



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Cordada Fondo de Inversión Privado Deuda y Facturas I

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Camila Alvarado Y.

Hernán Jiménez A.

camila.alvarado@humphreys.cl

hernan.jimenez@humphreys.cl

FECHA

Enero 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Clasificación Serie B	CPAAA
Retorno ofrecido anual	Tasa Base¹ + Spread 3,49% anual²
Probabilidad de cumplimiento	Tendiente al 100%

Resumen ejecutivo

Fundamentos de la clasificación

Humphreys, clasificó en “Categoría CPAAA” la serie B del fondo **Cordada Fondo de Inversión Privado Deuda y Facturas I (Cordada Deuda y Facturas)**. 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 B obtenga el retorno ofrecido a los aportantes de tasa base¹ más 3,49%.

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 que el fondo está capacitado para dar cumplimiento a la promesa que realizaron a los aportantes.

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, mediante el 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, aceptable.

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

² Retorno anual estimado según el modelo realizado por **Humphreys**.

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

El fondo de inversión privado **Cordada Deuda y Facturas** es un fondo integrado por aportes de personas y entidades, que es administrado por Cordada Capital S.A. (Cordada).

El fondo está compuesto por tres series de cuotas, nominadas Serie B, Serie C y Serie D. La Serie B cuenta con el derecho a recibir un retorno preferente. Entendiéndose por retorno preferente una tasa base¹ más un *spread*. El *spread* corresponde a un 3,49% anual. Una vez pagado el retorno preferente a la Serie B, las series subordinadas, C y D recibirán el retorno residual.

Activos del fondo

Cordada Deuda y Facturas es administrado por Cordada, una *fintech* especialista en deuda privada para PYMES, el cual desde 2016 es originador, adquirente y administrador de créditos. El modelo de negocio asegura diversificación, con una amplia red de originadores compuestos por instituciones financieras no bancarias medianas especializadas en *factoring*. En paralelo, también, se otorga financiamiento directo a PYMES a través de operaciones de Pronto Pago y *Confirming*.

En los hechos, para efectos de la evaluación, se tomó en consideración la composición de las colocaciones a junio de 2022, donde un 81,9% de la cartera corresponde a créditos con cesión (facturas), un 4,7% a anticipos otorgados a clientes, un 4,2% a pagarés y 1,4% a cuentas por cobrar a empresas relacionadas. La tasa promedio de colocación de facturas del último año para el fondo FIP Deuda y Facturas I ha sido de un 1,03%.

Este fondo tiene como objetivo, según lo indicado en su reglamento interno, la inversión en carteras de crédito, o de cobranza, conformadas por todo tipo de títulos de crédito, principalmente pagarés y facturas. De esta forma, **Cordada Deuda y Facturas** se dedica a comprar carteras de facturas a compañías de *factoring*, en donde Cordada pasa a ser 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, lo cuales —de materializarse— provocarían una disminución en el retorno del fondo y, por ende, podrían comprometer la rentabilidad ofrecida de la serie B. Sin embargo, ante la manifestación de estos riesgos se generaría una mayor presión a los rendimientos de las series residuales (Serie C y Seri D), ya que serían los primeros 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) por el proceso de evaluación efectuado por Cordada, 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, 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 los que, en opinión de **Humphreys**, están dentro de los estándares que se observa en sociedades financieras no bancarias medianas.

Adicionalmente la AGF participa en un comité de inversiones que regula límites de inversión a realizarse por **Cordada Deuda y Facturas**, formado principalmente por miembros de Frontal Trust y por lo menos un miembro del equipo de Cordada (los *portfolios managers* de **Cordada Deuda y Facturas**). 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 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**, 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.

