Frontal Trust - Cordada Rendimiento con Liquidez USD Fondo de Inversión

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Marcelo Marambio Llanco
Savka Vielma Huaiquiñir
marcelo.marambio@humphreys.cl
savka.vielma@humphreys.cl

FECHA
Septiembre 2026

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, PI, MP, MPI	**CPAAA**
Retorno ofrecido anual P	Tasa Base[1] + Spread 2,30% anual[2]
Retorno ofrecido anual PI	Tasa Base[1] + Spread 2,85% anual[2]
Retorno ofrecido anual MP	Tasa Base[1] + Spread 3,80% anual[2]
Retorno ofrecido anual MPI	Tasa Base[1] + Spread 4,35% anual[2]
Probabilidad de cumplimiento	Tendiente al 100%

Resumen Ejecutivo

Fundamentos de la clasificación

Humphreys clasificó en *"Categoría CPAAA"* las series P, PI, MP y MPI (preferentes) de **Frontal Trust – Cordada Rendimiento con Liquidez USD Fondo de Inversión** (**FT Rendimiento con Liquidez USD FI**), fondo administrado por Frontal Trust Administradora General de Fondos (Frontal Trust AGF). La clasificación tuvo como objeto medir la probabilidad de dar cumplimiento a la rentabilidad ofrecida a los partícipes.

Se asignó "*Categoría CPAAA*" a los títulos aludidos por el hecho de que el modelo dinámico aplicado por ***Humphreys*** muestra que tiende a 100% la probabilidad de que las series de cuotas preferentes obtengan el retorno ofrecido a los aportantes, esto es tasa base[1] más 2,30% anual para la serie P, 2,85% anual para la serie PI, 3,80% anual para la serie MP y 4,35% para la serie MPI.

Para la aplicación del modelo dinámico (método Monte Carlo), ***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 todos y cada uno de los 10.000 flujos se verificó si el fondo está capacitado para dar cumplimiento al retorno preferente ofrecido a los aportantes.

FT Rendimiento con Liquidez USD FI, según establece su reglamento interno, tiene como objetivo invertir sus recursos en cuotas de Cordada Fondo de Inversión Privado Deuda USD Latam (FIP Deuda USD Latam). 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 USD Latam; ello en la práctica significó incluir las comisiones, gastos máximos y límites de endeudamiento y liquidez. Además, para efectos de la calificación se tuvieron en consideración los controles que Frontal Trust ejerce sobre el FIP y sobre Cordada en su calidad de administrador del fondo privado.

Para determinar el comportamiento de las variables relevantes, específicamente incumplimiento de los deudores, tasa de pago de cuentas por cobrar y tasa de interés, ***Humphreys*** tuvo en consideración la información

[1] Se entenderá como "Tasa Base" a la tasa CME 90 días Secured Overnight Financing Rate (SOFR) publicada diariamente por CME Group o equivalente, correspondiente al último día del mes anterior.
[2] Retorno anual estimado según el modelo realizado por ***Humphreys***.

histórica respecto al comportamiento de los activos subyacentes en los cuales invierte el FIP Deuda USD Latam a marzo del 2026 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.

Sin perjuicio de lo anterior, se debe señalar que ***Humphreys*** sigue monitoreando de cerca el comportamiento del activo del FIP Deuda USD Latam, en particular la proporción de recursos mantenidos en efectivo y equivalentes al efectivo, la que a marzo de 2026 alcanzaba un 41,0%, reduciéndose en los siguientes tres meses a niveles cercanos al 30%. Esta situación impacta negativamente la rentabilidad de la cartera consolidada, considerando el rendimiento potencial de los instrumentos de su cartera de inversión. En consecuencia, de mantenerse de forma prolongada niveles de caja superiores al 30%, ello podría traducirse en un mayor riesgo de que el FIP no pueda entregar los retornos esperados al **FT Rendimiento con Liquidez USD FI**, y por consiguiente que este último aumente su riesgo de no entregar la rentabilidad esperada prometida a sus aportantes, pudiendo ser revisada su clasificación de cumplimiento.

Definición categoría de cumplimiento[3]

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%.

