



INSTRUMENT RATING
LINKFACTOR TRADE
RECEIVABLES EUR 1 FT

Initiation date 27/12/2022
Date of Private Rating 31/03/2025

Contacts

Lead analyst

Brianda Torres
brianda.torres@ethifinance.com

Secondary analyst

Ana Hurtado
ana.hurtado@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo
antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action

EthiFinance Ratings rebaja la calificación de los pagarés emitidos por el Fondo de "A+" a "A-".

Resumen ejecutivo

Linkfactor Trade Receivables EUR 1, FT (el "FT" o el "Fondo") es un Fondo de Titulización constituido bajo la legislación española en diciembre de 2022, abierta por su activo y pasivo. El Fondo emite pagarés bajo el Programa de Pagarés. La fecha de vencimiento del Fondo es el 15 de diciembre de 2029, y la fecha de vencimiento legal 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"). Los Derechos de Crédito cedidos al Fondo tienen su origen en los clientes del Cedente, que son también los Deudores Indirectos de los Derechos de Crédito, hasta finales de enero de 2025 todos los Derechos de Crédito tienen recurso contra ellos, y están relacionados con sus actividades comerciales o servicios prestados a los Deudores Directos. El 25 de marzo de 2025 se novó la escritura del Fondo lo cual le permitirá adquirir Derechos de Crédito que no tengan recurso contra los Clientes o Deudores Indirectos, dichos Derechos de Crédito estarán asegurados por la póliza de CESCE. Es importante señalar que la bajada de rating de "A+" a "A-" se debe a la inclusión de la nueva aseguradora (para los Derechos de Crédito sin Recurso), que mantiene un rating inferior al de la aseguradora anterior que cubría todos los Derechos de Crédito, aunque el análisis cuantitativo muestra que la estructura tiene una fuerte resistencia a los impagos, el rating ha sido limitado por el rating de CESCE y adicionalmente el rating se ha visto impactado por el riesgo de contraparte derivado tanto del Cedente como del Servicer.

Fondo	Clase	Saldo pendiente de los pagarés (31/01/2025)	Cupón	Fecha de vencimiento	Tipo de garantía
Linkfactor Trade Receivables EUR 1, FT	Pagarés	13,700,000 €	Fijo (implícito)	Cada pagaré tendrá un vencimiento de entre 3 y 731 días.	Trade Receivables

*Fuente: Escritura de la transacción.

Fundamentos

- **En las próximas semanas se cederán al Fondo los Derechos de Crédito sin Recurso y se asegurarán con la póliza de CESCE Seguros.** La escritura del Fondo fue modificada en marzo de 2025 para incluir la cesión de derechos de crédito sin recurso; estos DC se asegurarán con la nueva póliza del Seguro CESCE que asegura el 90% del nominal. La póliza de CESCE no tiene una IMA mínima, y cada uno de los DC se asegurará teniendo en cuenta el riesgo asignado por la Aseguradora.
- **Euler Hermes y CESCE, las compañías de seguros tienen una calificación de grado de inversión por EthiFinance.** La aseguradora Euler Hermes France forma parte del Grupo Euler Hermes, que a su vez forma parte del Grupo Allianz. En septiembre de 2024, EthiFinance Ratings afirmó a Allianz Group la calificación de "AA-" con perspectiva estable. Por su parte, EthiFinance ha otorgado a CESCE una calificación de "A" con perspectiva estable en septiembre de 2024.
- **A finales de enero de 2025, los Derechos de Crédito cedidos al Fondo están asegurados por Euler Hermes, esta póliza sólo asegura los créditos comerciales con recurso.** La póliza de Euler Hermes cubre el 90% del valor nominal de los Derechos de Crédito y tiene un Indemnización Máxima Anual (IMA) de 35,28MM€, 80x veces la prima mínima. El tomador de la póliza es el Cedente, pero el Fondo es el beneficiario y, por tanto, todos los pagos realizados por la Aseguradora se hacen directamente a la Cuenta de Tesorería del Fondo. Es responsabilidad del Administrador verificar que todos los Derechos de Crédito están cubiertos por la Póliza de Seguro antes de que sean adquiridos por el Fondo.
- **A finales de enero de 2025, el Fondo contaba con una cartera de Derechos de Crédito por un valor nominal total de 9.671.925€.** Estos Derechos de Crédito se encuentran distribuidos en 17 Deudores Indirectos y 15 Deudores Directos y una fuerte concentración en el principal Deudor Directo, adicionalmente la cartera ha mostrado mayor concentración que la observada en el último informe (vs. 31 Deudores Indirectos y 33 Directos respectivamente). En los últimos 12 meses, el valor nominal acumulado medio mensual de los Derechos de Crédito en cartera del Fondo ha sido de 8,3MM€, mientras que el valor nominal medio mensual de los Pagarés emitidos, en el mismo periodo, ha sido de 14,3MM€.
- **El descuento medio de los derechos de crédito desde la creación del Fondo hasta enero de 2025 es del 11,4%.** Esto se ajusta a las expectativas, ya que el principal descuento aplicado refleja la parte no asegurada del 10% de los DC, y un descuento adicional que cubre los gastos del Fondo y los costes de financiación.
- **El Fondo ha mostrado un diferencial adecuado entre los intereses generados por sus activos y los intereses**

