



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

# Frontal Trust – Cordada Rendimiento con Liquidez USD Fondo de Inversión

Primera Clasificación

**ANALISTAS:**

Ignacio Muñoz Quezada  
Hernán Jiménez Aguayo  
ignacio.munoz@humphreys.cl  
hernan.jimenez@humphreys.cl

**FECHA**  
Marzo 2023

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Clasificación Serie P	<b>CPAAA</b>
Retorno ofrecido anual	<b>Tasa Base<sup>1</sup> + Spread 2,30% anual<sup>2</sup></b>
Clasificación Serie PI	<b>CPAAA</b>
Retorno ofrecido anual	<b>Tasa Base<sup>1</sup> + Spread 2,85% anual<sup>2</sup></b>
Probabilidad de cumplimiento	Tendiente al 100%

Estadísticos	Serie P	Estadísticos	Serie PI
Media	<b>2,32%</b>	Media	<b>2,87%</b>
Mínimo	<b>2,30%</b>	Mínimo	<b>2,85%</b>
Máximo	<b>2,35%</b>	Máximo	<b>2,91%</b>
Desviación estándar	<b>0,01%</b>	Desviación estándar	<b>0,01%</b>

## Resumen ejecutivo

### Fundamentos de la clasificación

**Humphreys** clasificó en "Categoría CPAAA" las Series P y PI del fondo **Frontal Trust – Cordada Rendimiento con Liquidez USD Fondo de Inversión (FT – Cordada Rendimiento con Liquidez USD FI)**. Esta clasificación fue otorgada por el hecho que el modelo dinámico aplicado por **Humphreys** muestra que tiende a un 100% la probabilidad de que la Serie P y Serie PI obtengan el retorno ofrecido a los aportantes, compuesto de una tasa base<sup>1</sup> más un 2,30% anual y tasa base más 2,85% anual, respectivamente. Adicionalmente, la Serie P ofrece un retorno mínimo de 4,00% anual hasta el 31 de diciembre de 2023 y un mínimo de 3,00% a partir de 2024, mientras que la Serie PI ofrece un mínimo de 4,55% hasta el 31 de diciembre de 2023 y 3,55% posterior a la fecha indicada anteriormente.

Para la aplicación del modelo dinámico (método de Montecarlo), **Humphreys** simuló 10.000 flujo 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 de pago. En todos y cada uno de los 10.000 flujos se verificó que el fondo está capacitado para dar cumplimiento a la promesa que realizaron a los aportantes.

El resultado del modelo permite inferir que existe una probabilidad tendiente al 100% de cumplirse la rentabilidad ofrecida para la serie P, con una desviación estándar de 0,01%; y de una probabilidad tendiente al 100% para la serie PI con una desviación de 0,01%.

<sup>1</sup> Se entenderá como "Tasa Base" la tasa CME 90 días Secured Overnight Financing Rate (SOFR) publicada diariamente por CME Group o equivalente.

<sup>2</sup> Retorno anual estimado según el modelo realizado por **Humphreys**.

Si bien **FT – Cordada Rendimiento con Liquidez USD FI** tiene como objetivo invertir sus recursos en cuotas del fondo de inversión privado “Cordada Fondo de Inversión Privado Deuda USD Latam” o en los vehículos de inversión que se generen localmente o en el exterior, como establece en su reglamento interno, el modelo considera para la construcción de los flujos las restricciones que establece su política de inversión y límites que ahí se encuentran, además de los controles que Frontal Trust ejerce en otras instancias sobre Cordada y el FIP.

Para determinar el comportamiento de las variables relevantes, **Humphreys** tuvo en consideración la información histórica de las cuentas por cobrar del activo subyacente en el cual invierte el fondo —Cordada Fondo de Inversión Privado Deuda USD Latam— y el de un conjunto de sociedades de *factoring* del ámbito local y peruano, ajustando los resultados al comportamiento del mercado en donde invierte el FIP en la fecha de la clasificación. Asimismo, 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.

## Definición categoría de cumplimiento

### 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%.

## Características de la operación

**FT – Cordada Rendimiento con Liquidez USD FI** es un fondo integrado por aporte 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 del fondo de inversión privado “Cordada Fondo de Inversión Privado Deuda USD Latam” administrado por Cordada Capital S.A. o en los vehículos de inversión que se generen localmente o en el exterior que tengan por objetivo la conformación de una cartera de inversión equilibrada en su concentración y diversificación, compuesta por facturas emitidas, por depósito a plazo y otros instrumentos de deuda de corto o mediano plazo y toda otra clase de valores, derechos sociales, títulos de crédito, efectos de comercio e instrumentos de inversión, los que se denominarán vehículos de inversión alternativos.

