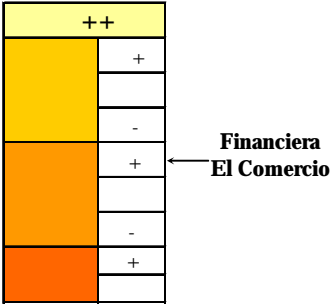
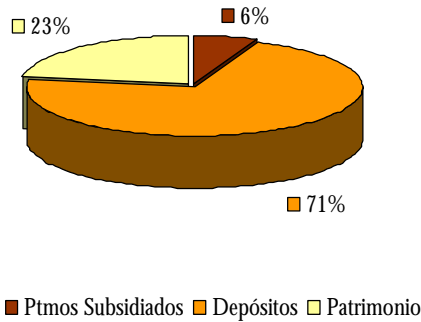


<b>Financiera El Comercio</b>	<b>Tercera Calificación</b>	<b>PARAGUAY</b>
<i>Institución Supervisada</i>	<i>Informe a Diciembre del 2005</i>	
<b>Contactos</b>	<b>Descripción Resumida</b>	
<b>MicroRate:</b> María Belén Effio <a href="mailto:maria@microrate.com">maria@microrate.com</a> Telf. +51(1) 442-5050 <a href="http://www.microrate.com">www.microrate.com</a>	Financiera El Comercio es la quinta financiera (por tamaño de cartera) del sistema financiero paraguayo, con 30 años de experiencia. Sin embargo, desde 1990 se profundizó su estrategia de posicionamiento en el negocio del microcrédito. Tiene entre sus accionistas a la ONG internacional ACCION Gateway Fund, de amplia trayectoria en el sector.	
<b>Financiera El Comercio:</b> Cristian Heisecke <a href="mailto:cristianheisecke@elcomercio.com.py">cristianheisecke@elcomercio.com.py</a> Eduardo Borgognon <a href="mailto:eduardoborgognon@elcomercio.com.py">eduardoborgognon@elcomercio.com.py</a> Telf. +59 (5) 21 440-880	Bajo una metodología de crédito individual, dentro del ámbito urbano y rural, administra una cartera de US\$13.3 millones, atendiendo a más de 27 mil clientes, con una red de 17 agencias concentradas en la región oriental del país. Su principal fuente de fondeo son los depósitos del público, con 6,500 clientes.	
<b>CALIFICACION</b>	<b>+</b>	
Fecha de Visita <b>Abril 2006</b> Calificación Anterior Fecha Calific. Anterior <b>Diciembre 2004</b> Perspectiva a Futuro <b>Estable</b>	<b>Puntos Sobresalientes</b>	
	<b>POSITIVO</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Sostenido crecimiento con calidad</li> <li>- Buena metodología crediticia en vías de uniformizarse</li> <li>- Plana gerencial y directiva capacitada</li> <li>- Buenos niveles de liquidez</li> <li>- Alta rentabilidad</li> </ul>	
	<b>NEGATIVO</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Baja productividad del personal.</li> <li>- Baja cobertura por provisiones</li> <li>- Mercado con topes sobre la tasa de interés y con creciente competencia</li> </ul>	
<b>Principales Indicadores de Desempeño</b>		
	<b>Dic-04</b>	<b>Dic-05</b>
Cartera Bruta*	\$9,456	\$13,393
Número de clientes	20,876	27,113
ROE**	24.1%	14.1%
Rendimiento de Cartera	41.2%	39.2%
Cartera en Riesgo	7.3%	5.0%
Gastos Operativos	19.6%	21.6%
Saldo de Crédito por Cliente	\$453	\$494
Prestatarios por Empleado	41	54
* (000 \$)		
** Ajustado		

**Fuentes de Fondos**



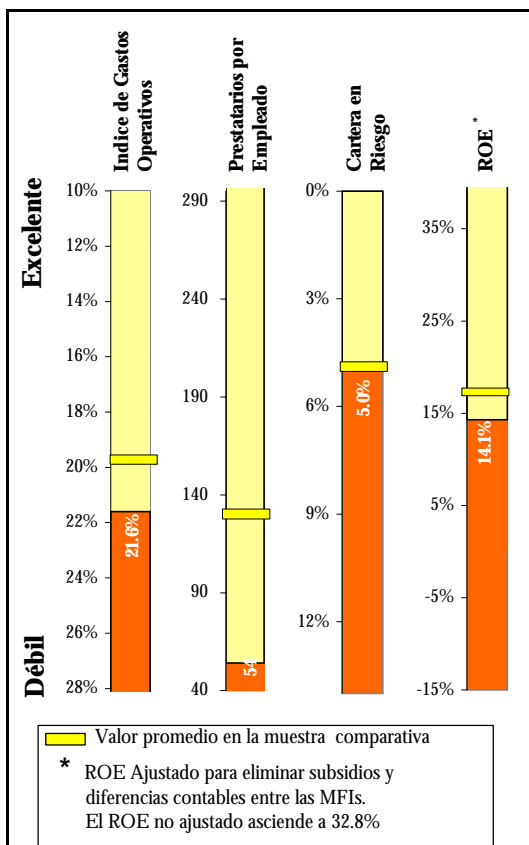
**Fundamentos de Calificación**

Financiera El Comercio es una microfinanciera que va logrando avances importantes tanto en su desempeño operativo como financiero.

Un crecimiento sano en las operaciones, refleja el esfuerzo por aplicar una metodología crediticia adecuada (en vías de uniformizarse aún), complementada con el mayor énfasis en las cobranzas y en control interno.

Su organización muestra mayor estabilidad del personal aunado a una mayor especialización en funciones. Sin embargo, todavía sigue siendo una debilidad institucional su bajo nivel de productividad, que se convierte en serio limitante para impulsar su eficiencia operativa.

**Calificación de Desempeño<sup>1</sup>**



Una fortaleza institucional es el trabajo coordinado entre la Gerencia General y la Junta Directiva, caracterizada por su activa participación y compromiso con el posicionamiento y sostenibilidad de la entidad. Enfrentando un mercado crecientemente competitivo, se vienen buscando estrategias interesantes que buscan su diferenciación, complementada con la mayor diversificación de servicios financieros y no financieros.

Los avances señalados también se observan en su perfil financiero, caracterizado por buenos niveles de rentabilidad, alta liquidez y solvencia. Aunque presenta crecientes márgenes operativos, todavía se encuentran afectados por el aumento en el gasto operativo y la presión competitiva sobre el rendimiento de cartera. En ese sentido, es un reto para El Comercio que, consolidando su crecimiento con calidad, pueda impulsar su eficiencia operativa vía productividad.

<sup>1</sup> Sólo los ratios Gastos Operativos y ROE han sido comparados con IMFs con préstamo promedio menor a US\$500; los demás ratios con el promedio de las 40 MFIs evaluadas por MicroRate.