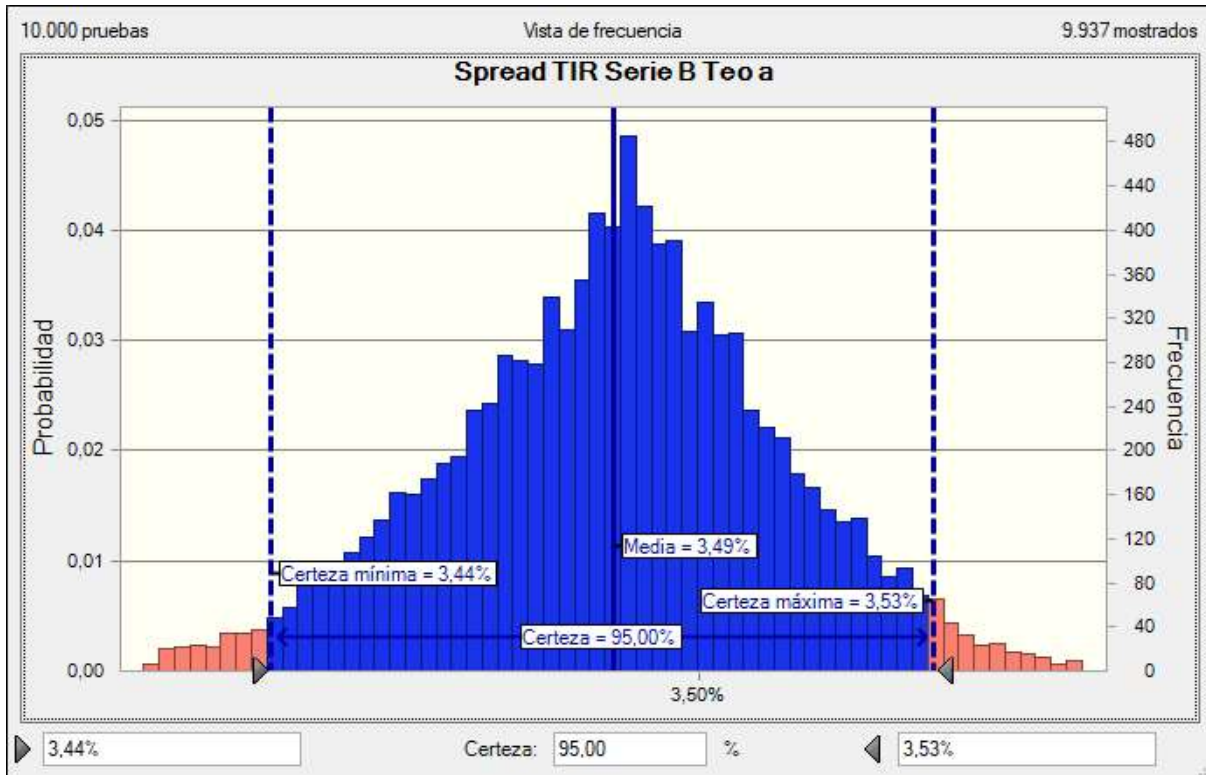
Sensibilización cartera de activos

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 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. 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 de financiamientos. Por otra parte, dado que la rentabilidad ofrecida de la Serie B 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. 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 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 izquierdo muestra la probabilidad de obtener dicho valor y el eje derecho muestra la frecuencia con que se observa ese dato.

Rentabilidad esperada Serie B (preferente)



La rentabilidad de la Serie B se muestra a través del *spread* respecto a la TIP. En el gráfico se puede observar que el modelo entrega un retorno esperado de 3,49%, de acuerdo con lo prometido en el reglamento interno. Sin embargo, se muestra una desviación del 0,05% y 0,04% (en la cota superior como inferior, respectivamente) respecto a la media. Esto es producido principalmente por el efecto combinado de los retiros de capital y los movimientos de la TIP en los distintos escenarios, que provocan distorsiones que afectan la rentabilidad de la serie. Este efecto podría ser aplacado modificando los retiros que se realizan, ajustándolos al comportamiento real del 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.

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%.

