

Frontal Trust - Cordada Rendimiento con Liquidez Fondo de Inversión

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Marcelo Marambio Llanco
Savka Vielma Huaiquiñir
Hernán Jiménez Aguayo
marcelo.marambio@humphreys.cl
savka.vielma@humphreys.cl
hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA

Febrero 2026

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Clasificación Serie P	CPAAA
Retorno ofrecido anual	Tasa Base ¹ + Spread 2,30% anual
Clasificación Serie PI	CPAAA
Retorno ofrecido anual	Tasa Base ² + Spread 2,85% anual

Resumen ejecutivo

Fundamentos de la clasificación

Humphreys clasificó en “Categoría CPAAA” las series P y PI de **Frontal Trust – Cordada Rendimiento con Liquidez Fondo de Inversión (FT – Cordada Rendimiento con Liquidez FI)**, fondo administrado por Frontal Trust Administradora General de Fondos (Frontal Trust AGF).

La clasificación asignada se sustenta en que el modelo dinámico aplicado por **Humphreys** muestra que la probabilidad de cumplimiento de la promesa de retorno ofrecida a los aportantes de las series P y PI —equivalente a la tasa base¹ más un spread de 2,30% y 2,85%, respectivamente— tiende al 100%, según las proyecciones y supuestos evaluados.

Para la aplicación del modelo dinámico (método de Montecarlo), **Humphreys** simuló 10.000 flujos de caja los cuales son el resultado de la combinación de distintos escenarios económicos futuros que implican disímiles comportamientos de la cartera de activos, tanto en su valor de compra como en su oportunidad del pago. En todas y cada una de las iteraciones se verificó que el fondo está capacitado para dar cumplimiento a la promesa que realizaron los aportantes.

FT – Cordada Rendimiento con Liquidez FI, según establece su reglamento interno, tiene como objetivo invertir sus recursos en cuotas de Cordada Fondo de Inversión Privado Deuda y Facturas I (FIP Deuda y Facturas I). Este último fondo tiene como propósito invertir en carteras de crédito o de cobranza, conformadas por títulos de crédito como pagarés y facturas, además de otros instrumentos de deuda de corto o mediano plazo.

Con todo, cabe señalar que, para la construcción de los flujos esperados del fondo, el modelo de evaluación aplicado por **Humphreys** considera las restricciones que establece el reglamento interno del FIP Deuda y Facturas I; ello en la práctica significó incluir las comisiones, gastos máximos y límites de endeudamiento y liquidez. Además, para efectos de la calificación se tuvo en consideración los controles posteriores a las

¹ Se entenderá como “Tasa Base” el promedio de los últimos dos meses de la Tasa de Interés Promedio Mensual de captación (TIP) 30 a 89 días publicada por el Banco Central de Chile.

inversiones realizadas por el FIP Deuda y Facturas I, que Frontal Trust ejerce sobre este y sobre Cordada Capital S.A. (Cordada Capital) en su calidad administrador del fondo privado.

Para determinar el comportamiento de las variables relevantes, específicamente incumplimiento de deudores, tasa de pago de cuentas por cobrar y tasa de interés, **Humphreys** tuvo en consideración la información histórica respecto al comportamiento de las cuentas por cobrar del activo subyacente en el cual invierte el FIP Deuda y Facturas I y de un conjunto de entidades financieras que originan dichos títulos de deuda. Asimismo, los antecedentes históricos se complementaron con el uso del criterio profesional sustentado en la evaluación de centenares de operaciones de características similares.

Junto con el análisis cuantitativo, **Humphreys** llevó a cabo una evaluación de la gestión de los distintos agentes que intervienen en la operación y de las relaciones contractuales, ello con el objeto de verificar que el control de los riesgos operativos presentase un estándar, a lo menos, aceptable.

Con todo, es importante considerar que, si en el futuro la cartera presenta niveles de desempeño distintos a los estimados originalmente —ya sea en términos de riesgo, composición o rentabilidad— la clasificación actual podría ser objeto de revisión, conforme a los nuevos antecedentes disponibles.