## Contexto

PERFIL DEL PAIS	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Dic-05
Inflación Anual	7.3%	10.5%	14.2%	4.3%	9.9%
Devaluación Anual	33.8%	50.6%	-13.9%	2.2%	-2.4%
Tasa de Cambio, fin del periodo/US\$	4,718.1	7,103.6	6,115.0	6,250.0	6,100.0
Tasa de Depósito Promedio	18.5%	24.2%	5.3%	5.1%	6.2%
Crecimiento Anual del PIB*	2.7%	-2.3%	2.6%	4.1%	2.7%

Fuente: International Finance Statistic

\*Para el 2004 y 2005, las cifras fueron tomadas del Banco Central de Paraguay

Paraguay es una economía pequeña, basada principalmente en la exportación agropecuaria (soya, algodón y ganado vacuno), netamente importadora, con un fuerte vínculo comercial con los grandes países vecinos, Brasil y Argentina.

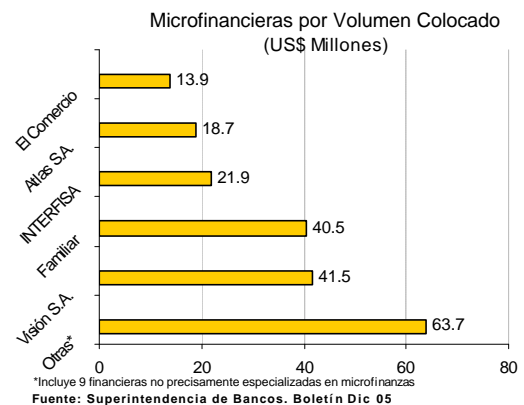
Pese a desarrollarse bajo una política monetaria administrada (con metas anuales por inflación), este indicador se incrementó significativamente el 2005 debido parcialmente al alza mundial en el precio del petróleo y la apreciación del real brasileiro frente a su moneda local. Aunque la inflación continúa manteniéndose en los niveles más altos de la región, se logró cierta tranquilidad en otros sectores como el cambiario (con una revaluación del guaraní frente al dólar) y dentro del sector real, liderando el crecimiento del producto bruto el rubro agropecuario.

Del mismo modo, el sector bancario, compuesto por doce bancos privados, catorce financieras y un banco de fomento estatal, muestra mayor dinamismo por colocaciones y captaciones, con mejores resultados por calidad y rentabilidad, respecto a periodos previos. Esto demuestra la confianza que va recuperando el público en la banca local, caracterizada históricamente por recurrentes crisis financieras. La banca no opera bajo un sistema de libre mercado; existen topes a las tasas activas impuestas por el Banco Central<sup>2</sup>, parcialmente compensados con comisiones.

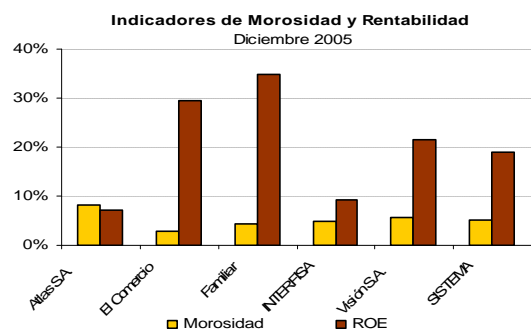
Para el mercado microfinanciero local no existe un marco legal específico. Existen parámetros referenciales para definir microempresa como el tamaño de activos y volumen de ventas (no mayores a US\$20 mil y US\$100 mil, respectivamente), que resultan comparativamente altos para el tamaño tradicional de este tipo de negocio.

<sup>2</sup> Las tasas activas del sistema pueden fijarse hasta en un 50% por encima de las tasas de referencia determinadas por el Banco Central. Una reciente medida reajustó las comisiones adicionales hasta el equivalente a cinco jornales mínimos ó US\$35 dólares (antes el tope alcanzaba los US\$50 dólares).

Como apoyo a la evaluación crediticia, dos centrales de riesgo (una facilitada por el Banco Central y otra privada) informan sobre el historial de clientes. Actualmente, son las financieras reguladas las que se especializan en microcrédito, seguidas por cooperativas (no reguladas), y una aún tímida incursión de la banca. Entre las microfinancieras más competidoras figuran El Comercio, Familiar, Interfisa y Visión. En promedio, y respecto al 2004, las microfinancieras lograron un crecimiento anual de 24%; un descenso en morosidad<sup>3</sup> (7.01% en diciembre 2004 versus 5.1% a fines 2005); y un incremento en los depósitos captados de 17% anual.



El mercado paraguayo viene mostrando una creciente competitividad, reflejada en la presión por flexibilizar las condiciones de los microcréditos, como por ejemplo rebaja en las tasas cobradas, ampliación del plazo y menores garantías exigidas.



<sup>3</sup> Incluye sólo cartera vencida mayor a 60 días, no créditos refinanciados

**Operaciones Microfinancieras**

<b>PERFIL EL COMERCIO (US\$'000)</b>	<b>Dic-01</b>	<b>Dic-02</b>	<b>Dic-03</b>	<b>Dic-04</b>	<b>Dic-05</b>
Cartera Bruta	\$10,443	\$6,456	\$8,167	\$9,456	\$13,393
<i>Cambio Anual de Cartera Bruta</i>	-10.8%	-38.2%	26.5%	15.8%	41.6%
Número de Prestatarios	23,422	21,617	21,617	20,876	27,113
<i>Cambio Anual en Numero de Prestatarios</i>	83.1%	22.8%	0.0%	-3.4%	29.9%
Número de Préstamos Vigentes	24,413	22,653	22,915	22,979	30,309
Promedio Saldo de Creditos-Por Prestatario (u.)	\$446	\$299	\$378	\$453	\$494
Ingreso Neto	\$479	-\$230	\$468	\$854	\$1,113
Personal Total	198	161	143	155	213
Retorno Sobre Patrimonio Promedio	16.4%	-11.7%	25.9%	32.7%	32.8%
Gastos Operativos / Cartera Bruta Promedio	15.6%	16.0%	19.4%	19.6%	21.6%
Cartera en Riesgo / Cartera Bruta	12.0%	18.3%	9.5%	7.3%	5.0%
Número de Prestatarios/ Analista	61	93	115	128	172
Número de Prestatarios/ Total Personal	26	30	40	41	54
Rendimiento de la Cartera	38.6%	35.0%	43.7%	41.2%	39.2%

Financiera El Comercio ha logrado destacables avances en su desempeño operativo que incluyen el consistente impulso sobre el producto de microcrédito, el fortalecimiento de la metodología crediticia y el del control interno.

El empuje dado a la colocación del microcrédito y a la ampliación de la base de clientes, explican el significativo incremento de la cartera (41% anual) y del número de clientes (30% anual), que permitió mantener el tamaño del préstamo promedio por debajo de los US\$500 dólares.

El crecimiento también estuvo asociado a la ampliación de la red de atención (abarcando toda la región oriental) con cinco nuevas agencias abiertas durante el 2005, que totalizan 17, más tres locales especiales (dedicados exclusivamente al servicio de giros y remesas).