Antecedentes generales

FT Rendimiento con Liquidez USD 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 del FIP Deuda USD Latam, administrado por Cordada Capital S.A. (Cordada).

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 es una *fintech* especialista en deuda privada para Pymes, que opera desde el 2016 como originador, comprador y administrador de créditos. Su modelo de negocio asegura diversificación, con una amplia red de originadores compuesta por instituciones financieras no bancarias medianas, especializadas en *factoring*. Además, ofrece financiamiento directo a Pymes a través de operaciones de Pronto Pago y *confirming*.

FT Rendimiento con Liquidez USD FI posee cinco series de cuotas nominadas como Serie P, Serie PI, Serie MP, Serie MPI y Serie R. Las series P, PI, MP y MPI cuentan, conjunta y simultáneamente, con el derecho a recibir un retorno preferente. Se entiende como retorno preferente a una tasa base más un *spread*. En el caso de la Serie P,

[3] En el Anexo 1 es posible revisar el alcance de la clasificación de las series cuotas.

el *spread* corresponde a un 2,30% anual, la serie PI un 2,85%, la serie MP un 3,80% y la serie MPI un 4,35%. Una vez pagado el retorno de las series preferentes, el 100% del remanente es susceptible de ser distribuido a la serie subordinada R.

En la práctica **FT Rendimiento con Liquidez USD FI** actúa como un vehículo de inversión que permite a sus aportantes acceder a los beneficios que genera la operación de Cordada, la cual invierte 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. Así, **FT Rendimiento con Liquidez USD FI** se convierte en un aportante del FIP, asumiendo los riesgos asociados a sus activos. El esquema de propiedad y activos de inversión de **FT Rendimiento con Liquidez USD FI** se presenta en la Ilustración 1.

Asimismo, el FIP Deuda USD Latam se expone a los activos indicados en su reglamento interno a través de líneas de crédito a empresas que realizan operaciones de *factoring* en Perú, denominadas en dólares de Estados Unidos de América y/o nuevos soles peruanos. Además, deben entregar en garantía facturas por 1,15 veces el monto financiado.

Adicionalmente, posee inversiones en México a través de un fideicomiso el cual entrega líneas de financiamiento a empresas financieras mexicanas, las cuales deben entregar en garantía créditos por 1,25 veces el monto financiado. Estas inversiones están denominadas en dólares de Estados Unidos y/o pesos mexicanos.

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.

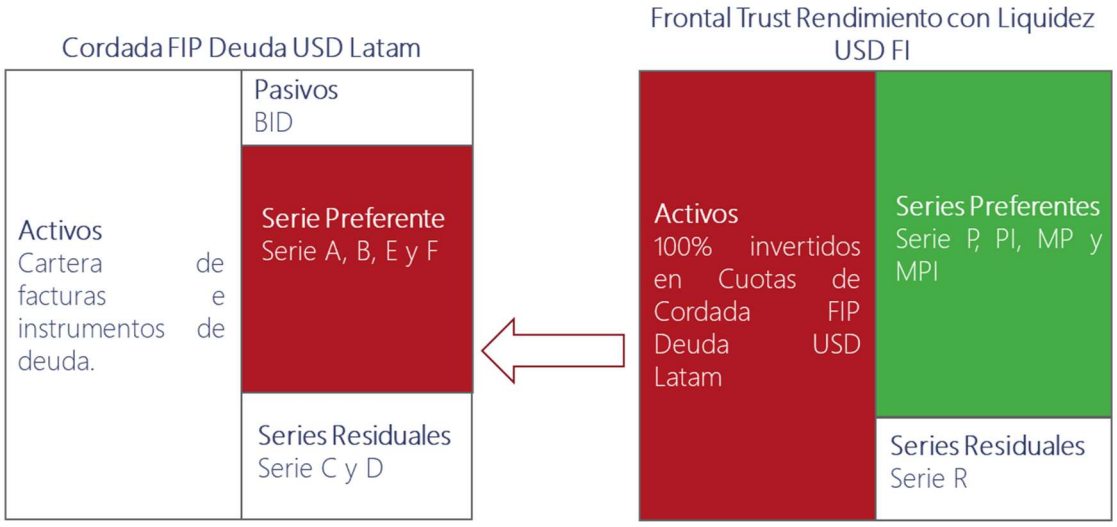


Ilustración 1: Esquema operativo

Activos del fondo

Los activos del **FT Rendimiento con Liquidez USD FI** están invertidos en las series A y B preferentes y serie C residual del FIP Deuda USD Latam, lo que implica que los activos subyacentes del fondo provienen del FIP.