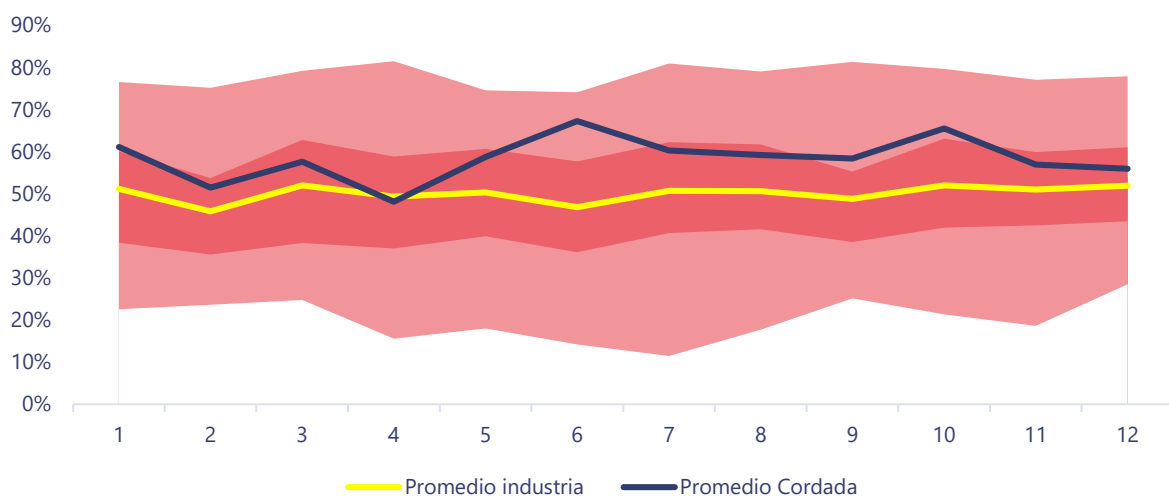


Ilustración 1: Tasa de pago

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.

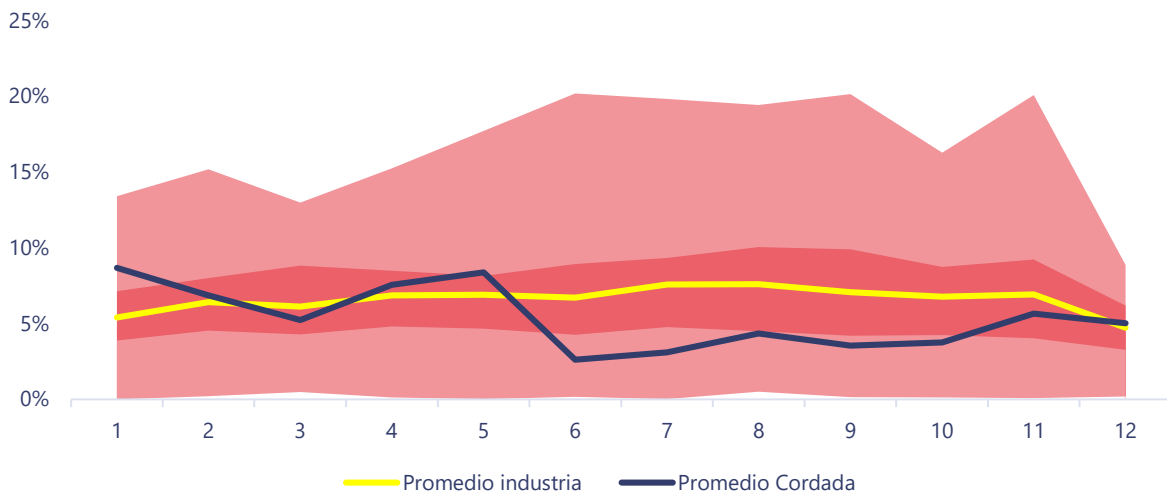


Ilustración 2: Mora Relevante

La evolución del *default*³ 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 Ilustración 3), 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.

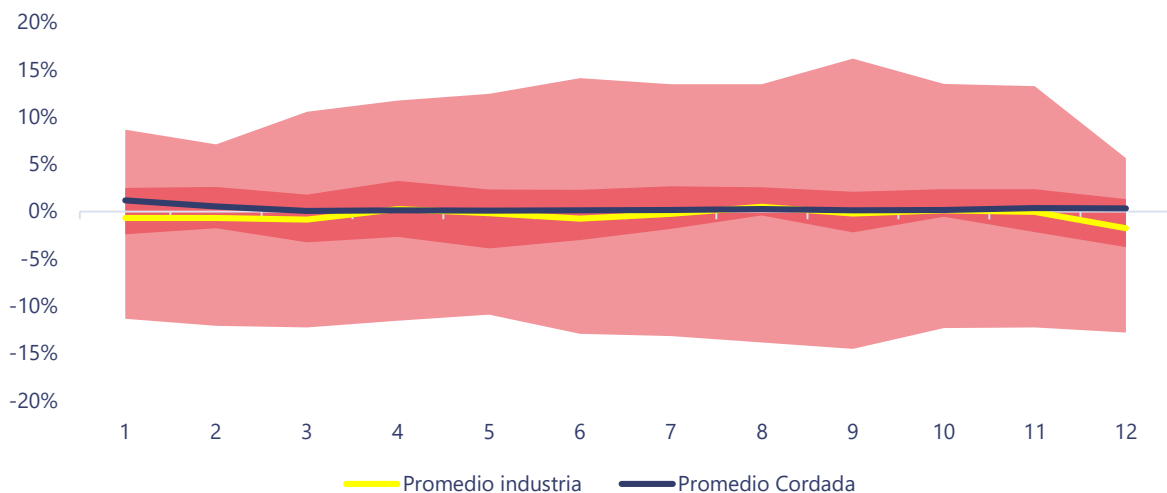


Ilustración 3: Default de la Cartera neto de provisiones

³ 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.

