivos (↑).

Una mejora de la calificación crediticia de las compañías de seguros, siempre que las condiciones de las pólizas de seguro se mantengan sin cambios. Una mejora en la probabilidad de impago de los deudores directos de la cartera, además de un historial más extenso del Cedente. Una disminución de la concentración de los principales deudores directos e indirectos.

- Factores negativos (↓).

La rebaja de la calificación crediticia de las compañías de seguros, siempre que las condiciones de las pólizas de seguro se mantengan sin cambios, o una reducción del IMA que no se ajuste al importe máximo de emisión del programa. Un deterioro en el rendimiento de los derechos de crédito cedidos, así como una alta concentración entre los principales deudores y los deudores indirectos.

## Descripción de la operación

Datos principales	
<b>Emisor</b>	Linkfactor Trade Receivables EUR1, FT
<b>Propósito</b>	Pagos por la adquisición de cuentas por cobrar
<b>Tipo de fondo</b>	Abierto por activos y pasivos
<b>Administrador</b>	Circulantis, S.L.
<b>Clase de activos</b>	Trade Receivables
<b>Fecha de emisión</b>	Diciembre de 2022
<b>Fecha de vencimiento</b>	15 de diciembre de 2029
<b>Fecha de vencimiento legal</b>	15 de diciembre de 2031
<b>Importe de emisión de los pagarés</b>	150.000.000 €
<b>Saldo vivo de pagarés (31/01/2026)</b>	15.200.000 €
<b>Valor nominal de los Derechos de Crédito (31/01/2026)</b>	9.840.425 €
<b>Saldo total de la cuenta bancaria (31/01/2026)</b>	6.416.594 €
<b>Plazo de amortización de los pagarés</b>	Periodo comprendido entre el final del periodo de asignación y la fecha de vencimiento final
<b>Cuentas</b>	Cuenta de tesorería y cuenta de compra
<b>Frecuencia de pago del principal y los intereses</b>	En la fecha de vencimiento
<b>Cotización</b>	Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

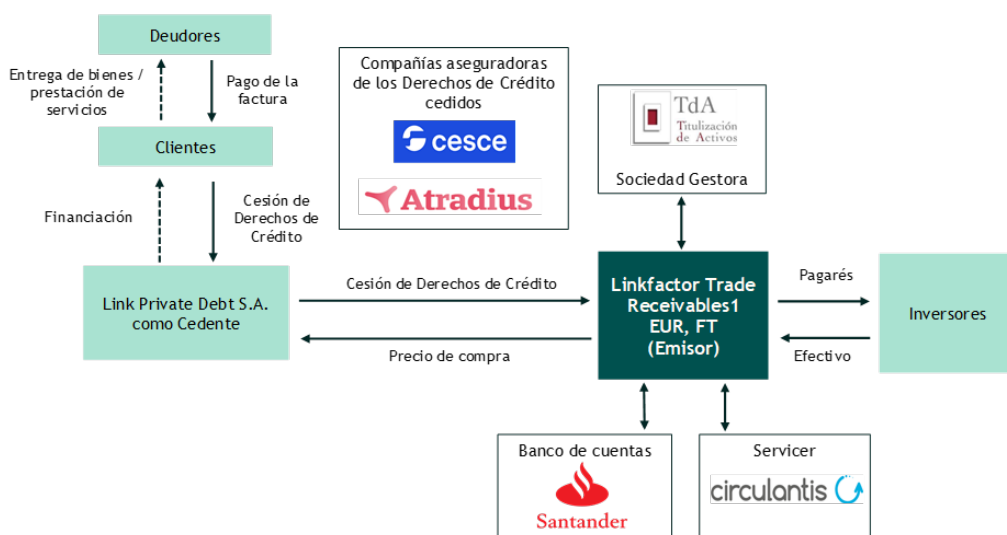
\*Fuente: Escritura de la transacción.

## Participantes

Participantes	
<b>Cedente</b>	Link Private Debt, S.A.
<b>Administrador</b>	Circulantis, S.L.
<b>Agente de Pagos y Liquidación</b>	Banco Santander, S.A.
<b>Cuenta Bancaria</b>	Banco Santander, S.A.
<b>Compañías de seguros</b>	Atradius Crédito y Caucción S.A. y CESCE
<b>Sociedad Gestora y agente de ventas</b>	Titulización de Activos (TdA)
<b>Asesor jurídico</b>	Cuatrecasas
<b>Auditores</b>	Deloitte

\*Fuente: Hoja de términos de la operación

## Diagrama de la operación



## Descripción de las Aseguradoras

La compañía de seguros “CESCE” (Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación, S.A.) es la entidad principal de un grupo de empresas que ofrece soluciones para la emisión de fianzas y soluciones de crédito comercial con presencia en Europa y América Latina. La póliza se ha contratado con el objetivo principal de asegurar a los DC adquiridos sin recurso. A fecha de septiembre de 2025, EthiFinance reafirma la calificación de CESCE en “A” con perspectiva estable. La calificación refleja el sólido perfil empresarial de CESCE, respaldado por su destacado posicionamiento como segundo operador del mercado español de seguros de crédito, con una cuota de mercado cercana al 25%. El grupo se beneficia de una diversificación adecuada entre líneas de negocio, combinando sus actividades principales de seguros (seguros de crédito y de caución), la gestión de coberturas en nombre del Estado español como Agencia Oficial de Crédito a la Exportación (ECA) y servicios complementarios como información empresarial y soluciones tecnológicas.