El fondo está compuesto por tres series de cuotas nominadas como Serie P, Serie PI y Serie R. Las Series P y PI cuentan, conjunta y simultáneamente, con derecho a recibir un retorno preferente. Entendiéndose por retorno preferente una tasa base<sup>1</sup> más un *spread*. En el caso de la Serie P, el *spread* corresponde a un 2,30% anual y para la Serie PI un 2,85% anual. Una vez pagado el retorno preferente a la Serie P y PI, el 100% del remanente es susceptible a ser distribuido a la serie subordinada R.

En la práctica, **FT – Cordada Rendimiento con Liquidez USD FI** actúa como un vehículo de inversión para que sus aportantes puedan acceder a los beneficios que genera la operación de Cordada de invertir en carteras de crédito, incluyendo, principalmente, pero sin limitar, pagarés y facturas, como asimismo cualquier otro instrumento de deuda de corto o mediano plazo a través del FIP Deuda USD Latam o de los vehículos de inversión que permite el reglamento interno. De esa forma, **FT – Cordada Rendimiento con Liquidez USD FI** se convierte en un aportante del FIP Deuda USD Latam y, por ende, asume el riesgo de los activos del FIP. El esquema de

propiedad y activos de inversión del **FT – Cordada Rendimiento con Liquidez USD FI** se presenta en la Ilustración 1.

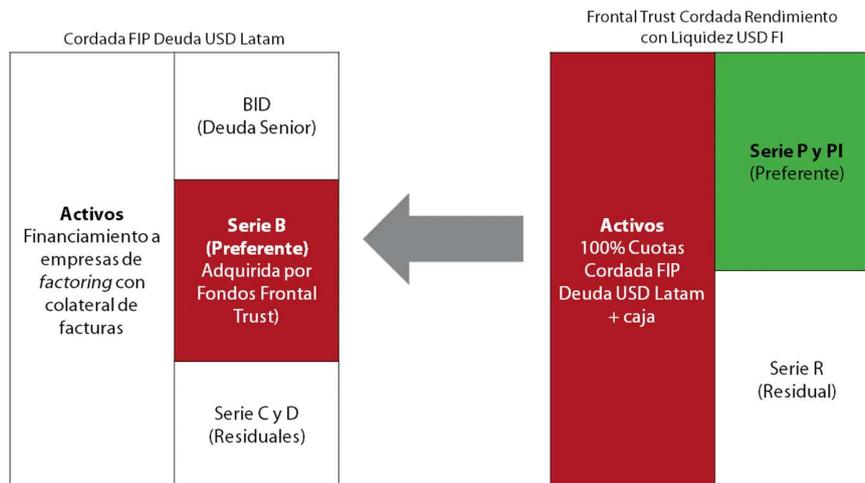


Ilustración 1: Esquema operativo<sup>3</sup>

Asimismo, el FIP Deuda USD Latam se expone a los activos indicados en su reglamento a través de líneas de créditos a empresas que realizan operaciones de *factoring* en Perú, denominadas en dólares de Estados Unidos de América (USD) y/o nuevos soles peruanos (PEN). Estas líneas tienen una duración de corto o mediano plazo con una tasa establecida en un comienzo y que puede ser revisada (en duración, monto y tasa) en cada vencimiento.

## Activos del patrimonio

Los activos subyacentes del patrimonio provienen del fondo de inversión privado Deuda USD Latam, el cual es administrado por Cordada, una *fintech* especialista en deuda privada para PYMES, quienes operan desde el 2016 como originadores, compradores y administradores de créditos. El modelo de negocio asegura diversificación, con una amplia red de originadores compuestos por instituciones financieras no bancarias medianas especializadas en *factoring*, operando en Perú principalmente.

En los hechos, para efectos de la evaluación, se tomó en consideración la composición de las colocaciones al cierre de noviembre de 2022, donde la tasa promedio ponderada de la colocación de las facturas equivalía a un 8,59% anual en dólares de los Estados Unidos de América para una cartera de colocaciones cercanas a los US\$ 29,0 millones.

Este fondo —Cordada Fondo de Inversión Privada Deuda USD Latam— tiene como objetivo, según su reglamento interno, la inversión en carteras de crédito, carteras de todo tipo de derecho al cobro y/o carteras de cobranza, conformadas por todo tipo de derechos de crédito y/o derechos al cobro y/o títulos de créditos, los que pueden incluir pagarés y facturas como cualquier otro instrumento de deuda de corto o mediano plazo.

<sup>3</sup> El diagrama no representa la proporcionalidad de la partición de las series sobre el activo de **FT – Cordada Rendimiento con Liquidez USD FI** ni de Cordada FIP Deuda USD Latam.