En cuanto a la tasa de compra de los activos, se estableció de acuerdo con el promedio de compra de Cordada. Finalmente, para el cálculo de la TIP se realizó un análisis de la TIP de 30 a 89 días publicada por el Banco Central desde el año 2000. En base a lo anterior y al escenario proyectado, es el valor que toman las variables que inciden en el 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.

Adicionalmente, se consideraron aspectos particulares del activo subyacente, como la opción de retroventa de las facturas cedidas que poseen las operaciones de Cordada, 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 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 30 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 90 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.

Tabla 1: Escenarios

		Tasa de Pago	Mora	Default Anual ⁴	Tasa Compra Activos	TIP
Normal	Promedio	56,00%	10,00%	1,00%	1,00%	2,90%
	Máxima	58,80%	12,00%	1,10%	1,10%	4,00%
	Mínima	53,20%	8,00%	0,90%	0,90%	1,50%
Crisis Leve	Promedio	50,40%	14,00%	1,60%	0,90%	5,90%
	Máxima	52,92%	16,00%	1,76%	0,99%	11,00%
	Mínima	47,88%	12,00%	1,44%	0,81%	4,00%
Crisis Severa	Promedio	45,36%	22,00%	3,20%	1,20%	0,70%
	Máxima	47,63%	30,00%	3,52%	1,32%	1,30%
	Mínima	43,09%	18,00%	2,88%	1,08%	0,50%
Positivo	Promedio	61,60%	9,00%	0,90%	1,68%	0,45%
	Máxima	64,68%	10,80%	0,99%	1,85%	0,50%
	Mínima	58,52%	7,20%	0,81%	1,51%	0,40%

Las variables de Mora y *Default Anual* han sido modificadas respecto del año anterior producto de la nueva información enviada por Cordada. En relación con estos datos es que se ha decidido aumentar la mora en

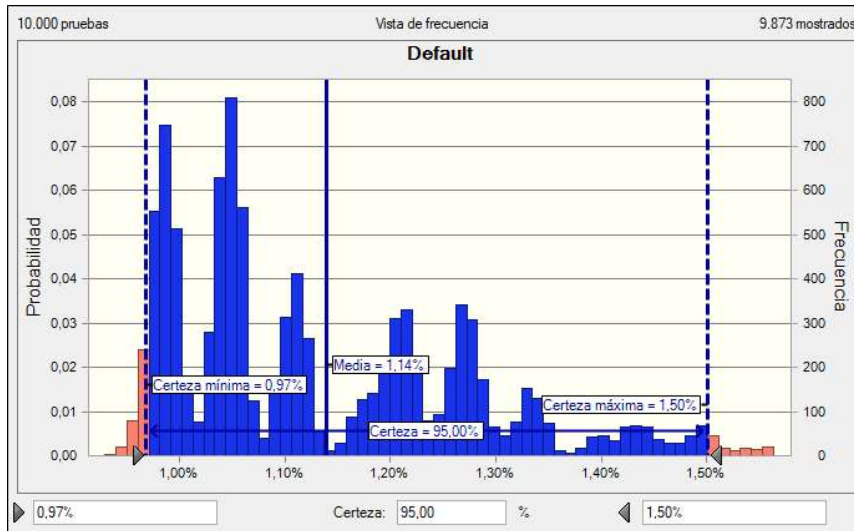
⁴ Se refiere al *default* de la cartera; no obstante, para el fondo, la pérdida esperada es menor por cuanto las compañías de *factoring* con las cuales opera Cordada suscriben un compromiso de retroventa de las facturas cedidas.

200 puntos base para cada escenario y disminuir el default en 20 puntos base, de forma que el modelo se ajuste mejor al comportamiento de la cartera que gestiona Cordada.