Desde el punto de vista financiero, la rentabilidad y la eficiencia técnica se mantienen en niveles elevados, respaldadas por una política de inversión prudente centrada en la preservación del capital, con una cartera concentrada en instrumentos de renta fija, principalmente deuda soberana de alta calidad crediticia. Además, el apalancamiento financiero asociado al Fondo de Anticipo de Facturas se considera limitado, y el grupo mantiene una posición de capacidad crediticia muy sólida, significativamente por encima de la media del sector.

Atradius N.V. ha sido designada como la nueva aseguradora, la cual entra para sustituir a Euler Hermes. EthiFinance Ratings realizó una evaluación interna y considera que Atradius N.V. cuenta con una capacidad crediticia adecuada, reflejada en la sólida posición del grupo en el mercado global de seguros de crédito comercial, respaldada por unos indicadores de rentabilidad resistentes, una estrategia de inversión conservadora y una capitalización muy sólida.

Atradius es uno de los principales proveedores mundiales de seguros de crédito comercial y fianzas, complementados con servicios de reaseguro y gestión de crédito, con un modelo operativo que combina inteligencia crediticia propia y capacidades de suscripción descentralizadas en más de 50 países. La evaluación también reconoce la naturaleza intrínsecamente cíclica del negocio de los seguros de crédito comercial y su sensibilidad a las condiciones macroeconómicas y a las tendencias de insolvencia empresarial.

## CESCE

La póliza de seguro de crédito de CESCE (la "Póliza CESCE") se ha diseñado específicamente para mitigar el riesgo de impago en operaciones de factoring de Derechos de Crédito sin recurso. En virtud de la póliza, CESCE cubre el 90% del valor nominal de los Derechos de Crédito adquiridos, siempre que se cumplan las condiciones de la póliza. La cobertura se aplica por igual a deudores nacionales e internacionales, incluyendo la cobertura de riesgo político para las transacciones internacionales. La póliza no establece un límite de indemnización máximo anual. La indemnización se abona 60 días después de la notificación de un crédito impagado (plazo ampliado a 180 días para Portugal e Italia). Un requisito estructural clave es que Link debe estar registrada como único acreedor mediante una cesión genérica y conservar el control total sobre los pagos del deudor. La póliza conlleva una prima anual mínima de 185,000€ más impuestos. Para el periodo de renovación comprendido entre el 1ro de marzo de 2026 y el 28 de febrero de 2027, el contrato se ha prorrogado en los mismos términos y condiciones, ascendiendo el primer plazo de la prima a 48 169,38€, pagadero según el calendario acordado. Además, los honorarios por estudio, revisión, seguimiento de deudores y tramitación de siniestros se indexan anualmente al IPC a 30 de noviembre anterior a la renovación; según la última referencia interanual del IPC, estos importes aumentarán un 3,0% en 2026. El límite máximo de concentración de deudores del 15% aplicable en el marco de la IMA no se aplica a la póliza CESCE, ya que no existe ninguna IMA vigente.

Características	COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE SEGUROS DE CRÉDITOS A LA EXPORTACIÓN
Duración de la póliza	Ampliado, con vencimiento en febrero de 2027
Ventas aseguradas	50.000.000 €
Días de pago de la indemnización	60 días a partir de la fecha de notificación, excepto en Italia y Portugal, donde el plazo será de 180 días a partir de la fecha de notificación.
Plazo de pago	Dividido en 4 plazos, el primero el día de la firma por un importe de 46 250 €
Porcentaje de cobertura	90%
Prima mínima	185.000 €
Titular de la póliza	Link Private Debt, S.A.

Fuente: Elaborado por Ethifinance Ratings con información proporcionada por la póliza del seguro contratado.

## Póliza de Atradius

La nueva póliza de seguro de crédito de Atradius tiene una vigencia de 12 meses, con efecto desde el 1 de enero de 2026 hasta el 31 de diciembre de 2026. La póliza establece una IMA definida como el mayor de los siguientes importes: 15MM€ o 57 veces la prima anual. La póliza de Atradius asegura el 95 % del valor nominal de los Derechos de Crédito asegurados, lo que aumenta el nivel de cobertura en comparación con la póliza anterior. El período de carencia se fija en seis meses, y los plazos máximos de crédito se limitan a 180 días. En la póliza actual, Link Private Debt figura como asegurado, mientras que el Fondo aparece como coasegurado.