En la práctica, el FIP Deuda USD Latam se enfoca en la entrega de líneas de financiamiento a empresas financieras que entregan como garantía un colateral de facturas y de créditos, convirtiendo a Cordada en el propietario legal de esos activos, en casos de incumplimiento por parte de la financiera. Para seleccionar el monto, tasa y duración

a entregar a estas empresas, Cordada utiliza un modelo dinámico que evalúa sus características históricas y las de sus deudores, con el fin de optimizar la calidad de los activos y mitigar los riesgos asociados.

Para efectos de la evaluación se tomaron en consideración las características de los activos subyacentes que respaldan la operación y entregan los flujos que finalmente servirán al pago de la promesa de **FT Rendimiento con Liquidez USD FI**. A marzo de 2026, un 67,4% de la inversión se encuentra en instrumentos emitidos en Perú, mientras que un 32,6% en México. A la misma fecha, la tasa promedio ponderada de las facturas en Perú alcanzaba un 9,8% para aquellas denominadas en soles peruanos y un 10,3% para las denominadas en dólares. Por su parte, los créditos en México registraban una tasa promedio de 13,6% para las operaciones denominadas en pesos mexicanos.

Asimismo, cabe señalar que, entre diciembre de 2025 y marzo de 2026, al menos un 30% de los activos se mantuvo en caja y equivalentes al efectivo, proporción que alcanzó un 41,0% a marzo de 2026. Este nivel se situó significativamente por sobre el promedio de 15,4% registrado durante los 23 meses previos, lo que podría generar cierta presión sobre la generación de *spread*, dado que dichos recursos rentan a tasas inferiores a las obtenidas por la cartera de inversiones antes descrita. Sin perjuicio de lo anterior, durante los meses posteriores esta proporción retornó a niveles cercanos al 30%, por lo que, de momento, no representa un riesgo significativo para la clasificación. No obstante, de aumentar nuevamente y mantenerse de forma sostenida por sobre dicho nivel, esta situación podría constituir un elemento a considerar en una eventual revisión a la baja de la clasificación de riesgo.

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 la serie P, serie PI, serie MP y serie MPI para el **FT Rendimiento con Liquidez USD FI** y de las series preferentes del FIP Deuda USD Latam. Sin embargo, ante la manifestación de estos riesgos se generaría una mayor presión a los rendimientos de las series residuales de los respectivos fondos, ya que serían las primeras en recibir estos impactos y por lo tanto amortiguar sus efectos sobre las series preferentes. La serie R, en conjunto con las series residuales del FIP, deberá mantener un aporte de al menos un 10% de los activos del FIP y de los vehículos de inversión alternativos hasta el término del fondo.

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 los siguientes factores:

i) Cada desembolso realizado a las empresas de *factoring* es garantizado 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.
iv) En el caso de financiamiento otorgado a instituciones financieras en México, estas deben aportar contratos de *leasing* como colateral, los cuales se resguardan en un fideicomiso de Cordada. Este fideicomiso es controlado por un administrador maestro quien se encarga de monitorear que el valor del colateral se mantenga constantemente por encima del nivel exigido, realizando valorizaciones periódicas.
v) En caso de incumplimiento por parte de la entidad financiera, Cordada cuenta con los contratos de *leasing* alojados en el fideicomiso a su nombre, con un aforo equivalente a 1,25 veces el monto financiado. Esto permite ejecutar la garantía y recuperar el saldo adeudado de manera eficiente.

Estos elementos reducen significativamente los niveles de *default* en comparación con operaciones tradicionales de este tipo.