Definición categoría de cumplimiento²

Categoría CPAAA

Se estima una muy alta probabilidad de dar cumplimiento a la promesa de rentabilidad ofrecida a los aportantes que, en el caso de fondos con activos atomizados, es cercana al 100%.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Antecedentes generales

FT – Cordada Rendimiento con Liquidez FI es un fondo integrado por aportes de personas naturales y jurídicas, que administra Frontal Trust Administradora General de Fondos S.A. (Frontal Trust AGF). Tiene como objetivo, según indica su reglamento interno, invertir sus recursos en cuotas de la Serie B preferente del FIP Deuda y Facturas I administrado por Cordada Capital. La serie mencionada ofrece a sus aportantes un retorno preferente correspondiente al promedio de los últimos dos meses de la Tasa de Interés Promedio de captación (TIP) 30 a 89 días, más un spread de 3,49%.

² En el Anexo 1 es posible revisar el alcance de la clasificación de las series cuotas.

Frontal Trust AGF se especializa en la gestión de activos alternativos, administrando fondos públicos y privados en sectores como inmobiliario, deuda privada, infraestructura, *private equity* y agronegocios. Cuenta con inversiones en Chile, Perú, México, España y Estados Unidos.

Por su parte, Cordada SpA es una *fintech* que busca impulsar el desarrollo de deuda privada en Latinoamérica, otorgando financiamientos a Pymes. Así, Cordada Capital, es una administradora de fondos de inversión (AFI) cuyo modelo de negocio asegura diversificación a través de una amplia red de originadores compuestos por instituciones financieras no bancarias medianas, especializadas en *factoring*. Además, ofrece financiamiento directo a Pymes a través de operaciones de Pronto Pago y *confirming*. Cordada SpA es la encargada en la administración y custodiar los activos del FIP Deuda y Facturas I.

FT – Cordada Rendimiento con Liquidez FI está compuesto por cuatro series de cuotas: Serie P, Serie PI, Serie R y Serie RI. Las series P y PI cuentan, conjunta y simultáneamente, con el derecho a recibir un retorno preferente. Entendiéndose por retorno preferente a una tasa base correspondiente al promedio de los últimos dos meses de la TIP 30 a 89 días, más un *spread* de 2,30% anual para la Serie P y de 2,85% anual para la Serie PI. Una vez pagado el retorno preferente a la Serie P y PI, el 100% del remanente es susceptible a ser distribuido a las series subordinadas, R y RI.

En la práctica, el fondo actúa como un vehículo de inversión que permite a sus aportantes acceder a los beneficios generados por las inversiones del FIP Deuda y Facturas I, administrado por Cordada Capital, AFI que gestiona una cartera de crédito y cobranza compuesta principalmente por facturas y pagarés. Así, **FT – Cordada Rendimiento con Liquidez FI** se convierte en un aportante del FIP, asumiendo los riesgos asociados a sus activos, aunque se debe destacar que la estructura contempla una cobertura provista a través de las inversiones de Cordada SpA en las series residuales³, las cuales operan como un mecanismo de primera pérdida del FIP Deuda y Facturas I, absorbiendo de manera prioritaria eventuales deterioros o incumplimientos y otorgando protección al resto de los aportantes. A diciembre de 2025, el patrimonio conjunto de las series residuales³ era equivalente al 14,0% del activo del FIP Deuda y Facturas I. La estructura de propiedad y activos del fondo se detalla en la Ilustración 1⁴.

³ Series C y D del FIP Deuda y Facturas I y series R y RI de FT – Cordada Rendimiento con Liquidez FI.

⁴ Actualmente, las series residuales D y RI no cuentan con aportantes.