Características	Atradius Crédito y Caución S.A.
Duración de la póliza	31 de diciembre de 2026
Coasegurados	Linkfactor Trade Receivables EUR 1, FT
Período de carencia	180 días a partir de la fecha de vencimiento de la factura
Porcentaje de cobertura	95%
Prima mínima	265.500 €
IMA	El mayor de 15.000.000 € o 57 veces la prima anual
Titular de la póliza	Link Private Debt, S.A.

Fuente: Elaborado por Ethifinance Ratings con información proporcionada por la póliza de seguro.

V72641400

STRUCTURED FINANCE

El principal cambio estructural tras la sustitución de Euler Hermes por Atradius se refiere a la IMA y al nivel de cobertura. En la anterior póliza de Euler Hermes, la IMA se fijó en 80 veces la prima mínima, lo que suponía aproximadamente 35,28MM€, con un nivel de cobertura del 90% por crédito. En la nueva póliza de Atradius, la IMA se define como el mayor de 15MM€ o 57 veces la prima anual, mientras que el porcentaje asegurado aumenta al 95%. En consecuencia, la estructura revisada mejora la protección por DC, pero reduce la capacidad de indemnización anual total disponible para el Fondo, aunque en línea con la reducción de la emisión máxima del programa.

## Descripción del Servicer

Circulantis, constituida en Valencia (España) en 2014, opera como una plataforma de financiación colectiva diseñada para facilitar el acceso a financiación alternativa a las pymes. Permite a las empresas acceder a financiación de inversores minoristas mediante la venta de pagarés y facturas con descuento. Además de su actividad principal, Circulantis actúa como administrador en esta operación; las principales actividades que Circulantis realiza para el Fondo consisten, entre otras, en garantizar que todos los derechos de crédito estén cubiertos por la póliza de seguro.

## Descripción del Cedente

Linkfactor Pymes, S.L. (denominación social original), se constituyó en España en septiembre de 2022 con el objetivo principal de abarcar una amplia gama de actividades diseñadas para mejorar la administración, evaluación, seguridad y financiación de los créditos por cobrar generados a partir de transacciones comerciales tanto nacionales como internacionales que se ceden a la empresa. Esto incluye la realización de análisis de clientes, la gestión de cuentas deudoras y la realización de cualquier actividad auxiliar que contribuya a la gestión óptima de estos créditos por cobrar. Durante 2024, el Cedente cambió la denominación social de "Linkfactor Pymes S.L." a "Link Private Debt S.A.". Tenga en cuenta que este cambio no tiene ningún impacto significativo en el Fondo, salvo el nombre.

## 1. Características del Subyacente

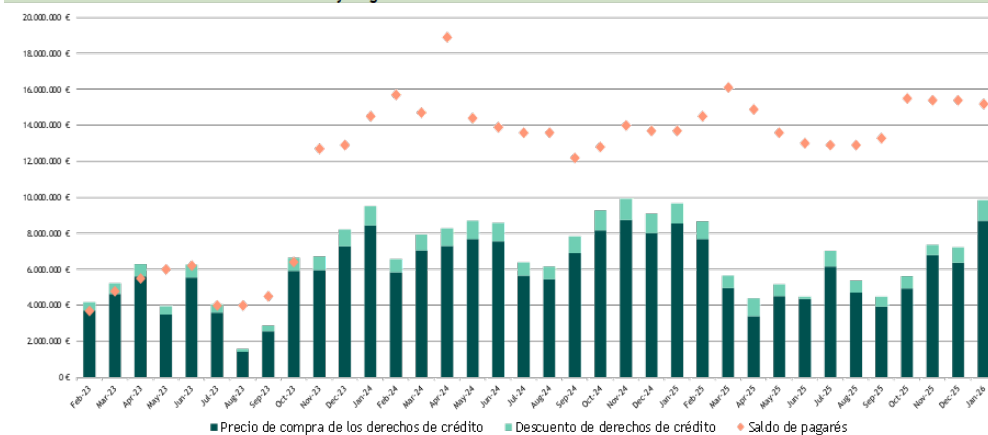
### 1.1 Descripción del Subyacente

Link Private Debt facilitó un fichero de datos que contiene toda la información requerida, incorporando los datos más recientes disponibles a nivel de cartera. Esta información es coherente con los informes facilitados por TDA, en su calidad de sociedad gestora del Fondo, observándose únicamente diferencias menores debidas a un desfase temporal de tres días en el reconocimiento de los datos. Dado que este desfase temporal no tiene un impacto significativo en el análisis, la evaluación se basa en el Informe Mensual facilitado por TDA. Desde la constitución del Fondo hasta principios de 2026, se han adquirido un total de 16.489 Derechos de Crédito con un valor nominal total de 156,9MM€. En los últimos 12 meses (LTM), las adquisiciones ascendieron a 5.927 Derechos de Crédito con un valor nominal de 58,44MM€, ligeramente superior en términos nominales (+0,11 % interanual). El descuento medio de adquisición en los últimos 12 meses se situó en el 11,6%, frente al 11,5% desde la creación, lo que refleja un ligero aumento del descuento medio de compra.