## Cobertura de riesgo

Dentro de los riesgos de la operación destacan los crediticios, los de mercado y los operativos, los cuales —de materializarse— provocarían una disminución en el retorno del fondo y, por ende, podrían comprometer la rentabilidad ofrecida a los aportantes de la Serie P y la Serie PI del **FT – Cordada Rendimiento con Liquidez USD FI**. Sin embargo, ante la manifestación de estos riesgos se generaría una mayor presión a los rendimientos de la serie subordinada (Serie R), ya que sería la primera en recibir estos impactos y por lo tanto amortiguar sus efectos sobre las series preferentes.

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) Cada desembolso realizado a las empresas de *factoring* son garantizadas entregando facturas negociables inscritas y anotadas en una cuenta de la central de valores y liquidaciones del mercado peruano, con el equivalente a un sobrecolateral establecido con anterioridad con cada originador, previa revisión y autorización de Cordada en base a criterios establecidos.
- ii) Pagarés elaborados bajo la ley peruana suscritos entre el FIP y la empresa de *factoring*.
- iii) Un fiador solidario o aval en cada contrato de financiamiento entre la empresa de *factoring* y el FIP.

Estos tres elementos reducen significativamente los niveles de *default* en comparación a una empresa de *factoring* tradicional.

En cuanto a los riesgos de mercado, estos son bajos ya que la mayoría de las operaciones de financiamiento son realizadas en la misma moneda funcional del fondo. A noviembre de 2022, un 88,9% de las operaciones se realizaron en USD, mientras que el 11,1% restante se denominó en PEN. El modelo elaborado por **Humphreys** tomó en consideración la mantención de esta proporción en la cartera del FIP, sensibilizándola con las variaciones del tipo de cambio (USD/PEN) de los últimos cuatro años. 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, los que —en opinión de **Humphreys**— están dentro de los estándares que se observa en sociedades financieras no bancarias medianas. Por otra parte, hay que considerar el aporte de Frontal Trust como administradora. Si bien **FT – Cordada Rendimiento con Liquidez USD FI** es un fondo pasivo que invierte únicamente en el FIP Deuda USD Latam, la administradora participa en distintas instancias sobre Cordada y sobre el FIP.

Cabe señalar que Frontal Trust es socio y gestor de Cordada, por lo que existe trazabilidad absoluta del negocio y una alineación de intereses. La serie residual del FIP (donde participa Cordada) tiene restricciones de participación mínima del activo y asume la primera pérdida, protegiendo el capital de la serie preferente donde participa **FT – Cordada Rendimiento con Liquidez USD FI**. Por otro lado, las labores de la 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, la AGF participa en un comité de inversiones que regula límites de inversión a realizarse por el FIP, formado principalmente por miembros de Frontal Trust y por lo menos un miembro del equipo de Cordada. En este se revisa algunos aspectos importantes de la cartera de forma de llevar un control exhaustivo de la misma, tales como concentración, comportamiento del sobrecolateral de cada línea y otros.

Finalmente, en opinión de **Humphreys**, el reglamento interno de los fondos está explicitado de forma de apoyar la rentabilidad ofrecida a las series preferentes en la medida que sea interpretado en conformidad con el espíritu de la operación. También, a juicio de la clasificadora, se encuentra debidamente acotados los riesgos de custodia de documentos que sirven de sobrecolateral, legalidad de los contratos y pagarés que resguardan las operaciones, contabilización y valorización de los activos, y manejo de tesorería, entre otros.

## Sensibilización cartera de activos

Para la determinación de los retornos esperados se asumió que el comportamiento de la cartera de activos del fondo respondía a la situación económica presumida para el país donde el FIP realiza sus operaciones en los próximos seis años. Así, las cuentas por cobrar podrían enfrentar cuatro escenarios económicos: positivo, normal, de crisis leve y de crisis severa; con una probabilidad de ocurrencia de 15%, 70%, 10% y 5%, respectivamente. Estos escenarios se dan aleatoriamente en el futuro.

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 del financiamiento. Por otra parte, dado que la rentabilidad ofrecida de las Series P y PI está asociada a la CME 90 días Secured Overnight Financing Rate (SOFR) publicada por CME Group o equivalente, también se incorporó esta variable en el análisis, además de las exposiciones que puede tener el fondo a otras divisas. El análisis de mercado para estas variables se puede ver con mayor detalle en el Anexo 1 y los valores que toma el modelo realizado en el Anexo 2.

A modo de análisis, se estableció un modelo de Montecarlo con el objetivo de determinar la capacidad de los activos subyacentes para generar los flujos suficientes de esta forma dar cumplimiento al objetivo del fondo. 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.