En cuanto a los riesgos de mercado, el fondo está expuesto a variaciones del tipo de cambio a pesar de que gran parte de la cartera está expresada en dólares. Al cierre de marzo de 2026, un 64,1% de las operaciones se realizaron en USD, mientras que un 3,3% se denominó en PEN y un 32,6% en MXN. No obstante, la exposición en MXN se encuentra cubierta mediante contratos de *swap*. El modelo elaborado por ***Humphreys*** tomó en consideración estas proporciones de la cartera del FIP, sensibilizándola con las variaciones del tipo de cambio (USD/PEN) de los últimos seis años.

En el caso de Perú, los plazos de las operaciones reducen significativamente el impacto de eventuales cambios en la tasa de interés. En México, si bien la cartera de inversión podría verse afectada, la diferencia de tasas entre el *spread* prometido por el fondo y los financiamientos otorgados atenúa este riesgo. Además, el modelo dinámico aplicado por la clasificadora considera este factor y sensibiliza las tasas de interés de los activos.

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 observan en sociedades financieras no bancarias medianas. Por otra parte, hay que considerar el aporte de Frontal Trust como administradora. Si bien **FT Rendimiento con Liquidez USD FI** es un fondo pasivo que invierte únicamente en el FIP Deuda USD Latam, la administradora participa en distintas instancias de control sobre Cordada y el FIP.

Cabe señalar que Frontal Trust administra un fondo de inversión privado dueño del 85% 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 las primeras pérdidas, protegiendo el capital de las series preferentes donde participan los aportantes de **FT Rendimiento con Liquidez USD FI**. 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 que controla y monitorea los límites de inversión a realizarse por el FIP Deuda USD Latam, formado por miembros de la AGF con invitación de algún miembro de Cordada. En este se revisan 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 cedentes), 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 las series preferentes, en la medida en 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 Monte Carlo con el objetivo de determinar la capacidad que tiene la cartera subyacente de activos 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. Por otra parte, dado que la rentabilidad ofrecida de las series preferentes 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.

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.

Tabla 1: Escenarios

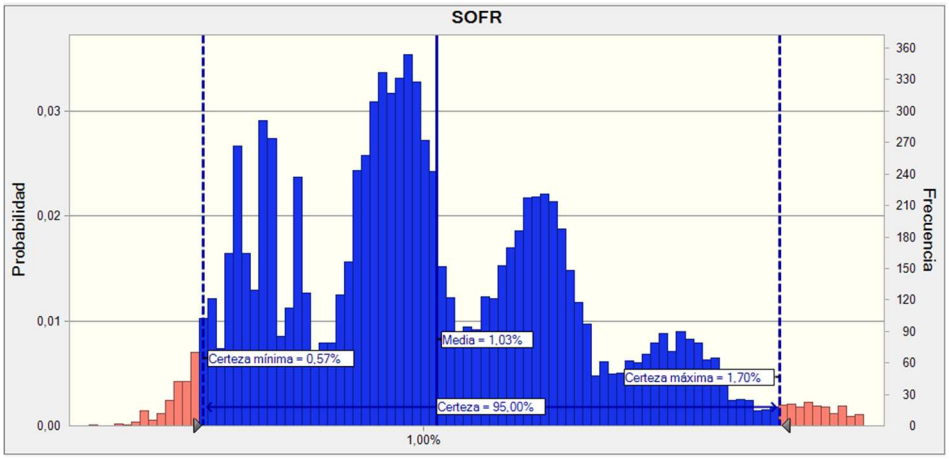
			Perú				México				
		SOFR	Tasa de Pago	Mora	Default[4] Cartera	Tasa Compra	Interés Mensual	Default[5] Cartera	Mora 30	Mora 60	Mora 90
Normal	Prom	0,75%	30,00%	10,00%	2,20%	0,73%	0,91%	0,23%	1,17%	0,44%	0,26%
	Max	0,98%	31,50%	11,00%	2,42%	0,88%	0,93%	0,46%	2,39%	1,21%	0,87%
	Min	0,51%	28,50%	9,00%	1,98%	0,63%	0,88%	0,10%	0,45%	0,18%	0,09%
Positivo	Prom	3,48%	33,00%	11,00%	1,98%	0,66%	0,91%	0,21%	1,29%	0,49%	0,28%
	Max	5,36%	34,65%	12,10%	2,18%	0,79%	0,93%	0,41%	2,63%	1,33%	0,96%
	Min	1,37%	31,35%	9,90%	1,78%	0,57%	0,88%	0,09%	0,50%	0,20%	0,10%
Crisis Leve	Prom	0,21%	27,00%	9,00%	3,52%	0,88%	0,91%	0,37%	1,06%	0,40%	0,23%
	Max	0,30%	28,35%	9,45%	3,87%	1,06%	0,93%	0,40%	1,11%	0,42%	0,24%
	Min	0,15%	25,65%	8,55%	3,17%	0,75%	0,88%	0,33%	1,00%	0,38%	0,22%
Crisis Severa	Prom	0,06%	24,30%	8,10%	7,04%	1,23%	0,91%	0,74%	0,95%	0,36%	0,21%
	Max	0,09%	25,52%	8,51%	7,74%	1,48%	0,93%	0,81%	1,00%	0,38%	0,22%
	Min	0,02%	23,09%	7,70%	6,34%	1,06%	0,85%	0,66%	0,90%	0,34%	0,20%