La estrategia de 18 años atrás de impulsar el microcrédito (Ver Reporte Microrate 2003 y 2004) continúa siendo consistente. Sin embargo, el mayor énfasis puesto hace cinco años está logrando el liderazgo de este producto en su cartera. Dentro de éste se incluye también al crédito agrícola, con una metodología propia al flujo económico del sector, adecuado al exigir distintas fuentes de ingresos a los productores.

Siguiendo un favorable esquema de diversificación crediticia, se ofrece también el crédito de consumo (para asalariados y microempresarios independientes), de pequeña empresa y de

mejoramiento de vivienda (lanzado a inicios del 2005). Las variantes a estos productos incluyen los represtamos, créditos paralelos y recurrentes (ampliaciones), dirigidos a sus mejores clientes. A éstas se añaden operaciones pasivas (a través de cuentas de ahorro y a plazo) y otros servicios no financieros como el cobro de remesas y operaciones de cambio de moneda.

**Detalle de Cartera a Diciembre 2005**

Producto	Cartera		Clientes		Crédito Promedio	Cartera en Riesgo %*
	US\$(000)	%	N°	%		
Microcrédito	6,994	52.2%	11,343	41.5%	\$617	4.1%
Agrícola	610	4.6%	239	0.9%	\$2,552	1.1%
Pequeña Empresa	3,389	25.3%	183	0.7%	\$18,518	4.2%
Consumo	3,010	22.5%	15,587	57.0%	\$193	8.0%
<b>Total</b>	<b>13,393</b>	<b>100%</b>	<b>27,352</b>	<b>100%</b>	<b>\$490</b>	<b>5.0%</b>

\*Saldo de créditos con atrasos mayores a 30 días más refinanciados

A pesar de la restricción sobre las tasas activas (además de la presión competitiva), la institución busca el mayor rendimiento de su cartera, colocando sus productos en moneda local (76% del total) y dentro de rangos más bajos por tamaño, por las que se cobran tasas más altas. Los plazos son cortos (10 meses promedio), con lo cual se agiliza su rotación.

Un sistema de aprobación descentralizado en las agencias promueve su competitividad para una rápida atención al cliente (la mayor parte de las operaciones caen dentro del nivel de autonomía asignado a las agencias hasta por US\$2,000). En ese sentido, se ha promovido una adecuada metodología, enfocada en la capacidad de pago, con comités participativos, aunque todavía en vías de uniformización. Los analistas de microcrédito no están precisamente especializados. Algunos atienden

al crédito agropecuario, microcrédito y de vivienda; los créditos de consumo son evaluados por el personal de plataforma (atención al cliente). Los créditos de pequeña empresa por los propios Jefes de Agencia.

No obstante, resulta positivo el control operativo a distinto nivel, es decir, desde Jefes de Agencia y Gerentes Regionales, hasta el auditor interno (*Ver Organización y Gerencia*).

Las cobranzas en efectivo realizadas por los propios analistas continúan potenciando riesgo de fraudes en el personal (que de hecho ya ocurrieron en algunas agencias). Entretanto no se encuentre una solución óptima, la entidad viene poniendo especial control sobre una entrega inmediata y válida del dinero cobrado.

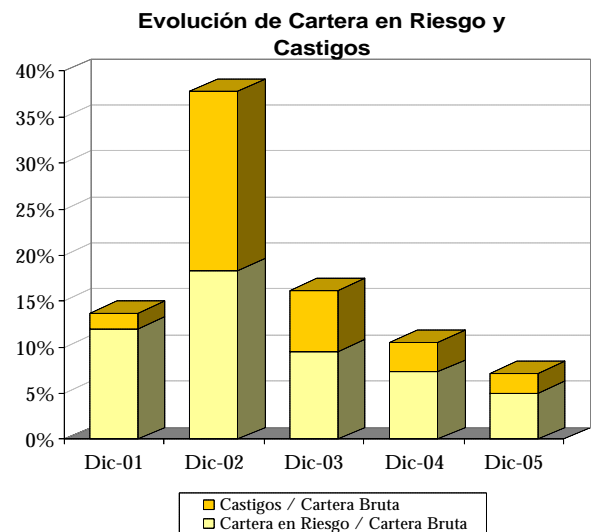
## Calidad de Cartera

El fortalecimiento metodológico así como el énfasis puesto en la cobranza oportuna (con incentivos económicos para los analistas) explican la consistente mejora en la calidad de la cartera.

En efecto, la cartera en riesgo muestra una trayectoria decreciente a partir del 2002, que ubica a El Comercio dentro del promedio de las 40 microfinancieras de la muestra MicroRate (4.9% a junio 2005); resultando comparativamente mejor que el promedio de microfinancieras locales (5.1% a diciembre 2005). No obstante, los castigos alcanzan al 2.5% de la cartera bruta promedio (aunque bajo una tendencia decreciente), manteniéndose todavía por encima del promedio de la muestra MicroRate (0.8% de la cartera bruta); y la cobertura por provisiones resulta aún baja (a pesar de una tendencia creciente) para cubrir adecuadamente la cartera en riesgo.

La prioridad puesta en el análisis sobre la capacidad de pago e historial crediticio del cliente (monitoreada a través de las centrales de riesgo) ha fortalecido la evaluación de los créditos. Sin embargo, también ha resultado relevante impulsar la cobranza desde el primer día de atraso del cliente, recompensando económicamente el esfuerzo de analistas y jefes de agencia por mantener índices de morosidad dentro de lo proyectado (no mayor a 5%). Los comités semanales de mora ayudan en el seguimiento cercano a las operaciones más riesgosas, además de existir un apoyo personal por

parte del Jefe de Agencia en los casos de mayor dificultad.



Las gestiones de recuperación se agotan a partir de los 200 días de atraso, momento a partir del cual el crédito es castigado (penalizando al analista por única vez) y vendido a la empresa de recuperaciones<sup>4</sup> de la cual El Comercio es propietaria. Es importante que la entidad mantenga un control cercano e independiente sobre el movimiento de este tipo de operaciones con el fin de minimizar riesgos asociados a la flexibilización en políticas de cobranza, responsabilidad que corresponde a los analistas e instancias supervisoras.

De acuerdo a los estándares aplicados por MicroRate, la cobertura por provisiones es consistentemente creciente (al cierre del 2005 ya cubre al 77% de la cartera en riesgo). Sin embargo, siguiendo la normativa de la Superintendencia, que incluye la aplicación de provisiones genéricas, este ratio alcanza al 128% de la cartera en riesgo.

Operaciones riesgosas como las refinanciamientos son controladas y solamente aprobadas por instancias superiores que alcanzan a la Gerencia de Créditos.

## Organización y Gerencia

Con el crecimiento, El Comercio va logrando una organización más descentralizada y especializada en sus funciones, con objetivos específicos de

<sup>4</sup> Sistemas y Gestiones S.A

convertirse en una microfinanciera estable, capacitada y eficiente.