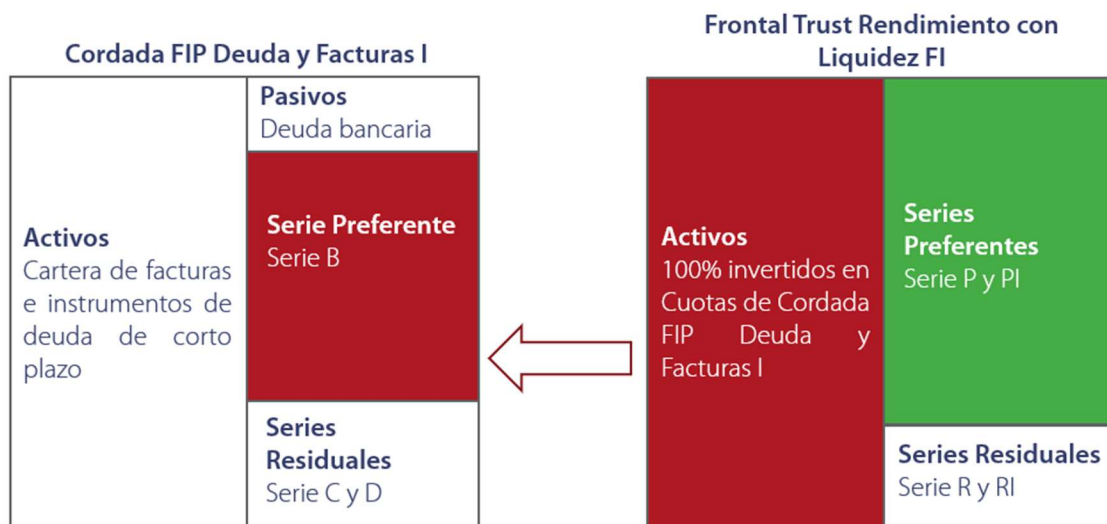


Ilustración 1: Esquema operativo⁵

Activos del patrimonio

Como se señaló en el punto anterior, los activos del **FT – Cordada Rendimiento con Liquidez FI** están invertidos en la serie preferente del FIP Deuda y Facturas I, lo que implica que los activos subyacentes del patrimonio provienen de este fondo privado.

En la práctica, el FIP Deuda y Facturas I se enfoca en la inversión de carteras de facturas y pagarés provenientes de compañías de *factoring*, lo que permite a Cordada Capital convertirse en el propietario legal de estos activos. Para seleccionar las carteras a adquirir, Cordada Capital utiliza un modelo dinámico que evalúa las características históricas de las instituciones financieras, deudores y emisores, con el fin de optimizar la calidad de los activos y mitigar los riesgos asociados. A septiembre de 2025, un 97,8% de la cartera correspondía a créditos con cesión (facturas) y un 2,2% a pagarés.

Cobertura de riesgo

Dentro de los riesgos de la operación destacan los crediticios, los de mercado y los operativos, lo cuales —de materializarse— provocarían una disminución en el retorno del fondo y, por ende, podrían comprometer la rentabilidad ofrecida a la serie P y la serie PI para el **FT – Cordada Rendimiento con Liquidez FI** y de la serie B para el caso del FIP Deuda y Facturas I. Sin embargo, ante la manifestación de estos riesgos se generaría una mayor presión a los rendimientos de las series residuales de los respectivos fondos (Series R y RI y Serie C y D), las que en su conjunto deben representar el 10% de los activos del FIP Deuda y Facturas I. Estas series absorberían los impactos, funcionando como un amortiguador para proteger a las series preferentes.

⁵ Cabe mencionar que existen otros aportantes, aunque con una participación menor, dentro de la serie B preferente del FIP Deuda y Facturas I.

En relación con el riesgo crediticio, producto del eventual incumplimiento por parte del responsable del pago de la factura o documento (deudor), este se encuentra mitigado por tres factores: i) por el proceso de evaluación efectuado por Cordada Capital, tanto al deudor como al cliente y a la institución que cursó originalmente la operación; ii) porque los cedentes de las cuentas por cobrar se mantienen como codeudores solidarios; y, iii) porque la compra de documentos a instituciones financieras tiene asociado la opción de ventas de los títulos fallidos (pacto de retroventa). Este último aspecto, considerando el *mix* de financieras con que opera Cordada Capital, reduce significativamente sus niveles de *default* en comparación con un *factoring* individual.

En cuanto a los riesgos de mercado, estos son casi inexistentes ya que las operaciones de descuento de documentos, al igual que la contabilización de las cuotas de los fondos, son esencialmente en pesos. Además, dado los plazos de las operaciones, de muy corto plazo, los eventuales riesgos por cambios en la tasa de interés son de muy bajo impacto.

Los riesgos operativos están adecuadamente controlados por las instancias de control de Cordada Capital los que, en opinión de **Humphreys**, están dentro de los estándares que se observa en sociedades financieras no bancarias de menor escala dentro de la industria. Por otra parte, hay que considerar el aporte de Frontal Trust como administradora. Si bien **FT - Cordada Rendimiento con Liquidez FI** es un fondo pasivo que invierte únicamente en el FIP Deuda y Facturas I, la administradora participa en distintas instancias de control sobre la administración de Cordada Capital en el FIP Deuda y Facturas I. Dichas instancias corresponden a revisiones y controles efectuados con posterioridad a la ejecución de las inversiones.