El siguiente gráfico muestra la evolución mensual de la cartera de Derechos de Crédito del Fondo y el saldo pendiente de los Pagarés. A la fecha de corte en enero de 2026, el saldo nominal pendiente de los Pagarés asciende a 15,2MM€, mientras que la cartera total pendiente de Derechos de Crédito se sitúa en 9,84MM€. La diferencia entre los Pagarés pendientes y el saldo de la cartera refleja la presencia de efectivo mantenido dentro de la estructura, lo que da lugar a una infrautilización temporal del importe emitido, que puede corregirse mediante la compra de más derechos de crédito para el Fondo. El valor nominal medio de cada Derecho de Crédito cedido desde la constitución del Fondo es de 9.518,06€ a fecha de enero de 2026, frente a los 9.343,6€ registrados a finales de enero de 2025, lo que representa un aumento de aproximadamente el 1,9% en variación anual. Según el último informe mensual, el saldo pendiente de los Derechos de Crédito asciende a 9,84MM€ a fecha de enero de 2026, frente a los 9,7MM€ reportados en la revisión anual anterior.

En cuanto a la financiación, el saldo pendiente de los Pagarés emitidos asciende a 15,2MM€ a fecha de enero de 2026. Cabe señalar que el Fondo inició sus operaciones en 2023, mientras que los años 2024 y 2025 supusieron una fase de consolidación, con un aumento de las compras de Derechos de Crédito respaldadas por un mayor volumen de emisión de Pagarés.

**Evolución de la cartera de Derechos de Crédito y Pagarés**



Fuente: Información proporcionada por TDA y Link Private Debt S.A.

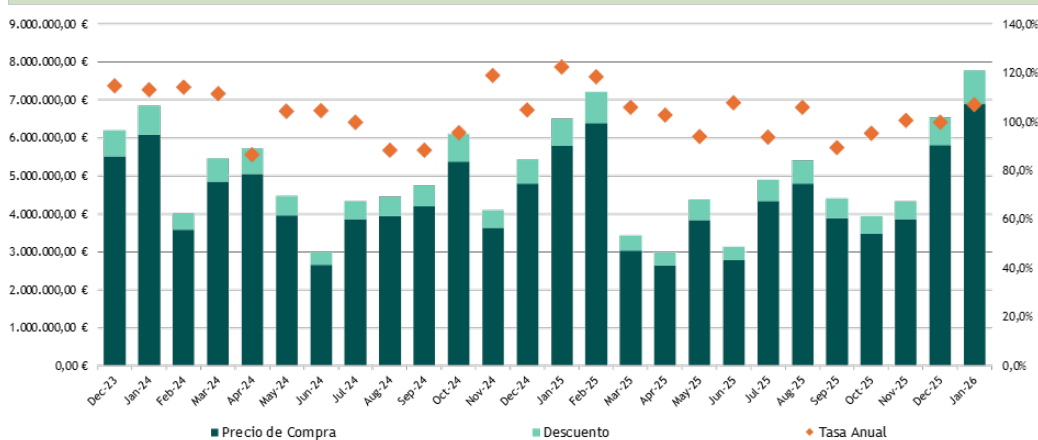
El gráfico a continuación muestra la evolución mensual de los Derechos de Crédito adquiridos por el Fondo, incluyendo el precio de compra, el descuento aplicado y el tipo de interés medio ponderado (WA). Durante 2025, el tipo de interés medio ponderado se mantuvo relativamente estable, fluctuando en torno al nivel del 100% con cierta volatilidad mensual. Se observó una moderación temporal de los rendimientos durante el segundo trimestre de 2025, con niveles que tendían hacia el rango inferior, algo que también se observó en el tercer trimestre de 2024, antes de volver a niveles más altos en los periodos posteriores.

Al mismo tiempo, el volumen de Derechos de Crédito adquiridos por el Fondo mostró un aumento gradual a lo largo del año, observándose niveles de adquisición más elevados hacia los últimos meses de 2025 y principios de 2026. El tipo de interés anual (tipo de interés anual) para el periodo comprendido desde el inicio del Fondo hasta finales de enero de 2026 se sitúa en el 79,6%, frente al 80,6% registrado en el informe anterior (desde el inicio del FT hasta finales de enero de 2025), lo que representa una disminución frente al año anterior del 1 % e indica un perfil de rentabilidad globalmente estable.