En el nivel ejecutivo más alto, dos gerencias (Financiera y Comercial) realizan una administración conjunta y coordinada de la institución. La Gerencia Financiera es ocupada por un profesional de larga trayectoria en el cargo y dentro de la entidad. El se encarga de la función administrativa, incluyendo Recursos Humanos, Contabilidad y Sistemas de Información.

Del lado de la Gerencia Comercial se encuentra un contador con cinco años en el cargo. A pesar de su experiencia previa en banca de consumo, ha sabido adaptarse satisfactoriamente al negocio del microcrédito, y hoy lidera los cambios positivos implementados. De él dependen las áreas de servicios financieros y no financieros. Dentro de las primeras, se encuentran las gerencias de Depósitos y Colocaciones; éstas últimas con tres Gerencias Regionales que agrupan varias agencias.

El personal de créditos de mandos medios como los Jefes de Agencia y Gerentes Regionales ha desarrollado, principalmente, carrera institucional. Los analistas, con un alto porcentaje de nuevos aún (asociado también a la expansión operativa), vienen siendo capacitados principalmente con trabajo de campo, siguiendo a los analistas de mayor experiencia.

Roles importantes en la administración del control interno y del análisis preventivo de riesgos generales, son desarrollados por Auditoría Interna y Riesgos, respectivamente. En ambos casos, liderados por profesionales que van perfeccionando sus funciones sobre la marcha. Es importante destacar la gestión del Auditor (independiente y con acceso directo a la Junta Directiva) en la realización de una auditoría metodológica que pretende vigilar el cumplimiento de la política crediticia.

Del lado de Riesgos, es importante señalar que existe un inicial enfoque sobre potenciales alertas al desempeño crediticio, que piensa reforzarse con mayor capacitación de su personal en microfinancieras regionales líderes.

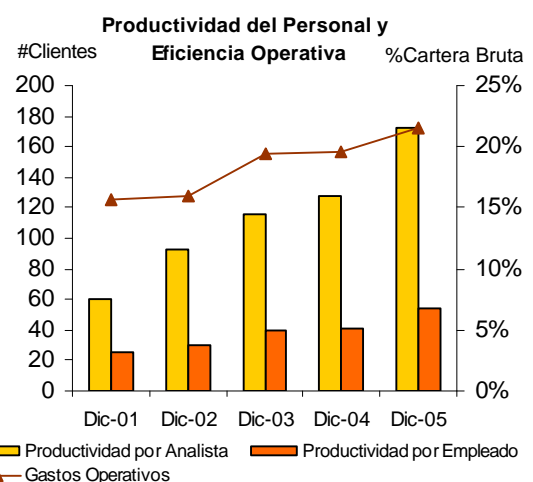
### **Personal y Productividad**

Aunque la productividad del personal continúa siendo una debilidad, existe un objetivo institucional orientado a impulsar este indicador y el de

eficiencia, promoviendo un ambiente laboral estable. En efecto, en primer lugar, se está superando la observación por inestabilidad del personal de créditos (Ver *Reporte MicroRate 2004*), al haberse reajustado los sueldos y sus bonificaciones. Asimismo, para promover un ambiente motivador a nivel general (sobre el que existe actualmente una evaluación al clima laboral), se ofrece una línea de carrera institucional, desarrollando un plan de capacitación que espera implementarse este 2006.

Resulta positivo que las medidas orientadas a impulsar la productividad (por ejemplo, bonificando la ampliación de la base de clientes) estén mostrando resultados favorables. A pesar que cerca del 50% del personal tiene menos de un año en la entidad, es decir todavía en formación, se haya incrementado los ratios de productividad del personal y analistas (54 y 172, respectivamente). Aunque resulta positivo que ambos indicadores muestran una tendencia consistentemente creciente, sus niveles se encuentran aún muy por debajo del promedio de la muestra MicroRate (130 y 295 clientes por empleado y por analista a junio 2005).

Si se evalúa por separado la productividad del analista agrícola, quien por la dispersión de sus clientes logra niveles de productividad comparativamente más bajos, el indicador resulta todavía inferior. En efecto, la productividad del analista de crédito agrícola de El Comercio alcanza los 174 clientes, en tanto que el promedio de la muestra MicroRate para empresas similares alcanza los 205 clientes.



Una productividad baja como la que muestra El Comercio representa un límite para impulsar su eficiencia operativa. De hecho el crecimiento de la

cartera no logra diluir los gastos operativos que, bajo un constante incremento, se asocian a la implementación de nuevas agencias, reajuste en sueldos y mayor publicidad. Su actual indicador de gastos operativos (21.6%) se encuentra, no obstante, cercano al promedio de la muestra MicroRate para empresas comparables, con préstamos promedio por debajo de los US\$500 (19.7% a junio 2005).

### **Sistema de Información Gerencial**

A la fecha, se encuentra operativa en su totalidad una nueva plataforma informática (desarrollada internamente), que muestra ventajas en velocidad, capacidad y seguridad. Los módulos principales se encuentran integrados, existiendo una interconexión en línea con todas sus agencias. Esta última particularidad permite realizar comités en tiempo real con la oficina principal para la aprobación dentro de autonomías más altas.

La propiedad de los códigos fuente les permite mayor flexibilidad para desarrollar nuevos módulos adecuados al negocio. Por ejemplo, se está trabajando en un sistema de información gerencial que facilite a los gerentes la construcción de indicadores de gestión.

En cuanto a seguridad, se realizan respaldos diarios en un servidor especial, distribuyendo la información en distintos locales. Se han delimitado los accesos por usuario; asimismo, se bloquean aquellas operaciones que no cumplan con la política establecida (por ejemplo, las ampliaciones, si no se cancela al menos el 50% del crédito anterior).

## **Gobierno y Posicionamiento Estratégico**

Financiera El Comercio nació hace treinta años, principalmente enfocada en atender a la pequeña y mediana empresa, sector seriamente afectado por las sucesivas crisis en el sistema financiero local. Hace poco más de cinco años, el negocio se reorientó hacia el microempresario paraguayo en el que, aplicándose una metodología apropiada y liderado por su gerencia y directores, se vienen logrando favorables resultados.

Su Junta Directiva (compuesta por siete directores titulares que incluyen a los dos principales gerentes, y dos directores suplentes) es estable. La conforman empresarios locales y profesionales de la banca, con una activa participación en el diseño estratégico y en el monitoreo sobre el desempeño institucional. Ellos van aprendiendo del negocio sobre la marcha, mostrándose unánimes en el objetivo de equilibrar su misión de apoyo financiero con impacto social, sin perder sostenibilidad y rentabilidad en el negocio.

Hace un año su composición accionarial se vio modificada con el ingreso de una ONG Internacional de larga trayectoria en microfinanzas, Acción Internacional, que está apoyando, en cierta medida, el fortalecimiento institucional en este sector. Existe un claro compromiso del accionariado de reforzar el capital, aprobándose por ejemplo, la reinversión del 60% de las utilidades del 2005. Estos se encuentran además dispuestos a la incorporación de nuevos socios con recursos frescos, sobre lo que se está negociando un probable ingreso de una institución de envergadura internacional.