### Rentabilidad esperada Serie P (preferente)

El cumplimiento de la rentabilidad ofrecida por la Serie P se debe separar en las dos principales restricciones que tiene: por un lado, la capacidad de entregar un 2,30% anual por sobre la tasa base definida en el reglamento interno y por el otro que, en caso de que la rentabilidad sea inferior a un 4,00% anual durante el 2023 y un 3,00% anual posterior al 2023, entregar dichas rentabilidades.

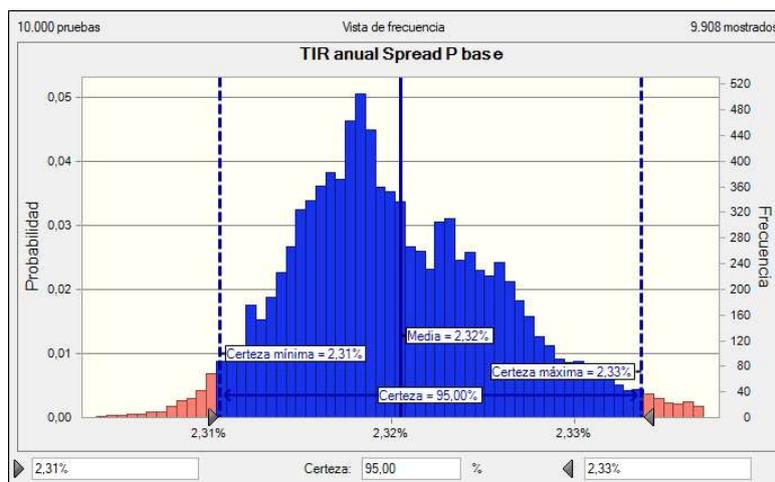


Ilustración 2: Spread de la Serie P en base a la TIR teórica del pago de dividendos

La Ilustración 2 muestra que —en base a las 10.000 pruebas realizadas— la Serie P entrega un *spread* promedio de 2,32% anual, que con un intervalo de confianza de un 95% estaría entre 2,31% y 2,33%, de acuerdo con lo prometido en el reglamento interno.

En cuanto a la segunda restricción, la Serie P logra entregar una rentabilidad anual equivalente a 4,02% promedio durante el primer año de funcionamiento, con un mínimo de 4,00% anual en todos los escenarios generados. Adicionalmente, al segundo año de operación, la Serie P obtiene una rentabilidad anual promedio de 3,25%, y con un 95% de confianza fluctuando entre 3,05% como cota inferior y 3,57% en su cota superior, por sobre el 4,00% que establece el reglamento interno durante el primer año y el 3,00% mínimo para los años posteriores.