Cabe señalar que Frontal Trust administra un fondo de inversión privado dueño del 85% de Cordada SpA, por lo que existe trazabilidad absoluta del negocio y una alineación de intereses. Las series residuales de cada fondo (Serie R, Serie RI y la Serie C) deben representar al menos un 10% del valor del activo y asumen la primera pérdida, protegiendo el capital y retorno de las series preferentes. Por otro lado, las labores de Frontal Trust AGF incluyen la gestión de aportes y rescates de los inversionistas, la administración del fondo a nivel contable, gestiones legales y coordinación de asambleas y comités. Adicionalmente Frontal Trust AGF participa en un comité de control de inversiones que regula límites de inversión a realizarse por el FIP Deuda y Facturas I, formado principalmente por miembros de la AGF y por al menos un miembro del equipo de Cordada Capital. En este se revisa algunos aspectos importantes de la cartera de forma de llevar un control exhaustivo de la misma; tales como la concentración (por deudor, por financiera y por emisor), la morosidad y otros.

Finalmente, en opinión de **Humphreys**, el reglamento interno de los fondos está explicitado de forma de apoyar la rentabilidad ofrecida a la serie preferente, en la medida que sea interpretado en conformidad con el espíritu de la operación. También, a juicio de la clasificadora, se encuentran debidamente acotados los riesgos de custodia de documentos, legalidad de los traspasos, contabilización y valorización de los activos y manejo de tesorería, entre otros.

Sensibilización de la cartera de activos

Datos estadísticos

Para la determinación de los retornos esperados se estableció un modelo de Montecarlo con el objetivo de determinar la capacidad que tiene la cartera de activos subyacentes para generar los flujos suficientes y dar cumplimiento a la promesa de retorno del fondo. Para lo anterior, se asumió que el comportamiento de la cartera del FIP respondería a supuestas situaciones económicas del país en los próximos cinco años. Así, las cuentas por cobrar se sensibilizaron en cuatro escenarios: normal, positivo, crisis leve y crisis severa; con una probabilidad de ocurrencia de 70%, 15%, 10% y 5%, respectivamente.

En cada uno de los escenarios proyectados se modifican los rangos en que oscilan las principales variables que influyen en el comportamiento esperado del fondo. Así, se somete a sensibilización la tasa de pago (recaudación del mes sobre saldo adeudado del mes anterior) que incide en los recursos disponibles para la reinversión y reparto de utilidades; la mora friccional (aquella que se recupera); el *default* efectivo que produce pérdida (pero acotada por los pactos de retroventa); y la tasa de interés que influye en el descuento de los documentos y en el costo de financiamientos.

Para determinar los rangos que recogerá el modelo, se revisa el comportamiento histórico de las variables que se obtiene de información enviada por la administradora del fondo, complementado con la vasta experiencia que **Humphreys** ha adquirido en el análisis y evaluación de este tipo de activos. Estos escenarios y el rango de las variables mencionadas se presentan en la Tabla 1.

Por otra parte, dado que la rentabilidad de las Series P y PI está asociada a la Tasa de Interés Promedio mensual (TIP) de 30 a 89 días publicada por el Banco Central de Chile, también se incorporó esta variable en el análisis y su interacción con aquellas vinculadas al comportamiento de la economía. El modelo se enfoca en capturar los efectos que se dan en las instancias donde se aumente la diferencia entre el interés exigido a los documentos que se incorporan al fondo y la exigencia impuesta por el fondo al vehículo que realiza la operación. En particular, en escenarios positivos se refleja la alta competitividad que puede verse enfrentado el vehículo de inversión, disminuyendo la tasa de compra mientras que el Banco Central comienza a elevar la tasa de interés de política monetaria para evitar sobrecalentamiento en la economía, así como análogamente, en escenarios de crisis refleja el aumento en la tasa de compra por la mayor exigencia ante clientes potencialmente más riesgosos mientras el Banco Central intenta estimular a la economía a través de disminución en su tasa de política monetaria. De este modo, se priorizan los impactos finales de estos escenarios sobre el comportamiento del fondo.