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:

[4] Asumiéndose como *default* la mora sobre 90 días.

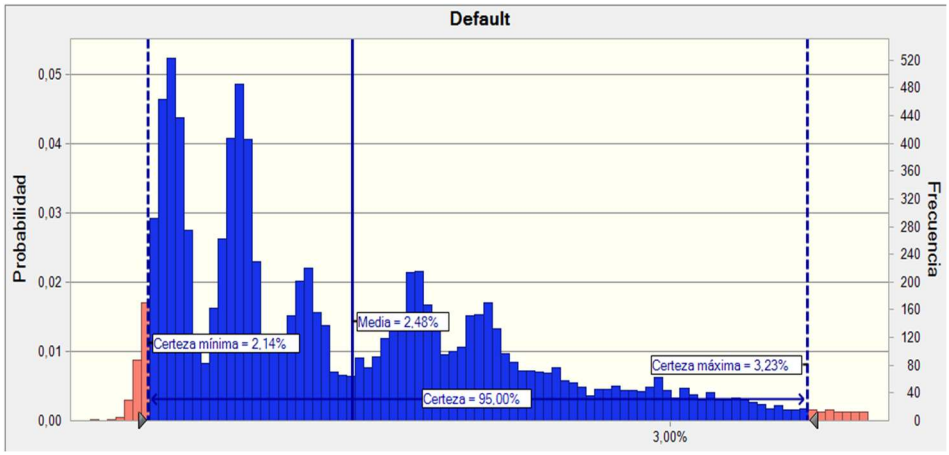
SOFR 90

Percentiles	Valores de previsión
0%	0,34%
10%	0,65%
20%	0,74%
30%	0,87%
40%	0,93%
50%	0,98%
60%	1,05%
70%	1,18%
80%	1,26%
90%	1,46%
100%	2,97%

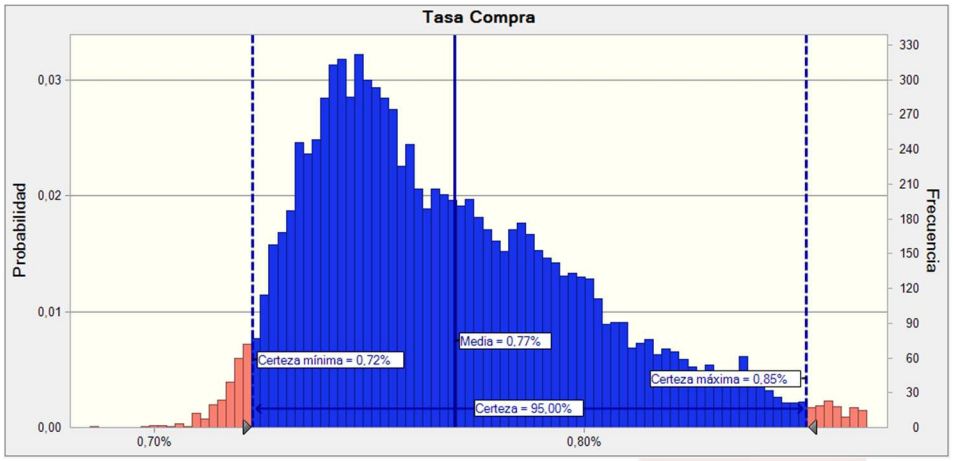


Perú

Percentiles	Valores de previsión
0%	2,04%
10%	2,17%
20%	2,20%
30%	2,27%
40%	2,30%
50%	2,39%
60%	2,51%
70%	2,60%
80%	2,70%
90%	2,91%
100%	4,37%