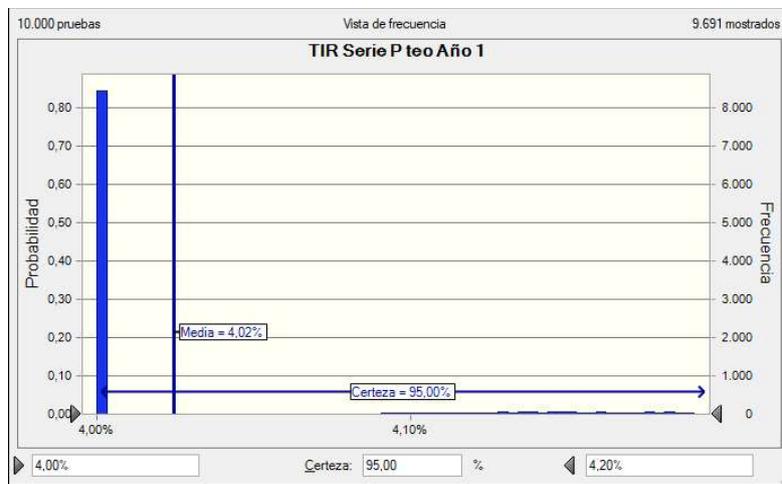


Ilustración 3: TIR Serie P para el primer año de operación

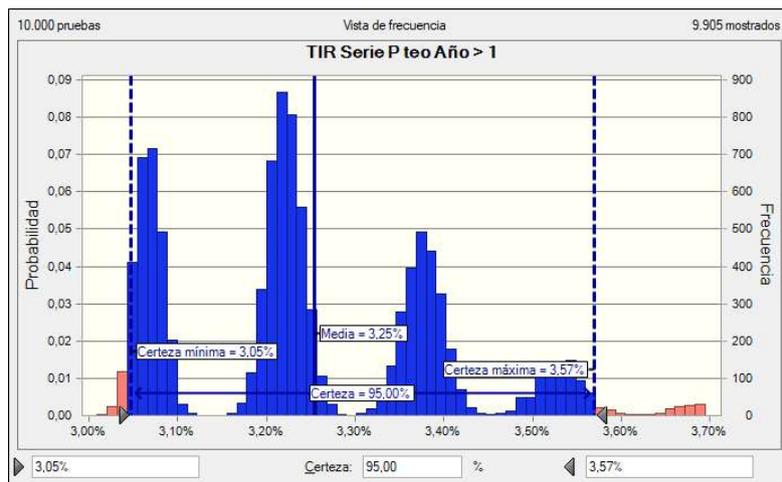


Ilustración 4: TIR Serie P para posterior al primer año de operación

## Rentabilidad esperada Serie PI (preferente)

El cumplimiento de la rentabilidad ofrecida por la Serie PI se debe separar en las dos principales restricciones que tiene: por un lado, la capacidad de entregar un 2,85% anual por sobre la tasa base definida en el reglamento interno y por el otro que, en caso de que la rentabilidad sea inferior a un 4,55% anual durante el 2023 y un 3,55% anual posterior al 2023, entregar dichas rentabilidades.

La Ilustración 5 muestra que —en base a las 10.000 pruebas realizadas— la Serie PI entrega un *spread* promedio de 2,87% anual, que con un intervalo de confianza de un 95% estaría entre 2,86% y 2,89%, de acuerdo con lo prometido en el reglamento interno.

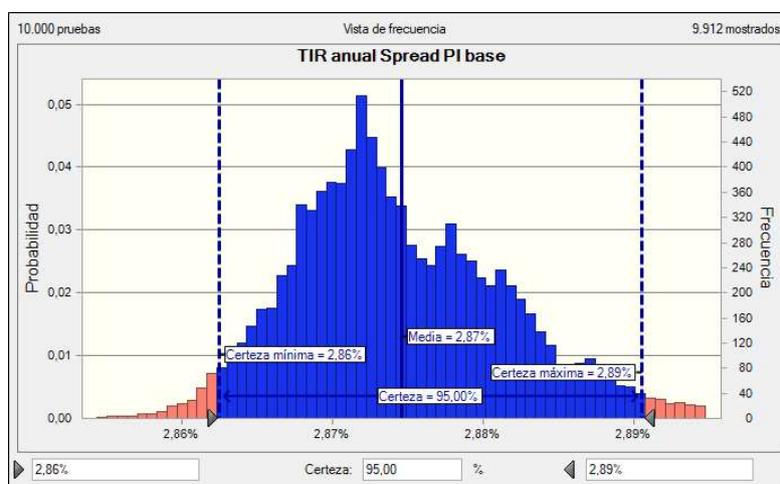


Ilustración 5: Spread de la Serie PI en base a la TIR teórica del pago de dividendos