El descuento medio aplicado a los Derechos de Crédito desde la constitución del Fondo se sitúa en el 11,5% a fecha de enero de 2026, mientras que el descuento medio considerando únicamente los Derechos de Crédito de los últimos 12

meses a finales de enero de 2026 asciende al 11,6%. Este nivel es coherente con el marco de fijación de precios del Fondo, ya que el descuento principal aplicado a los derechos de crédito se corresponde, en términos generales, con la parte no asegurada de las cuentas por cobrar, que, según la póliza de seguro actual, representa el 10% de la exposición. En este contexto, los tipos de interés ponderados por el tiempo (WA) relativamente elevados observados a nivel de cartera se deben principalmente a las características estructurales del Fondo, más que a cambios en la fijación de precios. En particular, la elevada rotación de la cartera da lugar a una proporción significativa de derechos de crédito de reciente origen en un momento dado, que presentan intrínsecamente rendimientos anualizados más elevados debido a su menor plazo hasta el vencimiento. Como resultado, el tipo de interés ponderado por el tiempo (WA) del saldo pendiente tiende a ser más alto que el tipo de interés desde el inicio hasta la fecha, ya que está más influido por las exposiciones a corto plazo. Por lo tanto, las variaciones en los niveles de rendimiento no deben interpretarse como un cambio en la estrategia de fijación de precios del Fondo, sino más bien como un reflejo de los cambios en la composición de la cartera y el perfil de vencimiento a lo largo del tiempo.

## Derechos de Crédito Cedidos



fuernte: Información facilitada por Link Private Debt S.A.

\*La Tasa Anual se calcula mediante la siguiente ecuación  $TA = (FV/PP-1) \times 365/TTM$

TA - Tasa Anual

FV - Valor nominal del Derecho de Crédito

PP - Precio de Compra del Derecho de Crédito

TTM- Plazo de vencimiento del Derecho de Crédito

## 1.2 Atrasos en los Derechos de Crédito

Se ha realizado un análisis de los Derechos de Crédito que han experimentado atrasos en los pagos desde el inicio del Fondo, teniendo en cuenta los datos históricos hasta el 31 de enero de 2026. En términos de valor nominal, aproximadamente el 9% del valor nominal total de la cartera ha experimentado algún nivel de morosidad. La mayoría de estos atrasos corresponden a morosidad a corto plazo, con un 6% del valor nominal total de la cartera concentrado en el tramo de 1 a 5 días, lo que representa la mayor parte de los cobros atrasados.

Los atrasos restantes son relativamente limitados, con un 1% de la cartera en el tramo de 6 a 10 días, un 1% entre 11 y 20 días, y un 1% entre 21 y 30 días. Es importante destacar que ningún Derecho de Crédito ha registrado retrasos superiores a 31 días y, por lo tanto, no se ha activado ninguna reclamación en virtud de la póliza de seguro. En general, el comportamiento de pago observado indica que los retrasos son, por lo general, de corta duración y de naturaleza operativa, mientras que la cartera sigue mostrando un perfil de rendimiento adecuado.

Teniendo en cuenta la cartera con saldo vivo a finales de enero de 2026 según el informe mensual elaborado por TDA, la cartera presenta un valor nominal con atrasos de 5 días al final del mes de 335K euros, lo que representa el 3,4% del valor nominal total.

## 1.3 Distribución de los Activos Subyacentes

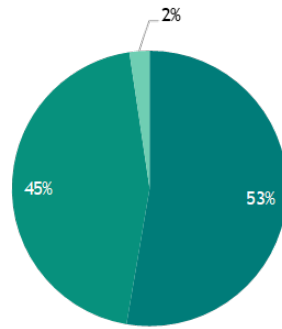
A finales de enero de 2026, el Fondo sustituye a su proveedor de seguro de crédito, pasando de Euler Hermes a Atradius, en el marco de la estructura con recurso existente y de parte de la estructura sin recurso. La sustitución mantiene el mecanismo general de transferencia de riesgo basado en el seguro de la operación, al tiempo que modifica ciertos parámetros de la cobertura, incluyendo el porcentaje asegurado y el límite máximo de indemnización anual agregado.

A fecha de el informe, el saldo total pendiente de la cartera según los datos facilitados por Link Private Debt asciende a 9,5MM€, distribuidos entre las diferentes pólizas de seguro de la siguiente manera: La cartera está asegurada principalmente por Atradius (53%) y CESCE (45%), mientras que Solunion representa una cuota menor (2%). En términos de estructura garantizada, la cartera está relativamente equilibrada entre exposiciones con recurso (49%) y

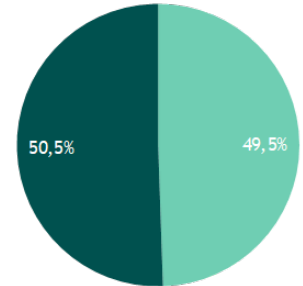
sin recurso (51%).

## Distribución del portfolio asegurado y Recurso de la cartera

### Distribución del seguro



### Distribución del Colateral



■ Atradius ■ Cesce ■ Solunion ■ Recurso ■ Sin recurso

Fuente: Información proporcionada por Link Private Debt S.A.

