



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Cordada Fondo de Inversión Privado Deuda y Facturas I

Rentabilidad Esperada Serie B

ANALISTAS:

Camila Alvarado Y.

Hernán Jiménez A.

camila.alvarado@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA

Enero 2022

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

Serie B	
Retorno esperado anual	11,90%
Desviación estándar	1,38%

Resumen ejecutivo

Fundamentos de la clasificación

Humphreys, estimó que el retorno esperado anual de la serie B del fondo de inversión privado **Cordada Fondo de Inversión Privado Deuda y Facturas I (FIP Deuda y Facturas I)** ascendería a un 11,90%, con una desviación estándar de 1,38%, un máximo de 18,71% y un mínimo de 9,04%. Esta estimación fue otorgada por la aplicación del modelo dinámico construido por **Humphreys**.

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.

Para determinar el comportamiento de las variables relevantes **Humphreys** tuvo en consideración la información histórica de las cuentas por cobrar del activo en el cual invierte el fondo y de un conjunto de sociedades de *factoring* del ámbito local. Asimismo, uso del criterio profesional sustentando 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, aceptables.

Características de la operación

Activos del patrimonio

El fondo **FIP Deuda y Facturas I** es un fondo integrado por portes de personas y entidades, que administra Cordada Capital S.A. (Cordada). Esta última es una *fintech* especialista en deuda privada para PYMES, los cuales son originadores y administradores de créditos desde el 2016. El modelo de originación asegura diversificación, con una amplia red de originadores, clasificados en instituciones financieras no bancarias medianas o *factoring*, así como también financiamiento directo a PYMES a través de operaciones de Pronto Pago y *Confirming*.

Este fondo tiene como objetivo, según indica su reglamento interno, invertir sus recursos en carteras de crédito, o de cobranza, conformadas por todo tipo de título de crédito, principalmente pagarés y facturas, como asimismo

cualquier otro instrumento de deuda de corto o mediano plazo. El fondo no tiene un objetivo de rentabilidad garantizado ni se garantiza nivel alguno de seguridad de sus inversiones. Cuenta con una serie única B.

De esta forma, **FIP Deuda y Facturas I** se dedica a comprar carteras de facturas a compañías de *factoring*, en donde Cordada pasa a ser el dueño legal de las mismas y por tanto percibir los pagos que provienen de estas.

Cobertura de riesgo

Dentro de los riesgos de la operación destacan los crediticios, los de mercado y los operativos, los cuales, de materializarse, provocan una disminución en el retorno del fondo y, por ende, podrían disminuir la rentabilidad esperada de la serie B.

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, tanto al deudor como al cliente y a la institución que curso 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, 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 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 lo cuales, en opinión de **Humphreys**, están dentro de los estándares que se observa en sociedades financieras no bancarias medianas.

Adicionalmente, se realiza de forma periódica un comité de inversiones que regula límites de inversión a realizarse por el **FIP Deuda y Facturas I**, formado principalmente por miembros de Frontal Trust y por lo menos un miembro del equipo de Cordada (los *portfolios managers* del **FIP Deuda y Facturas I**). 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.

Otro aspecto a considerar es que las operaciones de retroventa incluyen la posibilidad que el deudor rechace la factura.

Finalmente, en opinión de **Humphreys**, 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.

Datos estadísticos

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 en los próximos seis años. Así, las cuentas por

cobrar podían 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.

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 el saldo adeudado 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.

De manera de establecer los valores apropiados para cada variable y escenario respectivo, se realizó un análisis tanto de Cordada como del mercado de *factoring*. Para cada una de las variables se analizó la evolución de los indicadores a través del tiempo utilizando los percentiles. Las gráficas muestran la evolución de estos percentiles, además del promedio de la variable en cada periodo y el valor que tomó el indicador respectivo para Cordada.