Tabla 1: Escenarios

		Tasa de Pago	Mora	Default Cartera ⁶	Tasa Compra Activos	TIP
Normal	Prom	66,67%	12,00%	1,00%	1,00%	2,90%
	Max	70,00%	14,00%	1,10%	1,10%	4,00%

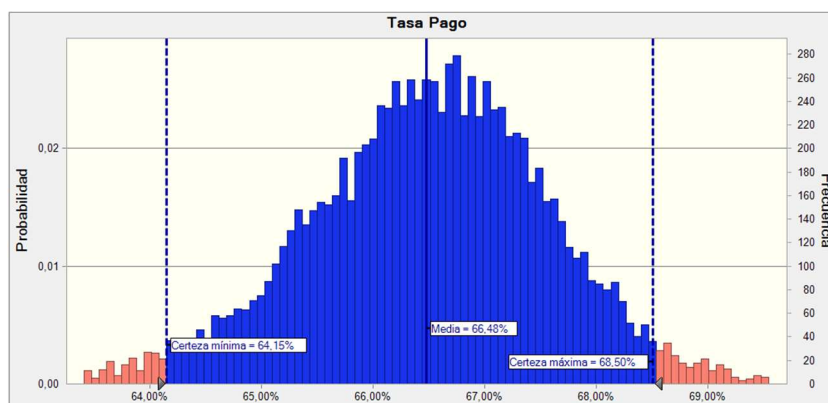
⁶ Se refiere al *default* de la cartera; no obstante, para el fondo, la pérdida esperada es menor por cuanto las compañías de *factoring* con las cuales opera Cordada Capital suscriben un compromiso de retrocompra de las facturas cedidas.

	Min	63,34%	10,00%	0,90%	0,90%	1,50%
Positivo	Prom	73,34%	10,80%	0,90%	0,90%	5,90%
	Max	77,00%	12,60%	0,99%	0,99%	11,00%
	Min	69,67%	9,00%	0,81%	0,81%	4,00%
Crisis Leve	Prom	60,00%	16,00%	1,60%	1,20%	0,70%
	Max	63,00%	18,00%	1,76%	1,32%	1,30%
	Min	57,00%	14,00%	1,44%	1,08%	0,50%
Crisis Severa	Prom	54,00%	24,00%	3,20%	1,68%	0,45%
	Max	56,70%	32,00%	3,52%	1,85%	0,50%
	Min	51,30%	20,00%	2,88%	1,51%	0,40%

Adicionalmente, se consideraron aspectos particulares del activo subyacente, como la opción de retroventa de las facturas cedidas que poseen las operaciones de Cordada Capital, con lo que permite reducir el *default* efectivo que tiene la cartera. Para ello se asume que, sobre la pérdida esperada de la cartera, existe una probabilidad de *default* sobre el cedente (quien tiene la exigencia de comprar la factura con morosidad) equivalente a la clasificación de riesgo que tienen los originadores. Para lo anterior, se asumió un riesgo promedio ponderado equivalente a una clasificación en “Categoría BBB” en un horizonte de cinco años. Otro aspecto que se consideró son los retiros que se pueden efectuar por parte de ambos fondos, trabajando bajo los supuestos establecidos en el reglamento interno. Si se realiza un retiro de hasta el 30% del patrimonio, se paga el 100% del monto total del rescate dentro de un periodo de 30 días, si el retiro excede dicho 30%, se paga íntegramente el monto correspondiente a ese límite sobre las cuotas suscritas, mientras que el excedente se desembolsa dentro de los 90 días siguientes⁷. Adicionalmente, se estableció una distribución beta para los retiros que va desde un 0% a un 80%, otorgándole una mayor probabilidad a la cola inferior de la distribución de forma que se estableciera un escenario más realista.

A continuación, se muestran las distribuciones de las variables claves obtenidas a partir de las 10.000 iteraciones que generó el modelo, en donde el eje izquierdo muestra la probabilidad de obtener dicho valor y el eje derecho muestra la frecuencia con que se observa ese dato.