- implícitos pagados por los Pagarés.** A finales de enero de 2025, los activos del Fondo tenían un tipo de interés ponderado anual del 100,4%, considerando que los Derechos de Crédito son adquiridos al descuento por el Fondo a un mínimo del 10,0%, por otro lado, los Pagarés emitidos pagaban un tipo ponderado anual del 4,7%.
- **El Fondo tiene límites de concentración para los deudores. Este criterio restringe el saldo vivo total de un Deudor al 15% de la IMA y establece una concentración máxima de los cinco principales deudores.** Como los Derechos de Crédito de un Deudor pueden estar relacionados con uno o más Clientes, esta restricción es también una forma de limitar la exposición de los Clientes al Deudor, limitando aún más el riesgo global de la operación. Por el contrario, el Fondo no tiene un límite de concentración sectorial, lo que lo expone al riesgo sectorial. A finales de enero de 2025, el deudor directo representaba el 19,4% de la IMA, superando el límite establecido, para mitigar esto, se espera que la participación de este deudor principal se reduzca a medida que el Fondo cobre los pagos previstos en el mes de marzo de 2025.
 - **El riesgo operativo está presente dado que el Cedente tiene un historial limitado, aunque la originación ha ganado volumen durante el último periodo.** Link Private Debt tiene un historial limitado, aunque ha mostrado un desempeño adecuado en términos de originación y procesos de cobro.
 - **El riesgo de commingling se ha mitigado parcialmente mediante un Acuerdo de Pignoración de Cuenta.** El Cedente ha pignorado a favor del Fondo el saldo de la cuenta bancaria en la que recibe todos los pagos de los Derechos de Crédito. Además, el saldo de esta cuenta debe transferirse diariamente a la cuenta de tesorería del Fondo. Este riesgo no ha sido completamente mitigado ya que el Cedente mantiene el control total sobre esta cuenta y, por tanto, el Fondo depende completamente de las actuaciones del Cedente.

Análisis de sensibilidad

Factores que podrían (individual o colectivamente) influir en la calificación.

- **Factores positivos (↑).**

Una mejora de la calificación crediticia de las Compañías de Seguros, siempre que se mantengan las mismas condiciones de las Pólizas de Seguros. Una mejora de la probabilidad de impago de los deudores directos de la cartera, además de un mayor historial del Cedente.

- **Factores negativos (↓).**

La rebaja de la calificación crediticia de las Compañías de Seguros, siempre que se mantengan las mismas condiciones de las Pólizas de Seguros, o una reducción de la IMA en la Póliza Euler. Un deterioro en el desempeño de los derechos de crédito cedidos, así como una alta concentración dentro de los principales deudores.

Descripción de la operación

Datos Principales	
Emisor	Linkfactor Trade Receivables EUR1, FT
Propósito	Pagos de la adquisición de títulos de crédito
Tipo de fondo	Abierto por el activo y el pasivo
Administrador	Circulantis, S.L.
Clase de activos	Trade Receivables
Fecha de emisión	Diciembre de 2022
Fecha de vencimiento	15 de diciembre 2029
Fecha de vencimiento legal	15 de diciembre 2031
Importe de emisión de los pagarés	300.000.000 €
Pagarés Saldo pendiente (31/01/2025)	13.700.000 €
Derechos de crédito Valor nominal (31/01/2025)	9.671.925 €
Saldo total de la cuenta bancaria (31/01/2025)	5.862.429 €
Período de amortización de los pagarés	Período comprendido entre el final del Período de Asignación y la Fecha de Vencimiento Final
Cuentas	Cuenta de Tesorería y Cuenta de Compras
Frecuencia de pago del principal y los intereses	En la fecha de vencimiento
Listado	Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF)