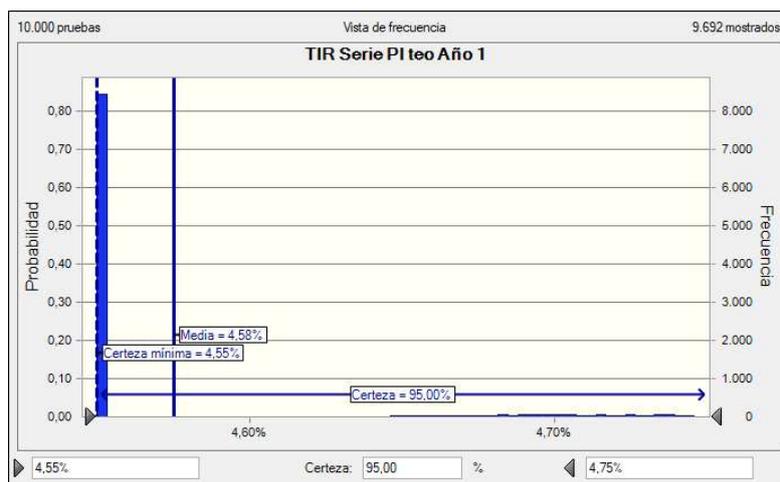


Ilustración 6: TIR Serie PI para el primer año de operación

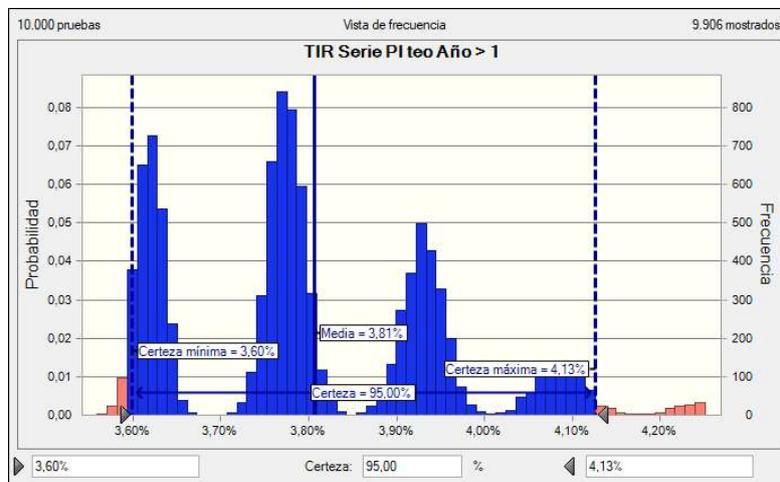


Ilustración 7: TIR Serie PI para posterior al primer año de operación

En cuanto a la segunda restricción, la Serie PI logra entregar una rentabilidad anual equivalente a 4,58% promedio durante el primer año de funcionamiento, con un mínimo de 4,55% anual en todos los escenarios generados. Adicionalmente, al segundo año de operación, la Serie PI obtiene una rentabilidad anual promedio de 3,81%, y con un 95% de confianza fluctuando entre 3,60% como cota inferior y 4,13% en su cota superior, por sobre el 4,55% que establece el reglamento interno durante el primer año y el 3,55% mínimo para los años posteriores. La Ilustración 6 e Ilustración 7 presentan la TIR de la Serie PI para el primer año y posterior al primer año respectivamente.

Es importante mencionar que, si bien se muestra el cumplimiento de ambas restricciones por separado para cada serie, el modelo comprobó que ambas restricciones se cumplieran en conjunto con el flujo de caja generado por el fondo.

*“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: Datos estadísticos

En esta sección se realiza un análisis cuantitativo de las variables claves del modelo, tanto de Cordada como del mercado de *factoring*. Posteriormente, se muestran los distintos valores que toman estas para los cuatro escenarios mencionados anteriormente.

Si bien, en la práctica, el fondo se expone al riesgo de financiamiento de PYMES a través de líneas de crédito a empresas de *factoring* en Perú con garantías a través de sobrecolateral de facturas, el FIP se expone a los mismos riesgos que a la compra directa de dichos instrumentos. Considerando esto, el modelo de **Humphreys** obtiene sus flujos a través del comportamiento que tienen estos instrumentos de deuda privada a PYMES, exceptuando la tasa de compra de los activos, ya que responde a las características del mercado local donde opera y las condiciones de fondeo.

La evolución de la mora relevante (mayor a 30 días) la podemos observar en la Ilustración 8. En esta se puede apreciar que tanto el percentil 50 se mueven alrededor del 5% y en el caso del promedio, se encuentra un poco más alto, alrededor del 6%. Cuando comparamos lo anterior con el historial de Cordada, vemos que esta última presenta una mora muy variable en el tiempo, particularmente por el cambio del tamaño de la cartera en el tiempo medido.

La evolución del *default*<sup>4</sup> de la cartera lo podemos observar en la Ilustración 9. En esta se puede apreciar que tanto el percentil 50 como el promedio de las series se mueven alrededor del 0%. Cuando comparamos lo anterior con el historial de Cordada, vemos que esta última presenta tasas un poco más elevadas pero cercanas al mercado. Si bien el promedio de la pérdida esperada es un poco menor al 1%, se considera un 1,2% como promedio del escenario normal, ya que en la práctica esta pérdida considera las coberturas que tienen las líneas de financiamiento, los pagarés y/o avales que posee cada operación de Cordada. Este elemento no se considera en el default medido en la industria, por lo que no se puede comparar sin realizar este ajuste.