La evolución de la tasa de pago la podemos observar en la Ilustración 1. En esta se puede apreciar que tanto el percentil 50 como el promedio de las series se mueven alrededor del 50%. Cuando comparamos lo anterior con el historial de Cordada, vemos que esta última presenta tasas de pago más elevadas, más cercanas al 60%.

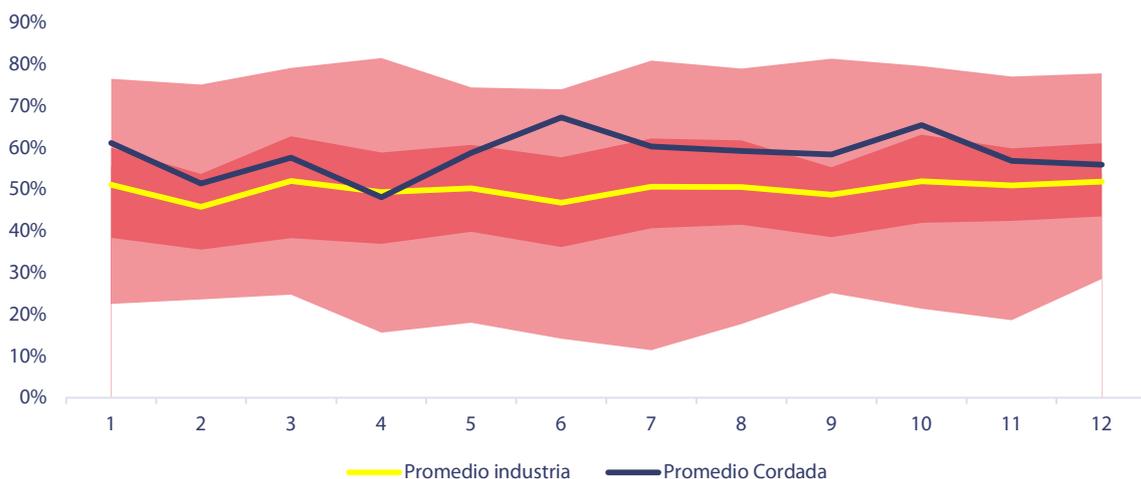


Ilustración 1: Tasa de pago

La evolución de la mora relevante (mayor a 30 días) la podemos observar en la Ilustración 2. 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.

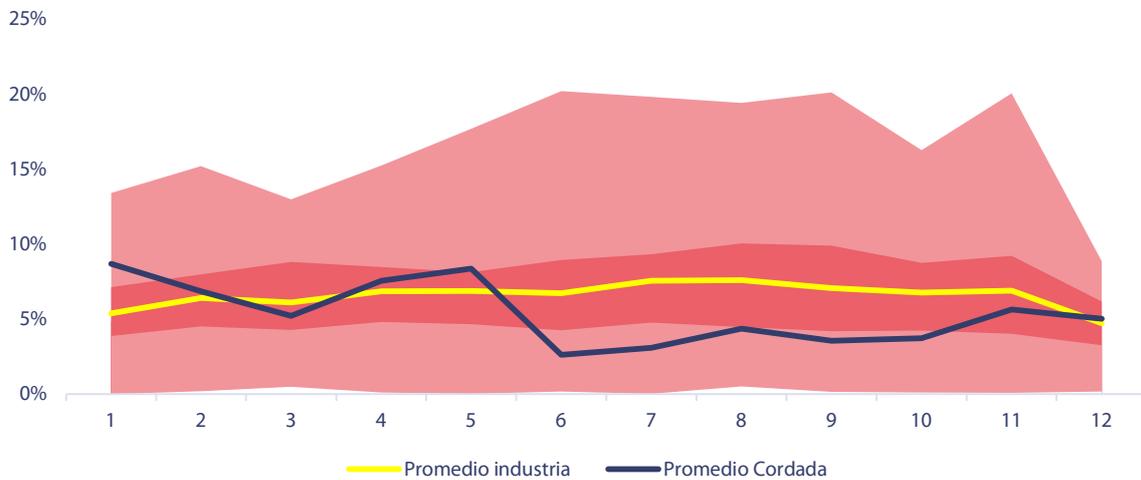


Ilustración 2: Mora relevante

La evolución del *default*¹ de la cartera lo podemos observar en la Ilustración 3. 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 (como podemos observar en la Tabla 1), ya que en la práctica esta pérdida considera la opción de retroventa que posee Cordada. Este elemento no se considera en el *default* medido en la industria, por lo que no se puede comparar sin realizar este ajuste.