### **Composición del Accionariado de Financiera El Comercio**

<b>Accionista</b>	<b>Total Acciones*</b>	<b>% PART.</b>
Accion Gateway Fund L.L.C.	2,041,000,000	17.01%
González de Heisecke, María Adela	1,812,000,000	15.10%
Heisecke Rivarola, Carlos A.	1,811,000,000	15.09%
Rivarola de Velilla, Teresa	1,512,000,000	12.60%
Heisecke Velazquez, Cristian J.	1,265,000,000	10.54%
Otros accionistas con menos de 6% participación indiv.	3,559,000,000	29.66%
<b>Total</b>	<b>12,000,000,000</b>	<b>100.00%</b>

\* Valor de cada acción, Gs. 1 millón (equivalente US\$164 dólares)

La estrategia con miras al futuro está bien definida. Seguir en el nicho de atención principal que es el microcrédito, ofreciendo una variada oferta de productos crediticios dentro del ámbito urbano y

rural (a través del crédito agropecuario), que incluyan también otros segmentos como pequeña empresa.

En camino a un mayor posicionamiento, se tiene previsto seguir abriendo sucursales siempre que exista un mercado que lo justifique. El ingreso a la capital Asunción desde el año pasado tiene dos propósitos. Uno, seguir ganando presencia en un mercado importante que, aunque más competitivo, permita seguir ampliando su base de clientes con productos diferenciados. El segundo propósito, captar recursos del público en esta importante plaza para seguir sustentando la expansión del negocio.

Bajo un esquema de oferta variada y diferenciada de servicios financieros (que incluyen productos como el crédito de vivienda, no ofrecido aún por sus competidores cercanos), se busca mantener la competitividad y diversificar el riesgo crediticio. En ese mismo sentido, utilizando el convenio con una de las empresas más grandes de envío de dinero a nivel mundial (Western Union) se está desarrollando un plan de negocio con remesas de inmigrantes paraguayos. El proyecto piloto incluye a la colonia en Argentina (una de las más grandes generadoras de remesas) que implicará la captación de remesas a manera de depósitos y el respaldo a operaciones de microcrédito a nivel local.

Otros aspectos de la estrategia institucional, incluyen potenciar la ventaja que como entidad financiera tienen para ofrecer otros servicios, tanto financieros (tarjetas de crédito y captación de depósitos) como no financieros (remesas, operaciones de cambio y el pago de servicios domésticos). Asimismo, El Comercio es accionista en Bancard, empresa administradora de tarjetas de crédito; Sistemas y Gestiones S.A., una empresa de cobranza de créditos y Pronet S.A., una empresa de sistemas de cobranza electrónica.

Finalmente, la visión incluye convertirse en una microfinanciera líder a nivel local, fuertemente posicionada en el negocio del microcrédito, sobre la base de una organización estable, capacitada y sostenible.

**Situación Financiera**

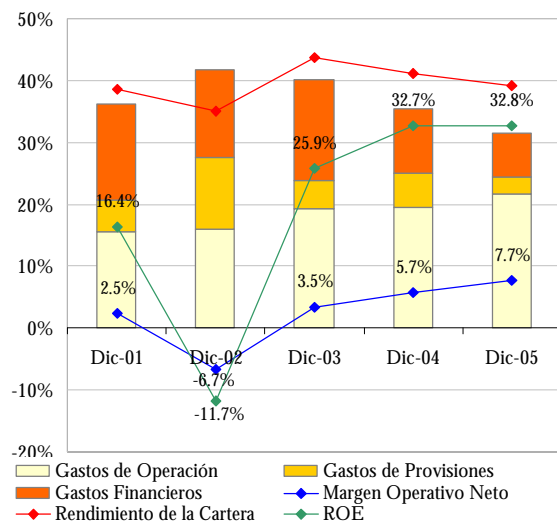
INDICES FINANCIEROS	Dic-01	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Dic-05
<b>Adecuación de Patrimonio</b>					
Deuda / Patrimonio	4.0	4.9	3.9	3.4	3.4
<b>Calidad de Activos</b>					
Cartera en riesgo / Cartera bruta	12.0%	18.3%	9.5%	7.3%	5.0%
Castigos/ Cartera bruta promedio	1.6%	14.9%	7.4%	3.4%	2.5%
Provisiones / Cartera en riesgo	41.7%	52.2%	45.9%	66.7%	77.3%
Gasto de provisiones / Cartera bruta promedio	5.0%	11.6%	4.4%	5.4%	3.6%
<b>Gerencia</b>					
Gastos de operación / Cartera bruta promedio	15.6%	16.0%	19.4%	19.6%	21.6%
Número de Prestatarios/ Analista	61	93	115	128	172
Número de Prestatarios/ Total Personal	26	30	40	41	54
<b>Rendimiento</b>					
Ingreso neto / Patrimonio promedio	16.4%	-11.7%	25.9%	32.7%	32.8%
Ingreso neto / Activo promedio	3.3%	-2.0%	4.5%	6.7%	7.0%
Rendimiento de cartera	38.6%	35.0%	43.7%	41.2%	39.2%
Costo de fondeo	16.0%	14.2%	15.5%	9.7%	6.9%
<b>Liquidez</b>					
Caja y Bancos + Inv. Temporales / Depósitos	28.1%	32.6%	40.8%	37.7%	28.0%
Caja y Bancos + Inv. Temporales / Cartera Bruta	21.3%	29.3%	34.7%	37.2%	25.1%

Buenos indicadores de rentabilidad, solvencia y liquidez sustentan una favorable posición financiera de El Comercio.

Hace tres periodos consecutivos, la entidad logró mejorar sus márgenes operativos netos <sup>5</sup> (de 3.5% en el 2003 a 7.7% en el 2005) a través de una reducción en el gasto de provisiones (asociado a la mejora en la calidad de cartera) y en el gasto financiero (en casi tres puntos). Sin embargo, las principales amenazas sobre este indicador se vinculan a los límites legales impuestos sobre la tasa de interés activa (*Ver Contexto*), y la creciente presión competitiva. En efecto, entre el 2003 y 2005, el rendimiento de cartera ha caído poco más de cuatro puntos, influenciado en parte por la rebaja en las tasas cobradas por sus más fuertes competidores.

De otro lado, los gastos operativos (2 puntos por encima del periodo previo) continúan presionando el margen operativo neto, debido a la inversión en ampliar la capacidad operativa, fortalecer la imagen institucional y consolidar al personal. Es un reto para la entidad mejorar su eficiencia operativa, aprovechando las economías de escala que genera el

crecimiento de la cartera, así como el empuje sobre la productividad del personal.

**Composición del Margen Operativo Neto y ROE**


La estructura financiera de la entidad es liderada por los depósitos del público (71% del fondeo total), que financian el 90% de la cartera, a un costo comparativamente más bajo. Aunque las tasas pasivas ofrecidas son inferiores al promedio del mercado, la solidez y confianza en la entidad permite que los depósitos crezcan a un ritmo de 25% anual promedio. Si bien no existe riesgo de

<sup>5</sup> Definido como la diferencia entre el rendimiento de cartera y los gastos por provisiones, gastos financieros y gastos operativos.

concentración por clientes (los 20 mayores tienen el 21% del total de depósitos), persiste el riesgo de volatilidad, principalmente si la mayor parte de los depósitos vencen en el corto plazo (57% del total).