Las siguientes distribuciones se basan en el valor nominal de todos los Derechos de Crédito que han sido cedidos al Fondo durante 2025.

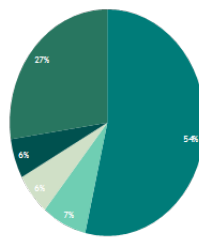
Los deudores directos de esta operación corresponden a las entidades que son directamente responsables del reembolso de los créditos adquiridos por el Fondo, ya que tienen la obligación legal de liquidar los importes pendientes. Por el contrario, los deudores indirectos se refieren a los proveedores que emitieron originalmente los créditos a dichos deudores directos. El siguiente gráfico ilustra la distribución de los sectores en los que se concentran los derechos de crédito adquiridos, distinguiendo entre deudores directos e indirectos.

En comparación con la distribución observada el año anterior, la cartera de deudores directos muestra una mayor concentración en el sector minorista (excepto alimentación y farmacia), que aumentó hasta el 54% (+9pp). Por su parte, la participación de los sectores químico y de plásticos descendió al 7% (-7pp), mientras que el transporte aéreo y el comercio minorista de alimentación y productos farmacéuticos registraron un descenso moderado de -1pp y los "Otros sectores" aumentaron ligeramente su participación hasta el 27% (+2pp).

En cuanto a los deudores indirectos, la composición sectorial sigue mostrando una estructura relativamente diversificada, aunque se observaron varios cambios en la participación sectorial. El sector "Otras industrias" aumentó moderadamente hasta el 33% (+4 pp.), mientras que los bienes de consumo (no duraderos) y el comercio minorista se perfilan como sectores relevantes con cuotas del 17% y el 14%, respectivamente. Por el contrario, ropa/textiles y los equipos industriales descendieron 10 p.p. cada uno, mientras que los productos químicos y plásticos disminuyeron 7 pp. Además, el sector del transporte terrestre, que representaba el 8% en 2024, ya no se presenta como una categoría independiente en 2025, ya que su reducida participación se ha agregado a la categoría "Otros".

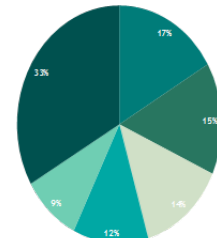
### Distribución por Sectores

#### Deudores Directos



■ Minoristas (excepto alimentación y farmacia) ■ Transporte aéreo  
■ Químicos y plástico ■ Comercio minorista (alimentación y farmacéutica)  
■ Otras industrias

#### Deudores Indirectos



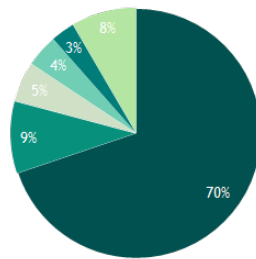
■ Bienes de consumo no duraderos ■ Químicos y plásticos  
■ Comercio minorista ■ Ropa/textiles  
■ Equipos industriales ■ Otras industrias

Source: Information provided by Link Private Debt S.A.

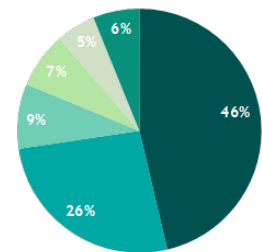
El gráfico siguiente ilustra la distribución regional de los Derechos de Crédito asociados tanto a deudores directos como indirectos. En cuanto a los deudores directos, la cartera muestra una elevada concentración en la Comunidad de Madrid, que representa el 70% de la exposición en 2025, lo que supone un cambio significativo en comparación con la distribución observada en 2024, cuando la Comunidad Valenciana concentraba la gran mayoría de los derechos de crédito (93%). Otras regiones presentan cuotas considerablemente más bajas, entre ellas Murcia (9%), Cataluña (5%), Valencia (4%) y Galicia (3%), mientras que el resto de las Comunidades Autónomas representan el 8% del total. Este cambio en la concentración regional refleja una notable reasignación de las exposiciones en comparación con el año anterior. En cuanto a los deudores indirectos, la composición regional también muestra algunos cambios con respecto a 2024. Madrid se convierte en la principal región con el 46% de la exposición, mientras que Cataluña representa el 26%, manteniéndose como una de las regiones más relevantes a pesar de una reducción respecto a los niveles del año anterior. El resto de la exposición se distribuye entre Andalucía (9%), Murcia (7%) y Valencia (5%), lo que indica una distribución regional más diversificada en comparación con la cartera de deudores directos. En general, aunque la diversificación entre regiones ha mejorado con respecto a años anteriores, la cartera sigue mostrando una concentración significativa en Madrid y Cataluña, que juntas representan más de la mitad de la exposición de los deudores indirectos.