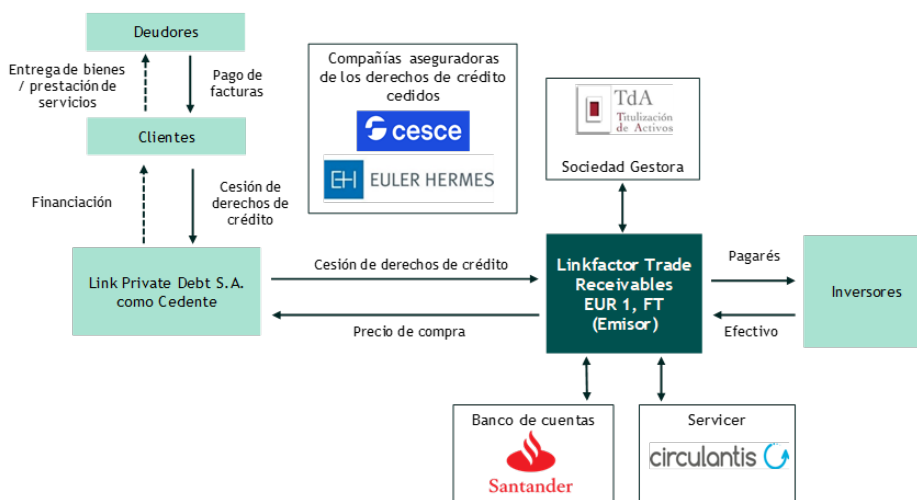
*Fuente: Escritura de la transacción.

Participantes

Participantes	
Asignador	Link Private Debt, S.A.
Administrador	Circulantis, S.L.
Agente de Pagos y Liquidación	Banco Santander, S.A.
Cuenta bancaria	Banco Santander, S.A.
Compañías de seguros	Euler Hermes Francia y CESCE
Empresa gestora y agente de ventas	Titulización de Activos (TdA)
Asesor jurídico	Cuatrecasas
Auditores	Deloitte

*Fuente: Hoja de términos de la transacción

Diagrama de funcionamiento



Descripción de las compañías de seguros

Una compañía de seguros es Euler Hermes, S.A., que forma parte del Grupo Euler Hermes, que a su vez forma parte del Grupo Allianz. En septiembre de 2024, EthiFinance Ratings confirmó a Allianz Group la calificación de "AA-" con perspectiva estable. Allianz Group es un proveedor mundial de servicios financieros que opera en los sectores de seguros y gestión de activos. En el sector de los seguros, es líder de mercado en Alemania y tiene una amplia presencia internacional. Además, es uno de los mayores gestores de activos del mundo, con 1,8 billones de euros en activos de terceros bajo gestión a 31 de marzo de 2024.

La calificación se basa en la posición de liderazgo de Allianz en los sectores mundial de seguros y gestión de activos, su alto nivel de diversificación en términos de segmentos, líneas de negocio y geografías, la fortaleza de su marca y la diversidad y control de sus canales de distribución. Todo ello se complementa con unos resultados operativos sólidos y estables, una alta rentabilidad, una sólida capitalización reglamentaria y una buena gestión de la liquidez.

Sin embargo, la calificación se ve limitada por los riesgos macroeconómicos que, debido a la inflación, podrían afectar a la siniestralidad de la aseguradora, así como por la volatilidad de los mercados financieros. La calificación también se ve limitada por un bajo rendimiento del indicador "primas devengadas netas sobre fondos propios" y un apalancamiento moderado, que se han visto influidos principalmente por unos fondos propios más bajos debido al impacto a la baja de la transición a las normas contables IFRS 9.

La compañía aseguradora, "CESCE" Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación, S.A., es la entidad principal de un grupo de empresas que ofrece soluciones de emisión de fianzas y soluciones de crédito comercial con presencia en Europa y Latinoamérica. La póliza se ha obtenido con la finalidad principal de asegurar los Derechos de Cobro adquiridos sin recurso.

En septiembre de 2024, EthiFinance ha mejorado la calificación de CESCE, de "A-" a "A" con perspectiva estable. El rating de CESCE se apoya principalmente en su alta rentabilidad, eficiencia, bajo apalancamiento financiero y fuerte solvencia con un perfil inversor conservador. Sin embargo, la calificación también está limitada por la alta concentración geográfica en España, también porque su principal accionista es el Gobierno español, que tiene una calificación de "A". CESCE cuenta a día de hoy con más de 135.000 clientes y presencia física en más de 1.000 localidades.