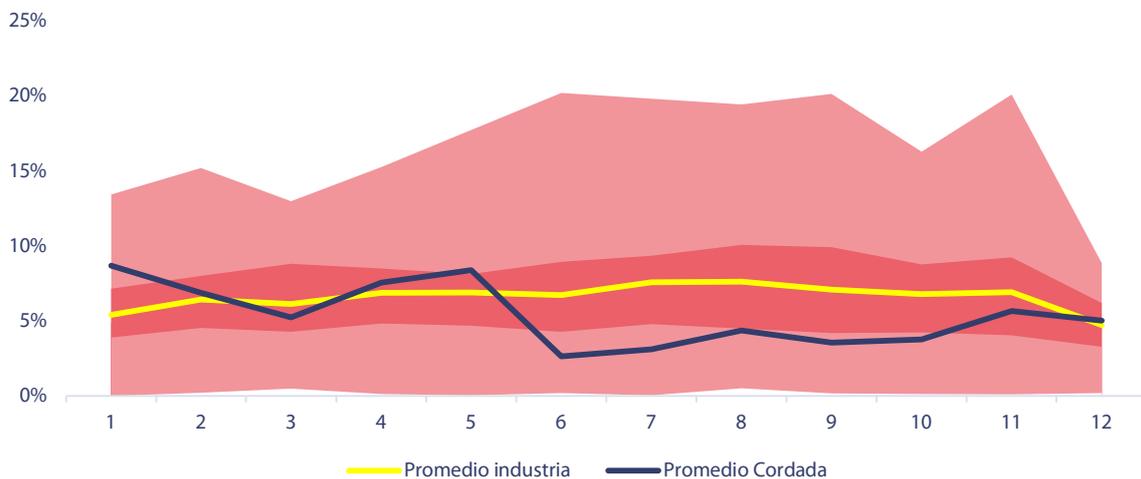


Ilustración 8: Mora relevante

<sup>4</sup> Medido en base a la pérdida esperada según la morosidad de la cartera, la cual posteriormente se le descuenta las provisiones que puede tener por castigos.