## Distribución Regional

Deudores Directos



Deudores Indirectos



■ Madrid ■ Murcia ■ Cataluña ■ Valencia ■ Galicia ■ Otros

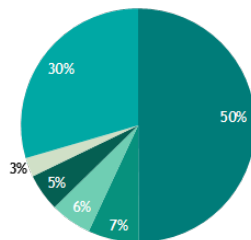
■ Madrid ■ Cataluña ■ Andalucía ■ Murcia ■ Valencia ■ Otros

Fuente: Información proporcionada por Link Private Debt S.A.

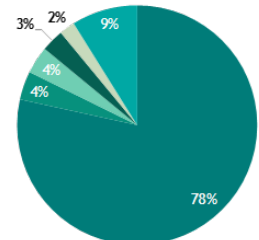
La cartera presenta una concentración relativamente elevada en su principal deudor, tanto históricamente como en la actualidad. Históricamente, el Deudor 1 representaba el 50% del volumen total adquirido, seguido de una caída significativa hasta el Deudor 2 (7%) y el Deudor 3 (6%), quedando los deudores restantes, el 4 y el 5, en el saldo pendiente actual, el Deudor 1 sigue siendo la mayor exposición con un 78%, lo que indica una concentración significativa en comparación con el resto de la cartera. Los deudores restantes representan cada uno proporciones relativamente pequeñas, que suman en total el 30% del resto de la cartera, lo que indica una diversificación muy limitada más allá de la exposición principal. Esta distribución pone de relieve un riesgo significativo de concentración en un único deudor, ya que el rendimiento del Fondo depende en gran medida de la calidad crediticia y la capacidad de pago del principal deudor, lo que se ve mitigado en parte por la póliza de seguro.

## Deudores Directos

Distribución Histórica



Distribución Saldo Vivo



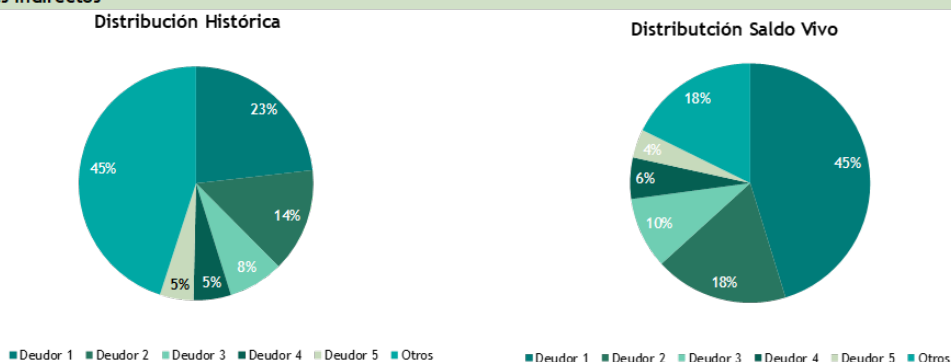
■ Deudor 1 ■ Deudor 2 ■ Deudor 3 ■ Deudor 4 ■ Deudor 5 ■ Otros

■ Deudor 1 ■ Deudor 2 ■ Deudor 3 ■ Deudor 4 ■ Deudor 5 ■ Otros

Fuente: Información proporcionada por Link Private Debt S.A.

La distribución de los deudores indirectos muestra un nivel moderado de concentración, que ha aumentado en comparación con el perfil histórico. Mientras que históricamente el mayor deudor representaba aproximadamente el 23% de la exposición, la distribución actual del saldo pendiente indica una mayor concentración, con el principal deudor representando alrededor del 45%, seguido de la segunda y tercera mayores exposiciones, con un 18% y un 10%, respectivamente. Este cambio refleja una cartera más concentrada a lo largo del tiempo, ya que los tres principales deudores representan ahora una parte significativa de la exposición total. Aunque los deudores más pequeños siguen aportando cierto nivel de diversificación, sus contribuciones individuales siguen siendo limitadas, como se muestra en la suma del resto de los deudores, lo que pone de relieve una mayor dependencia de un número reducido de contrapartes.

## Deudores Indirectos



Fuente: Información proporcionada por Link Private Debt S.A.

## 2. Análisis Cuantitativo

### 2.1 Análisis de los Deudores

EthiFinance Ratings llevó a cabo un análisis exhaustivo de una muestra representativa compuesta por los principales deudores, que han sido seleccionados en función del valor nominal agregado de los derechos de crédito cedidos al Fondo, principalmente en los últimos 12 meses. Algunas de las características de los deudores que se han analizado son, por ejemplo, su sector, región de operación y Probabilidad de Incumplimiento (PD). La composición de los principales deudores asignados al Fondo se ha utilizado como dato de entrada en el análisis de Montecarlo.