El acceso a financiamiento comercial continúa siendo limitado, esto representa menor diversificación de deuda y resta holgura financiera. A fines del 2005, tienen como único acreedor al Fondo de Cooperación Española-AECL, con deuda por US\$1 millón a largo plazo, en moneda extranjera. Aunque no existe brecha de financiamiento para el crecimiento del 2006 (estimado en 35% anual), se están negociando nuevas acreencias que les permitirán diversificar inicialmente sus pasivos. Entre éstas se incluirían al

BID (a través de la Corporación Interamericana de Inversiones -CII), un banco de segundo piso local y una línea revolvente de corto plazo contratada con Citibank de Paraguay. Entre tanto, el ratio de apalancamiento actual (3.4 veces) resulta inferior al de periodos anteriores debido al fortalecimiento del patrimonio vía capitalización de utilidades. Este ratio es todavía manejable para una entidad regulada como El Comercio, dándole margen para acceder a nuevas fuentes.

**CALCE DE PLAZOS (En US\$)**

ACTIVO	VISTA	30 DIAS	90 DIAS	180 DIAS	1 AÑO	3 AÑOS	> A 3 AÑOS	Total
Disponibilidades	2,534,172	0	0	0	0	0	0	2,534,172
Valores Públicos y Privados	0	0	0	86,961	204,590	182,111	77,743	551,406
Cartera de Créditos	483,432	1,850,618	3,776,503	5,269,319	2,144,618	227,075	0	13,751,565
Otras Inversiones	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total de Activos</b>	<b>3,017,604</b>	<b>1,850,618</b>	<b>3,776,503</b>	<b>5,356,280</b>	<b>2,349,208</b>	<b>409,187</b>	<b>77,743</b>	<b>16,837,143</b>
PASIVO								
Obligaciones por Intermediación Financiera- Sector Financiero	4,775	0	0	0	0	0	1,038,489	1,043,264
Obligaciones por Intermediación Financiera- Sector No Financiero	2,867,641	623,241	1,752,414	2,613,535	2,826,527	1,457,749	0	12,141,108
<b>Total de Pasivos</b>	<b>2,872,417</b>	<b>623,241</b>	<b>1,752,414</b>	<b>2,613,535</b>	<b>2,826,527</b>	<b>1,457,749</b>	<b>1,038,489</b>	<b>13,184,372</b>
<b>Brecha</b>	<b>145,187</b>	<b>1,227,377</b>	<b>2,024,088</b>	<b>2,742,745</b>	<b>-477,319</b>	<b>-1,048,562</b>	<b>-960,746</b>	<b>3,652,771</b>
<b>Brecha Acumulada</b>	<b>145,187</b>	<b>1,372,565</b>	<b>3,396,653</b>	<b>6,139,398</b>	<b>5,662,079</b>	<b>4,613,517</b>	<b>3,652,771</b>	

La entidad muestra un buen colchón de liquidez para solventar su crecimiento en los próximos meses, demostrando además su capacidad de pago de corto plazo. A diciembre 2005, el disponible sobre cartera bruta y sobre depósitos alcanza el 25% y 28%, respectivamente. Existe un buen manejo de excedentes de liquidez al buscar las opciones de inversión más atractivas que el promedio de mercado.

A pesar que la mayor parte de sus pasivos vencen principalmente en el corto plazo, una estructura de activos (75% de la cartera bruta) con vencimiento dentro del año, reduce su riesgo de descalce por plazo. (Ver Cuadro superior)

Del mismo modo, existe un bajo riesgo de descalce por moneda debido a que sus activos y pasivos se encuentran mayormente estructurados en similar moneda (73% y 71% del total, respectivamente). Dicho de otro modo, el ratio activo sobre pasivo en moneda local alcanza 1.3 veces; en tanto que el ratio activo sobre pasivo en moneda extranjera alcanza las 1.2 veces.

Financiera El Comercio es una entidad rentable. Un alto ROE de más de 30% al cierre del 2005 (similar al del 2004) proviene del crecimiento de la utilidad

neto, acompañado de un incremento en el capital. En efecto, los resultados netos del último periodo se elevaron, en cierta medida influenciados por otros ingresos provenientes de operaciones de remesas, tipo de cambio, recuperación de cartera y otros servicios. Aún, luego de ajustes (Ver *Ajustes Financieros*) el ROE logra un aceptable nivel de 14.1% (24.1% al cierre del 2004).

**Futuro**

- Se proyecta un ratio de crecimiento anual de la cartera de 35% anual, que será parcialmente financiado con recursos locales y extranjeros. No enfrenta brecha financiera
- Capitalización del 60% de las utilidades del 2005 y la posible incorporación de un socio institucional estratégico.
- Apertura en el 2006 de cuatro nuevas sucursales tanto en Asunción como en el interior del país, con miras a fortalecer su posicionamiento en el microcrédito y mejorar imagen.

<b>BALANCE GENERAL (US\$'000)</b>	<b>Dic-01</b>	<b>Dic-02</b>	<b>Dic-03</b>	<b>Dic-04</b>	<b>Dic-05</b>
<b>ACTIVO</b>					
Caja y Bancos	2,128	1,447	2,513	3,180	2,812
Inversiones Temporarias	98	442	324	334	548
Cartera Neta	9,921	5,840	7,810	8,994	12,875
Cartera Bruta	10,443	6,456	8,167	9,456	13,393
<i>Cartera Vigente</i>	9,193	5,276	7,389	8,764	12,723
<i>Cartera en Riesgo</i>	1,250	1,180	779	692	670
Provisiones para Préstamos Dudosos	522	616	357	462	518
Intereses Devengados Por Cobrar	414	218	292	309	516
Otros Activos Corrientes	218	159	83	94	214
<b>Activo Corriente</b>	<b>12,780</b>	<b>8,105</b>	<b>11,023</b>	<b>12,911</b>	<b>16,964</b>
Inversiones de Largo Plazo	354	320	379	394	124
Activo Fijo	662	445	482	491	691
Otros Activos	-	-	-	-	-
<b>Total Activo</b>	<b>13,796</b>	<b>8,870</b>	<b>11,883</b>	<b>13,795</b>	<b>17,779</b>
<b>PASIVOS</b>					
Ahorros	1,710	1,690	2,180	858	2,049
Depósitos a Plazo Fijo, Corto Plazo	5,605	3,612	4,053	6,523	4,773
Obligaciones, Corto Plazo	393	0	(0)	-	13
Otros Pasivos, Corto Plazo	1,163	729	925	473	991
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>8,871</b>	<b>6,031</b>	<b>7,158</b>	<b>7,854</b>	<b>7,826</b>
Depósitos a Plazo Fijo, Largo Plazo	599	497	721	1,940	5,166
Obligaciones, Largo Plazo	1,791	951	1,784	1,000	1,000
Cuasicapital	-	-	-	-	-
Otros Pasivos, Largo Plazo	-	-	-	-	-
<b>Total Pasivo</b>	<b>11,261</b>	<b>7,479</b>	<b>9,663</b>	<b>10,793</b>	<b>13,992</b>
<b>PATRIMONIO</b>					
Capital	1,917	1,273	1,479	1,600	1,967
Ganancias (Pérdidas) Periodo	479	(230)	468	854	1,113
Resultado de Ejercicios Anteriores	(189)	-	(46)	-	-
Otras Cuentas de Capital	328	348	320	547	707
<b>Total Patrimonio</b>	<b>2,535</b>	<b>1,391</b>	<b>2,221</b>	<b>3,001</b>	<b>3,787</b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>	<b>13,796</b>	<b>8,870</b>	<b>11,883</b>	<b>13,795</b>	<b>17,779</b>