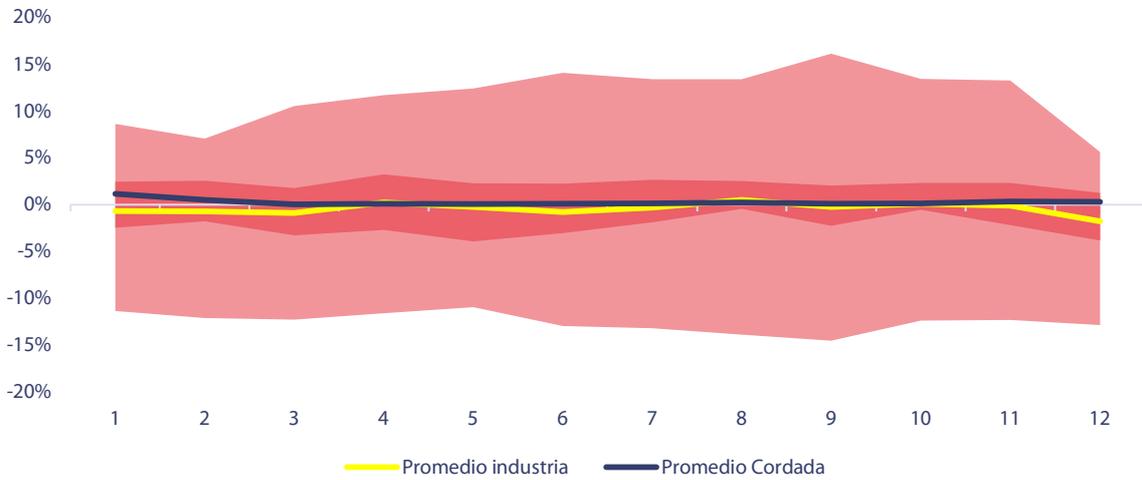


Ilustración 9: Default de la Cartera neto de provisiones

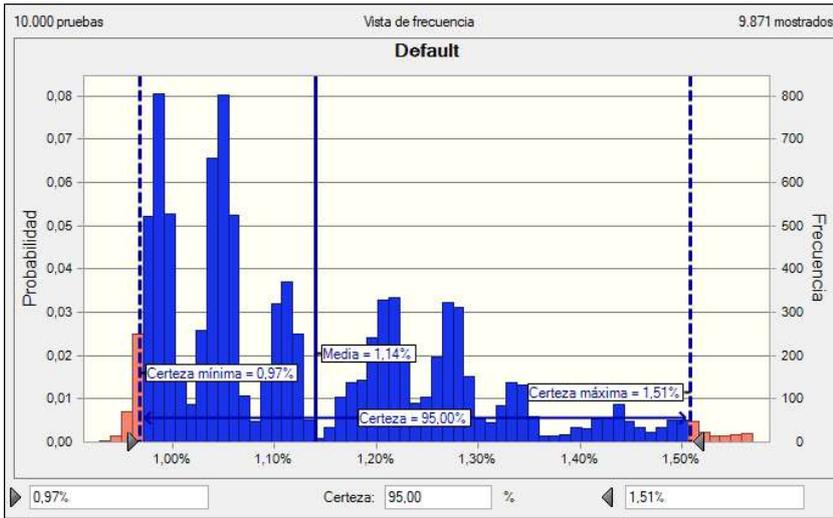
Tabla 1: Escenarios

		Tasa de Pago	Mora	Default Anual <sup>5</sup>	Tasa Compra Activos	SOFR
Normal	Promedio	56,00%	10,00%	1,00%	1,50%	0,75%
	Máxima	58,80%	12,00%	1,10%	1,65%	0,98%
	Mínima	53,20%	8,00%	0,90%	1,35%	0,51%
Crisis Leve	Promedio	50,40%	14,00%	1,60%	1,80%	0,21%
	Máxima	52,92%	16,00%	1,76%	1,98%	0,30%
	Mínima	47,88%	12,00%	1,44%	1,62%	0,15%
Crisis Severa	Promedio	45,36%	22,00%	3,20%	2,52%	0,06%
	Máxima	47,63%	30,00%	3,52%	2,77%	0,09%
	Mínima	43,09%	18,00%	2,88%	2,27%	0,02%
Positivo	Promedio	61,60%	9,00%	0,90%	1,35%	2,08%
	Máxima	64,68%	10,80%	0,99%	1,49%	2,45%
	Mínima	58,52%	7,20%	0,81%	1,22%	1,37%

<sup>5</sup> 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 suscriben un compromiso de retroventa de las facturas cedidas.

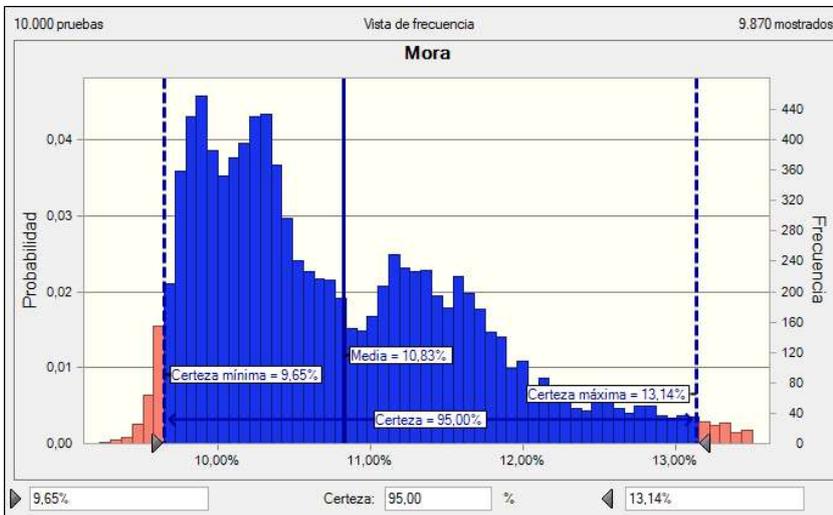
## Anexo 2: Variables clave

### Default promedio ponderado



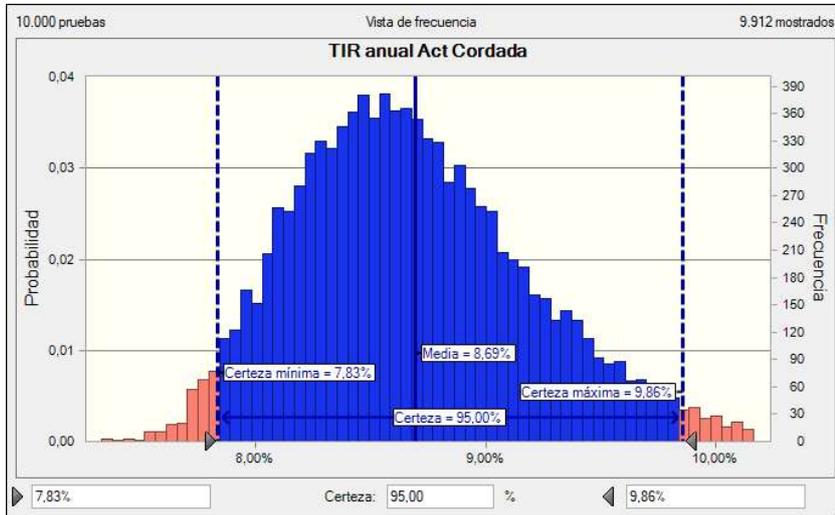
Percentiles	Valores de previsión
0%	0,93%
10%	0,98%
20%	1,00%
30%	1,04%
40%	1,05%
50%	1,10%
60%	1,16%
70%	1,21%
80%	1,27%
90%	1,34%
100%	1,95%

### Mora promedio ponderado



Percentiles	Valores de previsión
0%	9,23%
10%	9,82%
20%	9,98%
30%	10,17%
40%	10,34%
50%	10,56%
60%	10,92%
70%	11,26%
80%	11,60%
90%	12,11%
100%	15,89%

### Rentabilidad promedio de la cartera de activos subyacentes



Percentiles	Valores de previsión
0%	7,33 %
10%	8,07%
20%	8,24%
30%	8,38%
40%	8,51%
50%	8,64%
60%	8,77%
70%	8,92%
80%	9,11%
90%	9,40%
100%	11,47%

## Anexo 3: Definiciones de clasificaciones

**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.