### 2.2 Análisis de Montecarlo

EthiFinance ha creado una cartera teniendo en cuenta los principales deudores que tiene el Fondo y aquellos con mayor representación en la cartera. A partir de estos principales deudores y tal y como se ha indicado anteriormente, se obtienen las principales características relativas a dichos préstamos, con el fin de determinar posteriormente la PD individual de los deudores mediante una evaluación interna; además, se han incluido algunos deudores simulados con calificaciones BB- y B+, teniendo en cuenta los criterios de elegibilidad y la futura diversificación de la cartera del Fondo.

### 2.3 Análisis de flujos de caja

EthiFinance Ratings ha desarrollado un modelo de flujo de caja para evaluar la resiliencia del Fondo ante las pérdidas. Durante este periodo, la operación ha experimentado un cambio relevante en su marco de seguro de crédito, lo que ha dado lugar a algunos ajustes estructurales en el análisis. En primer lugar, se redujo el tamaño máximo del programa considerado. En evaluaciones anteriores se incorporó una capacidad de emisión potencial de hasta 300MM€, ya que anteriormente el programa también cotizaba en la Bolsa de Viena y ahora ha expirado, por lo que actualmente el programa solo cotiza en España con un programa de emisión máximo de 150MM€. Además, dado que la póliza de seguro anterior ha sido sustituida por una nueva póliza proporcionada por Atradius, el modelo ha tenido en cuenta estos cambios.

EthiFinance Ratings ha desarrollado un modelo de flujo de caja para evaluar la resistencia del Fondo ante las pérdidas. Para simular un escenario de equilibrio, el modelo tiene en cuenta los siguientes datos:

- Pagarés por un valor nominal de 150MM€ con vencimientos en los últimos 4 meses, un tipo de interés de estrés anual del 6% y una comisión de colocación del 0,5%.
- Valor nominal total de los derechos de crédito adquiridos al inicio: 160,4MM€. Teniendo en cuenta que el 50% de la cartera son derechos de crédito sin recurso y el resto, con recurso.

- El descuento aplicado a los derechos de crédito es del 11,6% del valor nominal.
- Una IMA de 15,1MM€ que se aplica a la póliza de Atradius, a pesar de que es posible que no se consuma la totalidad de la línea de crédito.
- Gastos anuales de 120K€.
- Comisión anual de gestión del 0,7% del saldo nominal de los pagarés.

Flujo de Efectivo Estresado	
<b>Cobros Esperados</b>	160.801.165 €
<i>Principal</i>	142.148.230 €
<i>Intereses</i>	18.652.935 €
<b>Impago</b>	39.235.484 €
<b>Ingresos Netos</b>	121.565.680 €
Recuperaciones	30.611.852 €
<i>Recuperaciones de créditos con recurso</i>	13.977.641 €
<i>Recuperaciones de créditos sin recurso</i>	16.634.210 €
<b>Cobro Reales</b>	152.177.532 €
<b>Recursos totales disponibles</b>	152.177.532 €
Comisiones de administración	891.270 €
Gastos del Fondo	120.000 €
Amortización de principal	150.000.000 €
Margen de intermediación financiera	1.166.262 €
<b>Balance final</b>	<b>0 €</b>

\*Análisis de Flujo de Efectivo por EthiFinance Ratings

## 3. Análisis Cualitativo

### 3.1 Matriz de riesgos

- **Riesgo macroeconómico**

El entorno económico, impulsado por los conflictos geopolíticos y el aumento de las tensiones geopolíticas en la región en los últimos meses de 2026, puede tener un impacto negativo directo en la capacidad de los deudores para cumplir con sus obligaciones financieras, lo que daría lugar a un deterioro de su situación financiera. Además, un aumento de la inflación y posibles subidas de los tipos de interés podrían ejercer presión sobre la situación financiera de los prestatarios, así como incrementar los tipos de interés de los Pagarés emitidos.

- **Riesgo operativo**

Los sistemas informáticos que utiliza el administrador dependen en gran medida de la intervención humana, lo que da lugar a posibles errores humanos. No obstante, el administrador está estudiando posibles soluciones para automatizar una parte considerable de sus tareas. La sociedad gestora, siempre que es posible, compara la información enviada por el administrador con la suya propia, lo que reduce al mínimo la probabilidad de que se produzcan errores humanos.

- **Riesgo de commingling**

Todos los pagos derivados de los Derechos de Crédito se realizan directamente en la Cuenta bancaria del Cedente y, a continuación, se transfieren diariamente a la Cuenta de Tesorería del Fondo. Para mitigar el riesgo de mezcla de estos fondos, la cuenta bancaria del Cedente ha sido pignorada a favor del Fondo.

- **Riesgo legal**

Un despacho de abogados independiente ha emitido un dictamen jurídico en el que se afirma que la cesión de los derechos de crédito al Fondo es completa, válida e incondicional.

## 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 – Trade Receivables :  
[https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_153\\_V1.Structured\\_Finance\\_Rating\\_Methodology\\_Trade\\_Receivables.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_153_V1.Structured_Finance_Rating_Methodology_Trade_Receivables.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 bare 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