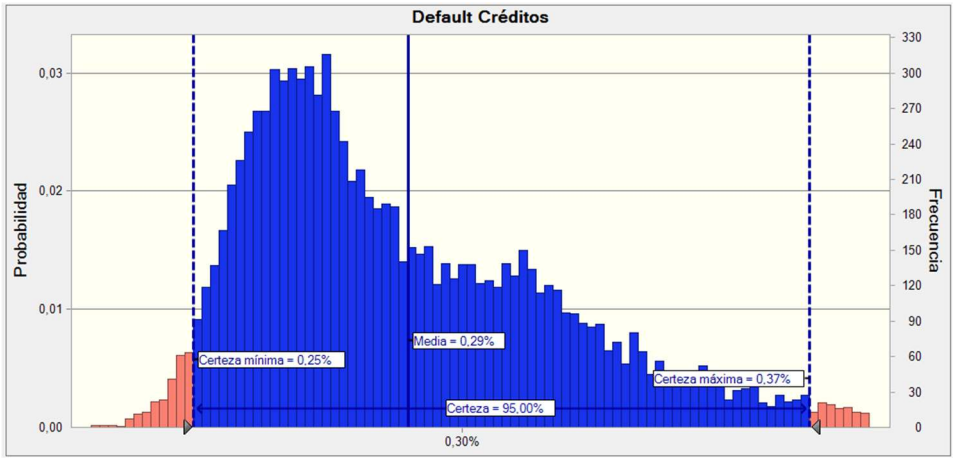


Percentiles	Valores de previsión
0%	0,68%
10%	0,73%
20%	0,74%
30%	0,75%
40%	0,75%
50%	0,76%
60%	0,77%
70%	0,78%
80%	0,80%
90%	0,82%
100%	0,98%

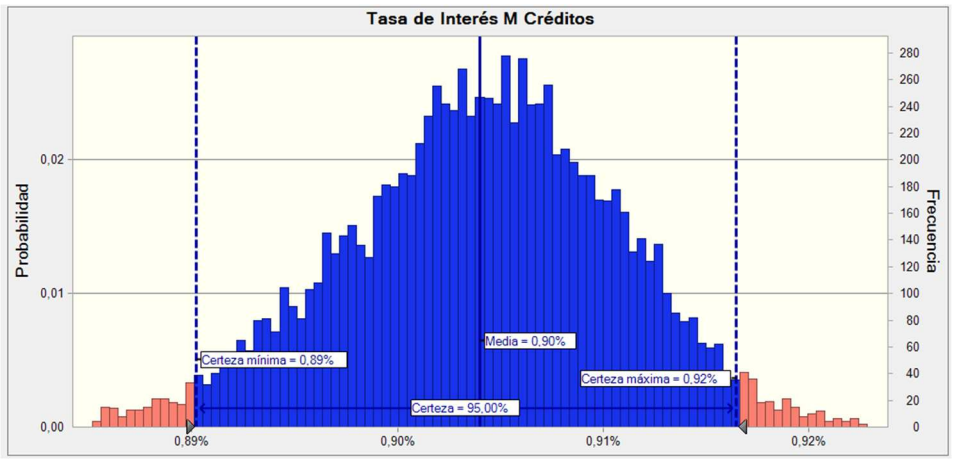


México

Percentiles	Valores de previsión
0%	0,23%
10%	0,26%
20%	0,26%
30%	0,27%
40%	0,27%
50%	0,28%
60%	0,29%
70%	0,30%
80%	0,32%
90%	0,33%
100%	0,50%



Percentiles	Valores de previsión
0%	0,87%
10%	0,90%
20%	0,90%
30%	0,90%
40%	0,90%
50%	0,90%
60%	0,91%
70%	0,91%
80%	0,91%
90%	0,91%
100%	0,93%



"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."