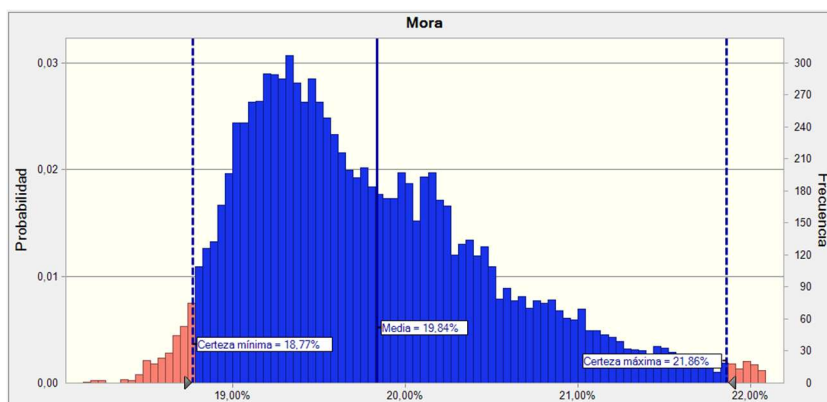
Percentiles	Valores de previsión
0%	62,01%
10%	65,01%
20%	65,56%
30%	65,92%
40%	66,25%
50%	66,52%
60%	66,78%
70%	67,07%
80%	67,37%
90%	67,82%



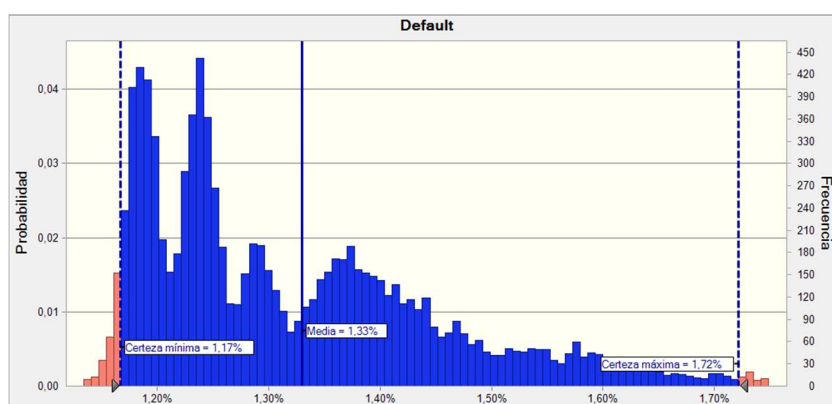
⁷ Este mecanismo es así para las series P, PI y R. Para la serie RI el segundo pago puede realizarse hasta en 180 días.

100% 70,32%

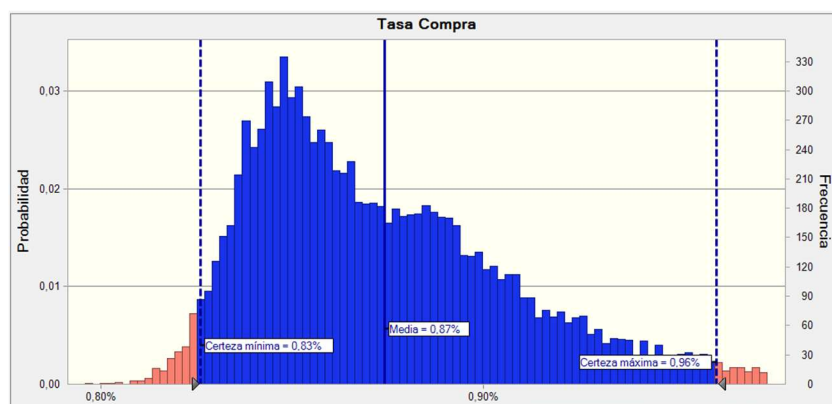
Percentiles	Valores de previsión
0%	18,05%
10%	18,99%
20%	19,17%
30%	19,31%
40%	19,46%
50%	19,65%
60%	19,88%
70%	20,15%
80%	20,44%
90%	20,98%
100%	24,24%



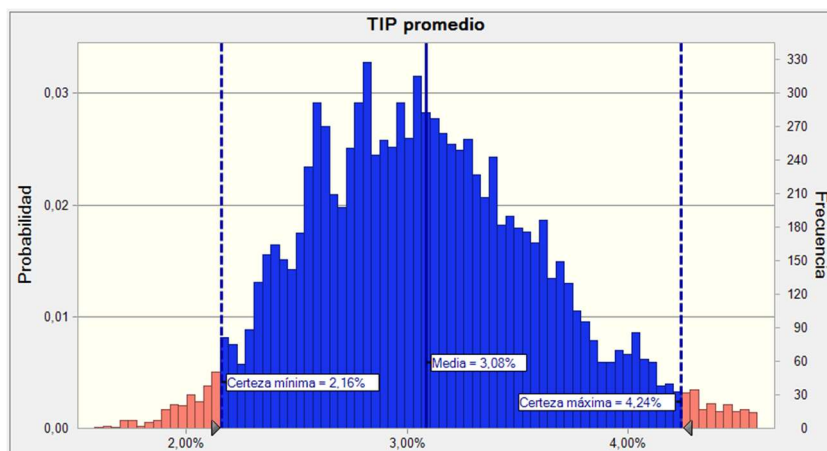
Percentiles	Valores de previsión
0%	1,13%
10%	1,18%
20%	1,20%
30%	1,23%
40%	1,25%
50%	1,29%
60%	1,34%
70%	1,39%
80%	1,44%
90%	1,55%
100%	2,19%