Fuente de los Estados Financieros:

 Reportes  
 Gerencia

 Reportes  
 Gerencia

 Reportes  
 Auditados

 Reportes  
 Auditados

 Reportes  
 Auditados

<b>ESTADO DE RESULTADOS (US\$'000)</b>	<b>Dic-01</b>	<b>Dic-02</b>	<b>Dic-03</b>	<b>Dic-04</b>	<b>Dic-05</b>
Ingresos de Intereses y Comisiones	4,279	2,961	3,192	3,631	4,473
<i>Intereses Percibidos</i>	3,865	2,743	2,900	3,322	3,957
<i>Intereses Devengados</i>	414	218	292	309	516
Gastos de Intereses y Comisiones	1,720	1,199	1,202	923	800
<b>Ingreso Financiero Neto</b>	<b>2,560</b>	<b>1,762</b>	<b>1,991</b>	<b>2,708</b>	<b>3,673</b>
Provisión para Préstamos Dudosos	556	982	321	477	328
<b>Ingreso Financiero, Después de Provisión</b>	<b>2,003</b>	<b>780</b>	<b>1,669</b>	<b>2,232</b>	<b>3,345</b>
Gastos Operativos	1,731	1,348	1,416	1,729	2,468
<i>Personal</i>	943	796	890	943	1,293
<i>Otros Gastos Operativos</i>	788	552	526	786	1,175
<b>Ingreso Neto de Operaciones</b>	<b>272</b>	<b>(568)</b>	<b>253</b>	<b>503</b>	<b>876</b>
Otros Ingresos	420	385	466	316	453
<i>Ingresos de Inversiones</i>	60	58	106	51	39
<i>Otro Ingresos No Extraordinarios</i>	360	327	360	265	415
Otros Gastos	133	48	233	23	179
<i>Ajuste por el Efecto de Inflación</i>	-	-	-	-	-
<i>Otros Gastos No Extraordinarios</i>	133	48	233	23	179
<b>Ingresos No Operativos Netos</b>	<b>559</b>	<b>(231)</b>	<b>486</b>	<b>797</b>	<b>1,150</b>
Extraordinarios	(26)	1	(0)	30	(66)
<i>Ingresos Extraordinarios</i>	-	1	-	30	8
<i>Gastos Extraordinarios</i>	26	-	0	-	74
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	<b>533</b>	<b>(230)</b>	<b>485</b>	<b>827</b>	<b>1,084</b>
Impuestos	54	-	18	106	174
<b>Resultado</b>	<b>479</b>	<b>(230)</b>	<b>468</b>	<b>722</b>	<b>910</b>

**Fuente de los Estados Financieros:**

 Reportes  
 Gerencia

 Reportes  
 Gerencia

 Reportes  
 Auditados

 Reportes  
 Auditados

 Reportes  
 Auditados

## Ajustes Financieros

---

Los Estados Financieros son presentados de acuerdo a un formato común, pero no fueron ajustados por diferentes políticas de contabilización y tampoco por subsidios. Para permitir una comparación entre instituciones microfinancieras, las tablas a continuación muestran indicadores de desempeño, basados en estados financieros ajustados. Los ajustes están concentrados en las siguientes áreas: ajuste por inflación en caso la institución no lo realice, intereses por colocaciones, los cuales son reconocidos sólo por el método de efectivo, castigos y provisiones por colocaciones, las cuales son recalculadas en base a una fórmula generalmente aceptada como prudente para carteras con las características típicas de una microfinanciera<sup>6</sup> y el ajuste por fondos subsidiados<sup>7</sup>.

MicroRate efectuó cuatro tipos de ajustes: por intereses devengados (US\$207 mil), por inflación (US\$278 mil), por provisiones (US\$117 mil) y por subsidio de fondos (US\$33 mil). Los montos deducidos del resultado neto lo redujeron de US\$ 1,109 mil a US\$478 mil, con lo cual el ROE al cierre del 2005 se redujo de 32.8% a 14.1%.

---

<sup>6</sup> MicroRate castiga préstamos en mora > 180 días y recalcula las provisiones de acuerdo con lo siguiente:

1-30 días	10%
31-60 días	30%
61-90 días	60%
> 90 días	100%
Refinanciados	50%
Refinanciados con > 1 día mora	100%

<sup>7</sup> MicroRate toma la tasa de depósitos del FMI/Estadísticas Financieras Internacionales como tasa mínima de mercado para préstamos en moneda local. Para pasivo en US\$, el LIBOR a un año +2% y la tasa preferencial se utilizan para los préstamos a corto y largo plazo respectivamente. La diferencia entre la tasa mínima del mercado y la tasa cobrada por los fondos se aplica a la media de los fondos en balance y es imputada como un gasto financiero adicional.

**TABLA DE COMPARACIONES AJUSTADA**  
**(US\$'000)**
**BASADA EN 40 INSTITUCIONES LATINOAMERICANAS DE**  
**MICROFINANCIAMIENTO**
**Periodo: Junio 2005**
**(Indicadores de resultados son anualizados)**
**Cartera de Préstamos**

	MINIMO	1ER. QUARTIL	PROMEDIO	MEDIANA	3ER. QUARTIL	MAXIMO
Cartera Bruta	\$540	\$5,577	\$32,467	\$15,417	\$46,349	\$132,679
<i>Cambio Anual Cartera Bruta</i>	2.7%	25.6%	44.2%	39.0%	55.2%	123.4%
Número de Préstamos Vigentes	2,020	9,245	44,361	25,485	54,521	378,998
<i>Cambio Anual en Número de Préstamos Vigentes</i>	-6.2%	9.5%	24.8%	21.1%	35.6%	80.5%
Número de Prestatarios	1,652	9,005	41,709	22,583	53,913	365,710
<i>Cambio Anual en Número de Prestatarios</i>	-6.2%	8.9%	23.1%	19.3%	29.9%	80.0%
Saldo promedio de Prestatarios -Montos en Unidades	\$120	\$414	\$813	\$746	\$1,096	\$2,818
Cartera en Riesgo / Cartera Bruta	0.0%	2.2%	4.9%	4.4%	6.5%	15.6%
Castigos / Cartera Bruta Promedio	0.0%	0.1%	0.8%	0.3%	1.0%	5.4%
Provisiones No Ajustadas / Cartera en Riesgo no Ajustada	61.2%	83.6%	205.5%	96.2%	175.2%	2124.1%
Gasto de Provisiones / Cartera Promedio	0.3%	1.8%	3.1%	2.4%	3.7%	11.8%