Anexo 2: Variables clave

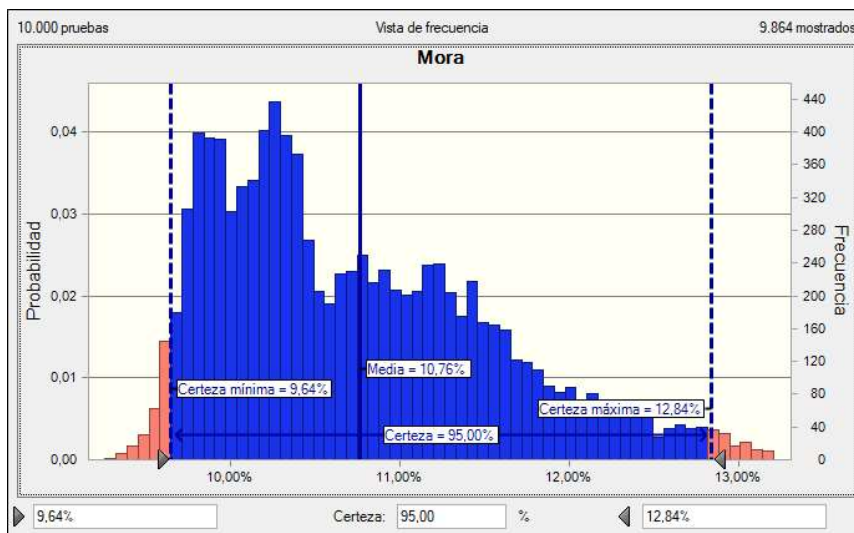
En esta sección se muestran los valores de las distintas variables clave en los cuatro escenarios establecidos en el modelo Montecarlo.

Default promedio ponderado⁵



Percentiles	Valores de previsión
0%	0,93%
10%	0,98%
20%	1,00%
30%	1,04%
40%	1,05%
50%	1,10%
60%	1,13%
70%	1,21%
80%	1,27%
90%	1,33%
100%	1,99%

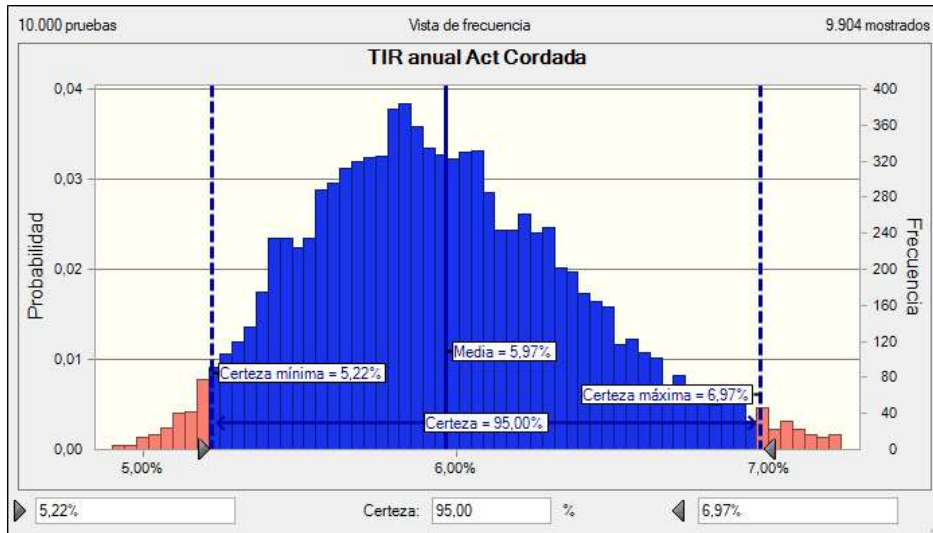
Mora promedio ponderado



Percentiles	Valores de previsión
0%	9,26%
10%	9,82%
20%	9,98%
30%	10,18%
40%	10,33%
50%	10,55%
60%	10,84%
70%	11,15%
80%	11,45%
90%	11,95%
100%	15,90%

⁵ La ponderación se efectuó en función del stock de deuda de cada mes. Este default es 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%	4,90%
10%	5,42%
20%	5,58%
30%	5,70%
40%	5,82%
50%	5,92%
60%	6,04%
70%	6,17%
80%	6,33%
90%	6,56%
100%	8,36%

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.