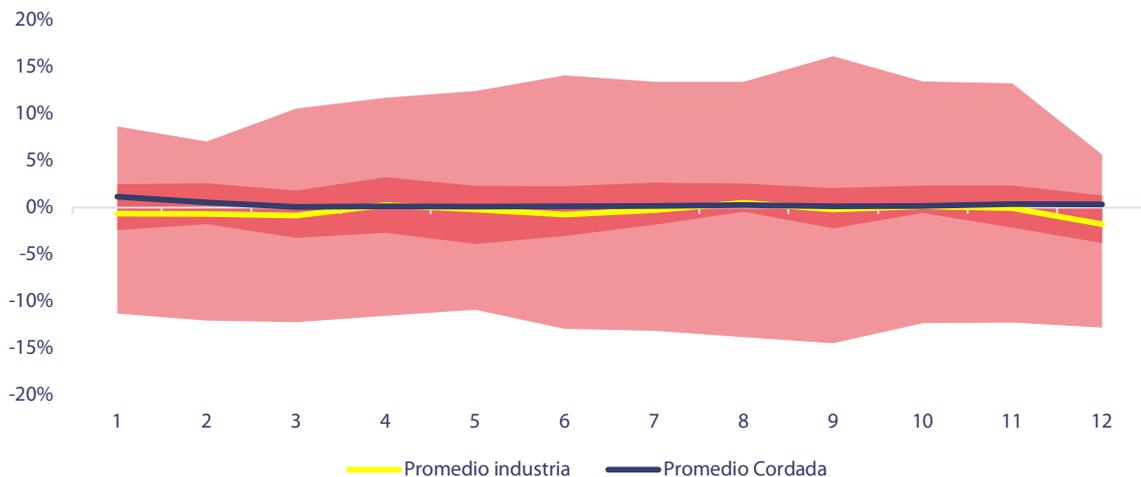


Ilustración 3: Default Cartera

Finalmente, en cuanto a la tasa de compra de los activos, se estableció de acuerdo con el promedio de compra de Cordada. En base a lo anterior y al escenario proyectado, es el valor que toman las variables que inciden en el

¹ 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.

proceso de evaluación. En la Tabla 1 se explicita el rango del valor que podrían tener las distintas variables utilizadas para efectos de las proyecciones.

Tabla 1: Escenarios

		Tasa de Pago	Mora	Default Anual*	Tasa Compra Activos
Normal	Promedio	56,00%	8,00%	1,20%	0,70%
	Máxima	58,80%	10,00%	1,32%	0,77%
	Mínima	53,20%	6,00%	1,08%	0,63%
Crisis Leve	Promedio	50,40%	12,00%	1,92%	0,84%
	Máxima	52,92%	14,00%	2,11%	0,92%
	Mínima	47,88%	9,00%	1,73%	0,76%
Crisis Severa	Promedio	45,36%	20,00%	3,84%	1,18%
	Máxima	47,63%	28,00%	4,22%	1,29%
	Mínima	43,09%	18,00%	3,46%	1,06%
Positivo	Promedio	61,60%	7,20%	1,08%	0,63%
	Máxima	64,68%	9,00%	1,19%	0,69%
	Mínima	58,52%	5,40%	0,97%	0,57%