Percentiles	Valores de Previsión (mensual)
0%	0,80%
10%	0,84%
20%	0,84%
30%	0,85%
40%	0,86%
50%	0,87%
60%	0,87%
70%	0,89%
80%	0,90%
90%	0,92%



100%	1,07%
Percentiles	Valores de Previsión (anual)
0%	1,60%
10%	2,41%
20%	2,61%
30%	2,77%
40%	2,90%
50%	3,04%
60%	3,18%
70%	3,33%
80%	3,54%
90%	3,79%
100%	5,61%



Resultados del modelo de Montecarlo

A continuación, se presentan los principales resultados obtenidos con este método. Para la serie P, es posible observar que el modelo entrega un retorno esperado del *spread* de 2,30% y para la serie PI de 2,85%, alineado con lo establecido en el reglamento interno del fondo. El *spread* se calcula a partir de la rentabilidad de estas series, descontando el factor de la TIP variable para cada uno de los escenarios.

A través de los gráficos presentados en la Ilustración 2 y la Ilustración 3 se estima que la probabilidad de que las series P y PI obtengan el retorno prometido por el **FT – Cordada Rendimiento con Liquidez FI**, tiende al 100%.

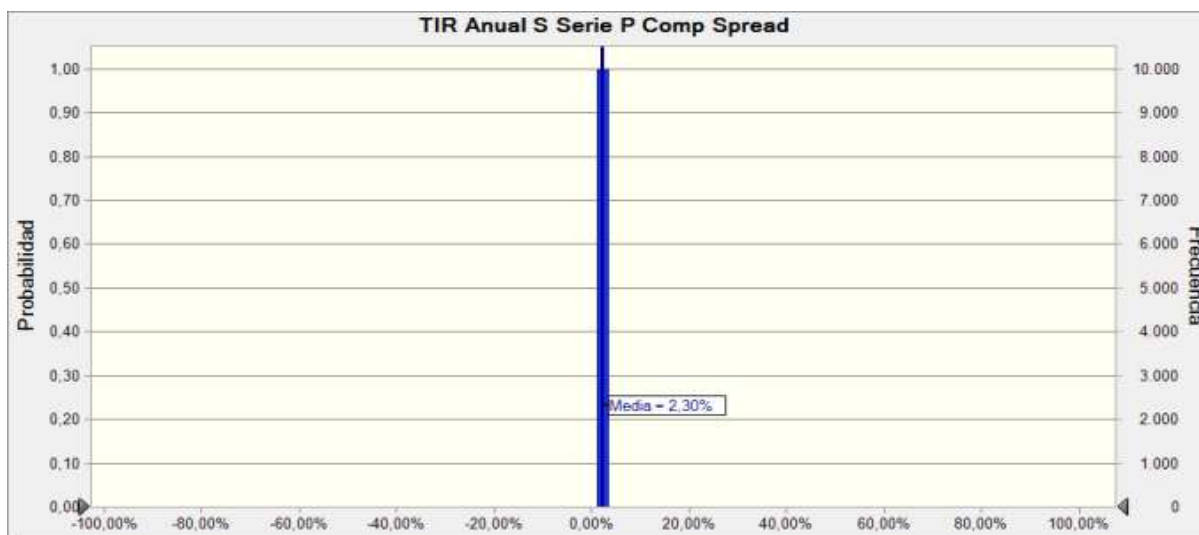


Ilustración 2: Resultado Spread Serie P

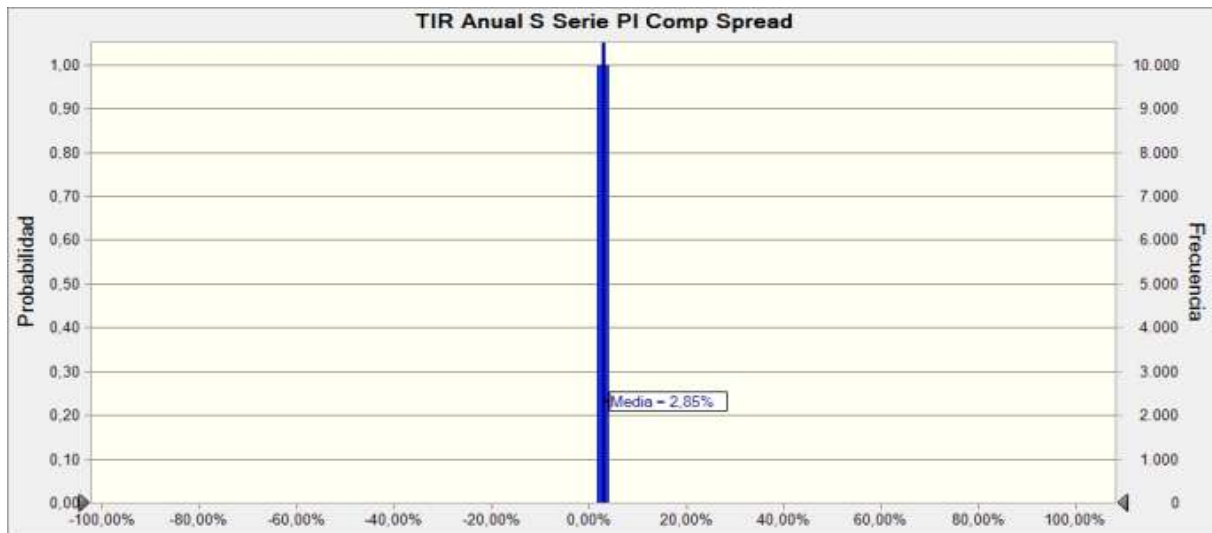


Ilustración 3: Resultado Spread Serie PI

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."

Anexo 1: Definiciones de clasificaciones

Humphreys pone a disposición del mercado su metodología de calificación de series de cuotas, procedimiento que se orienta a entregar a los aportantes información sobre la rentabilidad esperada de sus inversiones, con un enfoque esencialmente cuantitativo, sin desconocer los factores cualitativos asociados. El proceso de evaluación, en el caso de fondos atomizados, es estadístico y se sustenta en el método de Montecarlo; para otras