En 2023, CESCE presentaba un ROA del 5,5% y un ROE del 11,6%. La decisión global de inversión de CESCE tiene un enfoque globalmente más conservador en comparación con otros seguros del mercado actual. Se centra en instrumentos de renta fija, con preferencia por la deuda pública frente a la de emisores privados. Aunque ya se han mencionado algunas limitaciones, EthiFinance considera a CESCE una compañía con un enfoque fuerte y buenos resultados con una perspectiva estable.

Descripción de las pólizas de seguro de crédito

La póliza de seguro de crédito EULER (la "Póliza EULER HERMES") tiene una duración de 2 años, con vencimiento el 31 de octubre de 2025, y tiene una IMA de 80x la prima mínima, la IMA a finales de diciembre de 2024 es de 35,28 MM€. La Póliza asegura el 90% del valor nominal de los derechos de crédito asegurados, lo que es suficiente para cubrir la exposición del Fondo, ya que éste pagará un precio máximo del 90% del valor nominal del derecho de crédito.

Es importante señalar que el tomador del seguro es Linkfactor Private Debt S.A. pero el beneficiario es el Fondo y, por lo tanto, la indemnización se paga directamente al Fondo, mitigando el riesgo de commingling.

Características	EULER HERMES FRANCE
Duración de la póliza	Dos años, con vencimiento el 31 de octubre de 2025
Ventas Aseguradas	300.000.000 €
Días de pago de la indemnización	90 días
Período de pago	90 días de carencia + 180 días de plazo de pago, lo que equivale a un total de 270 días
Porcentaje de cobertura	90%
Prima mínima	441.000 €
IMA	35.280.000 €
Titular de la póliza	Link Private Debt, S.A.

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

La póliza de seguro de crédito de CESCE (la "Póliza CESCE") ha sido adquirida y diseñada específicamente como medida para hacer frente al riesgo de impago en una operación de factoring de derechos de crédito sin recurso. En virtud del contrato de la póliza, CESCE está obligada a cubrir las pérdidas que estén relacionadas con los derechos de crédito adquiridos si se cumplen las condiciones por parte de la compañía aseguradora.

La póliza otorga un porcentaje de cobertura del 90% del nominal del DC. Las coberturas tanto para deudores internacionales como nacionales, así como la clasificación y condiciones generales serán de igual aplicación, salvo la incorporación de la Cobertura de Riesgo Político en las operaciones internacionales. La prima mínima de la aseguradora será de 185.000 euros más impuestos. Un aspecto importante de la póliza es que no existe una indemnización máxima anual. Una condición clave para la póliza de CESCE es que Link figure como único acreedor mediante cesión genérica, manteniendo el control sobre todos los pagos realizados por el deudor. Con relación a la indemnización, se establece un plazo de 60 días desde la fecha de notificación al asegurador de un abono impagado, excepto para Portugal e Italia que desde la fecha de notificación el plazo será de 180 días. Hay que tener en cuenta que el criterio de elegibilidad para establecer un límite de concentración del máximo deudor del 15% en la IMA no es aplicable a la póliza de CESCE al no disponer de IMA.

Características	COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE SEGUROS DE CRÉDITOS A LA EXPORTACIÓN
Duración de la póliza	Un año, con vencimiento en febrero de 2026
Ventas Aseguradas	50.000.000 €
Días de pago de la indemnización	60 días a partir de la fecha de notificación, excepto Italia y Portugal, que tendrán 180 días a partir de la fecha de notificación.
Período de pago	Dividido en 4 trimestres, el primero el día de la firma por 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 facilitada por la póliza del seguro contratado.

Descripción del Administrador

Circulantis, creada en Valencia (España) en 2014, opera como una plataforma de crowdfunding diseñada para facilitar el acceso de las pymes a la financiación alternativa. 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 es el servicer en esta operación, las principales actividades realizadas por Circulantis al Fondo son asegurar que todos los Derechos de Crédito están cubiertos por la Póliza de Seguro, entre otras.

Descripción del Cedente

Linkfactor Pymes, S.L. (nombre original de constitución), se constituyó en España en septiembre de 2022 con el objetivo principal de englobar una amplia gama de actividades destinadas a mejorar la administración, evaluación, seguridad y financiación de los derechos de crédito generados por las transacciones comerciales, tanto nacionales como internacionales, que se asignan a la empresa. Esto incluye la realización de análisis de clientes, la gestión de cuentas de deudores y la realización de cualquier actividad auxiliar que contribuya a la gestión óptima de estos derechos de crédito. Durante 2024, el Fondo cambió de nombre de denominación social, pasando 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.

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

Conditions of Use for this document and its content:

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

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

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

for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not 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. 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