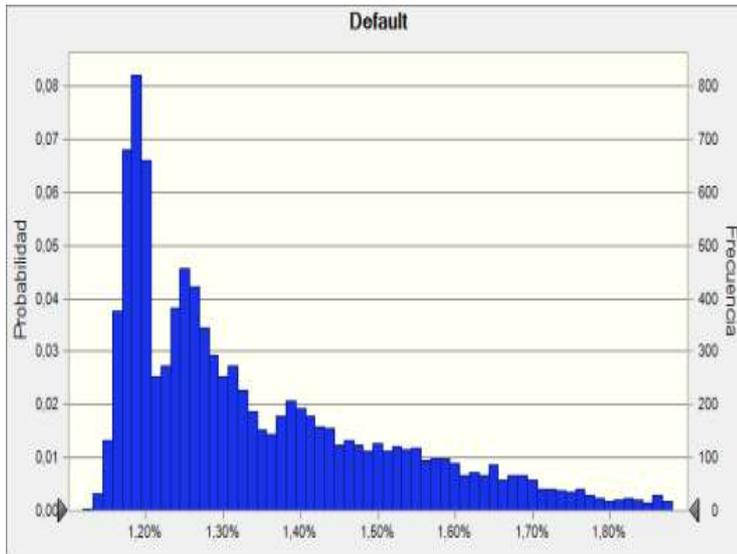
Adicionalmente, se consideraron aspectos particulares del activo subyacente, como la opción de retroventa de las facturas cedidas que poseen las operaciones de Cordada, lo que permite reducir el *default* efectivo que tiene la cartera. Para ello se asume que, sobre la pérdida esperada de la cartera, 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 ello 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 pagará el 100% del monto total del rescate dentro de un periodo de 28 días, si este retiro supera el 30% entonces se paga el 100% del rescata hasta por el 30% de las cuotas suscritas y el exceso se paga dentro de los 88 días siguientes. 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.

Sensibilización cartera de activos

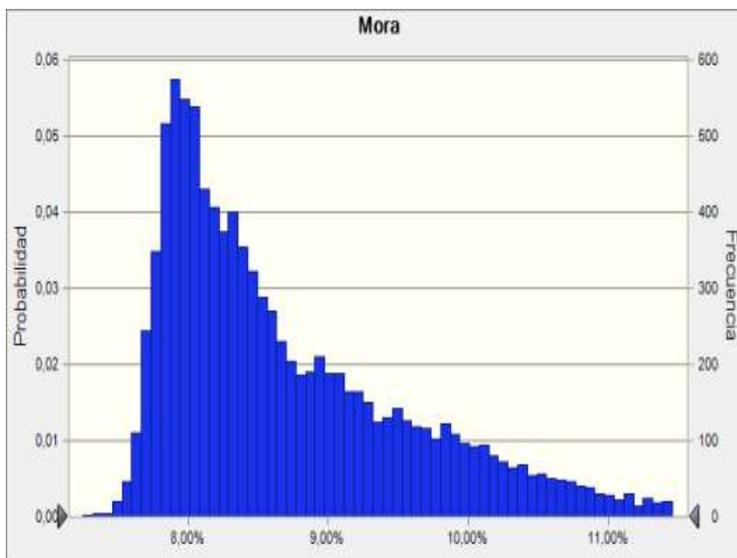
Para implementar lo anterior, se estableció un modelo Montecarlo con el objetivo de determinar la capacidad de los activos subyacentes para generar los flujos suficientes y de esta forma dar cumplimiento al objetivo del fondo. A continuación, se muestran las distribuciones de las variables claves obtenidas a partir de las 10.000 iteraciones que generó el modelo, en donde el eje y izquierdo muestra la probabilidad de obtener dicho valor y el eje y derecho muestra la frecuencia con que se observa ese dato.