situaciones el análisis se basa en el riesgo particular de los activos. Las categorías identificarán probabilidad de dar cumplimiento a la rentabilidad ofrecida y, además, se considerará el nivel del retorno esperado y su desviación estándar. Las nomenclaturas usadas serán:

CPAAA: Se estima una muy alta probabilidad de dar cumplimiento a la promesa de rentabilidad ofrecida a los aportantes que, en el caso de fondos con activos atomizados, esta es cercana al 100%.

CPAA: Se estima una alta probabilidad de dar cumplimiento a la promesa de rentabilidad ofrecida a los aportantes que, en el caso de fondos con activos atomizados, ésta fluctúa entre 90% y 98%.

CPA: Se estima una adecuada probabilidad de dar cumplimiento a la promesa de rentabilidad ofrecida a los aportantes que, en el caso de fondo con activos atomizados, ésta fluctúa entre 80% y 90%.

CPBBB: Se estima una probabilidad moderada de dar cumplimiento a la promesa de rentabilidad ofrecida a los aportantes que, en el caso de fondos con activos atomizados, ésta fluctúa entre 60% y 80%.

CPBB: Se estima una baja probabilidad de dar cumplimiento a la promesa de rentabilidad ofrecida a los aportantes que, en el caso de fondos con activos atomizados, ésta fluctúa entre 40% y 60%.

CPB: Se estima una muy reducida probabilidad de dar cumplimiento a la promesa de rentabilidad ofrecida a los aportantes que, en el caso de fondos con activos atomizados, ésta fluctúa entre 15% y 40%.

CPC: Se estima como altamente probable que no se dé cumplimiento a la promesa de rentabilidad ofrecida a los aportantes que, en el caso de fondos con activos atomizados, implica bajo el 15%.

CPE: No se ofrece rentabilidad específica a los aportantes.