Default promedio ponderado²



Percentiles	Valores de previsión
0%	1,12%
10%	1,18%
20%	1,19%
30%	1,22%
40%	1,25%
50%	1,29%
60%	1,34%
70%	1,41%
80%	1,50%
90%	1,62%
100%	2,40%

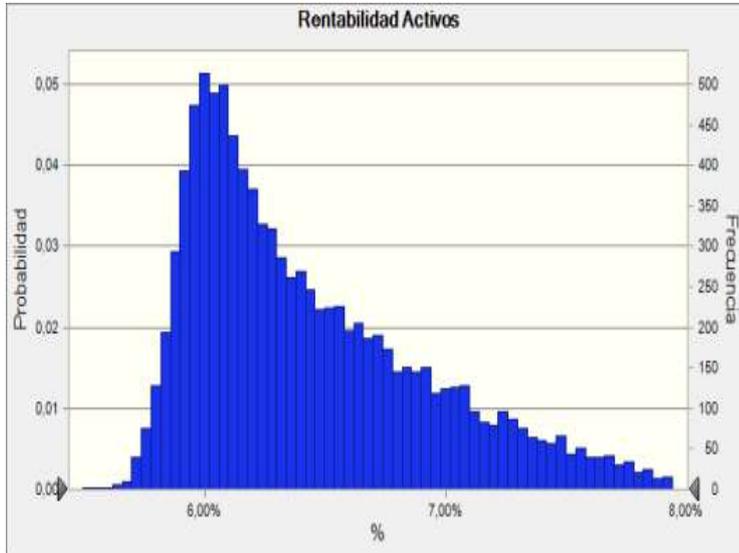
Mora promedio ponderado



Percentiles	Valores de previsión
0%	7,25%
10%	7,83%
20%	7,96%
30%	8,09%
40%	8,25%
50%	8,44%
60%	8,69%
70%	9,04%
80%	9,50%
90%	10,13%
100%	14,38%

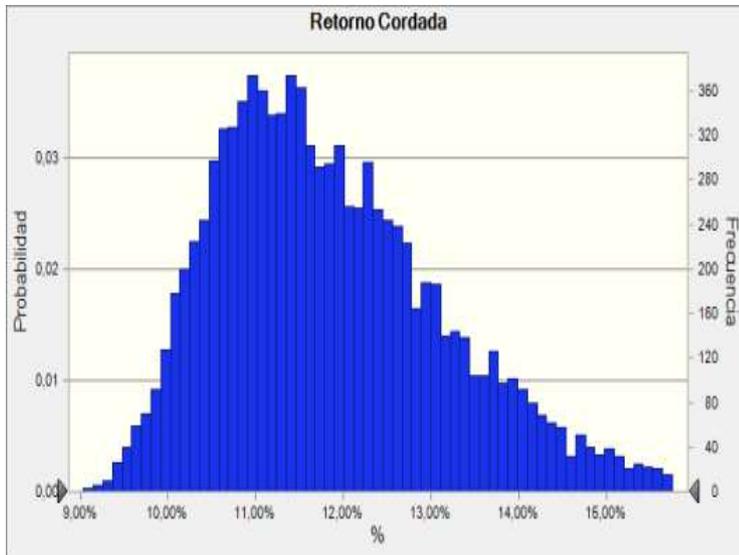
² La ponderación se efectuó en función del *stock* de deuda de cada mes. Este *defaultes* para la cartera de activos, sin considerar la recompra de facturas por parte de las compañías de *factoring*,

Rentabilidad promedio de la cartera de activos subyacentes



Percentiles	Valores de previsión
0%	5,49%
10%	5,92%
20%	6,01%
30%	6,09%
40%	6,18%
50%	6,30%
60%	6,45%
70%	6,64%
80%	6,87%
90%	7,22%
100%	9,10%

Rentabilidad esperada serie B



Percentiles	Valores de previsión
0%	9,04%
10%	10,34%
20%	10,72%
30%	11,03%
40%	11,35%
50%	11,66%
60%	12,03%
70%	12,45%
80%	12,97%
90%	13,78%
100%	18,71%

“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.”