**Indicadores de Productividad**

Gastos operativos / Cartera bruta promedio	9.8%	14.6%	24.0%	19.0%	29.5%	78.2%
Numero de Prestatarios por Oficial de Credito	95	193	295	228	392	703
Número de Prestatarios/Total Personal	40	78	131	112	176	295
Rendimiento de Cartera	20.7%	32.4%	44.1%	39.8%	45.5%	114.3%
Gasto de personal /Cartera bruta promedio	5.6%	7.7%	13.8%	10.6%	16.1%	44.9%
Oficiales de crédito / Total personal	31.2%	39.4%	44.3%	43.8%	48.6%	73.9%
Sueldo variable / Sueldo base	0.0%	5.4%	39.3%	37.5%	58.0%	194.6%
Personal con < 12 meses en la empresa	3.6%	25.9%	33.2%	30.4%	40.0%	69.3%

**Relaciones Financieras**

Pasivo / Patrimonio	0.0	0.7	3.1	3.3	4.6	8.7
Patrimonio/Activo	9.9%	17.1%	33.3%	21.9%	55.8%	98.0%
Ingreso Neto / Patrimonio promedio (ROE)	-15.2%	7.5%	18.4%	18.1%	27.6%	62.3%
Ingreso Neto / Activo promedio (ROA)	-3.1%	2.4%	5.8%	4.6%	6.7%	23.0%
Gasto de interes no Ajustado/ Cartera bruta promedio	0.0%	5.1%	7.3%	7.9%	9.9%	17.9%
Gasto de interes no Ajustado / Oblig. financieras promedio (Disp + Inv temporarias) / Cartera Bruta	1.8%	8.7%	22.0%	15.9%	24.0%	134.1%

**Montos Absolutos**

Ingresos por Intereses y Comisiones	\$227	\$1,962	\$11,081	\$4,247	\$15,820	\$102,843
Resultado Neto	(\$632)	\$207	\$2,147	\$532	\$2,109	\$29,875
Activo Total	\$651	\$7,489	\$41,088	\$17,816	\$56,799	\$171,483
Depósitos	\$0	\$0	\$14,170	\$0	\$12,868	\$119,299
Fondos Financieros (excluye Depósitos)	\$0	\$2,543	\$15,715	\$8,922	\$18,894	\$103,655
Patrimonio	\$120	\$2,384	\$9,044	\$5,008	\$12,668	\$59,065

**TABLA DE COMPARACIONES AJUSTADA**  
**(US\$'000)**
**Periodo: Junio 2005**
**(Indicadores de resultados son anualizados)**
**Cartera de Préstamos**

	D-FRIF	PROMUJER BOLIVIA	WWB BUCARAMANGA	ADOPEM	EL COMERCIO
	Bolivia	Bolivia	Colombia	Dominican Republic	Paraguay
Cartera Bruta	\$10,448	\$8,224	\$27,430	\$14,844	\$10,355
<i>Cambio Anual Cartera Bruta</i>	18.1%	44.7%	15.8%	123.4%	22.3%
Número de Préstamos Vigentes	23,217	54,406	65,338	51,615	23,688
<i>Cambio Anual en Número de Préstamos Vigentes</i>	30.3%	26.8%	29.0%	17.4%	3.8%
Número de Prestatarios	23,217	54,406	65,317	51,615	21,165
<i>Cambio Anual en Número de Prestatarios</i>	30.3%	26.8%	29.5%	17.4%	-2.7%
Saldo promedio de Prestatarios -Montos en Unidades	\$450	\$151	\$420	\$288	\$489
Cartera en Riesgo / Cartera Bruta	2.4%	0.6%	0.6%	2.8%	7.1%
Castigos / Cartera Bruta Promedio	3.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.7%
Provisiones No Ajustadas / Cartera en Riesgo no Ajustada	213.2%	620.2%	100.0%	98.5%	70.0%
Gasto de Provisiones / Cartera Promedio	0.3%	1.2%	0.3%	2.6%	2.0%

**Indicadores de Productividad**

Gastos operativos / Cartera bruta promedio	13.8%	31.6%	14.9%	28.7%	22.8%
Numero de Prestatarios por Oficial de Credito	407	513	703	459	128
Número de Prestatarios/Total Personal	197	160	287	237	40
Rendimiento de Cartera	29.7%	39.8%	35.6%	67.1%	43.0%
Gasto de personal /Cartera bruta promedio	7.7%	16.0%	8.5%	15.7%	11.7%
Oficiales de crédito / Total personal	48.3%	31.2%	40.8%	51.6%	31.6%
Sueldo variable / Sueldo base	38.0%	0.0%	38.0%	80.0%	194.6%
Personal con < 12 meses en la empresa	38.1%	n/a	31.9%	25.8%	50.0%

**Relaciones Financieras**

Pasivo / Patrimonio	0.0	0.4	4.6	0.6	3.7
Patrimonio/Activo	98.0%	64.4%	17.5%	61.1%	20.3%
Ingreso Neto / Patrimonio promedio (ROE)	12.2%	6.0%	45.7%	24.4%	12.8%
Ingreso Neto / Activo promedio (ROA)	12.0%	3.8%	8.7%	14.2%	2.7%
Gasto de interes no Ajustado/ Cartera bruta promedio	0.0%	1.9%	11.1%	10.7%	8.2%
Gasto de interes no Ajustado / Oblig. financieras promedio (Disp + Inv temporarias) / Cartera Bruta	0.0%	4.4%	13.7%	17.8%	7.6%
	13.0%	24.0%	19.9%	8.0%	35.2%

**Montos Absolutos**

Ingresos por Intereses y Comisiones	\$2,866	\$2,770	\$9,099	\$7,207	\$4,046
Resultado Neto	\$1,403	\$390	\$2,281	\$2,383	\$369
Activo Total	\$12,540	\$10,999	\$35,701	\$22,740	\$14,773
Depósitos	\$0	\$0	\$0	\$3,741	\$9,986
Fondos Financieros (excluye Depósitos)	\$0	\$3,013	\$28,709	\$4,392	\$1,007
Patrimonio	\$12,292	\$7,078	\$6,242	\$13,897	\$3,002

## MicroRate Calificación de Desempeño Microfinanciero

Nota	Definición de la Calificación Microfinanciera
++	<p>Aquellas IMF's que muestran una relación <b>excepcionalmente sólida</b> en aspectos financieros, operativos y estratégicos, dentro de las buenas prácticas en microfinanzas; en comparación con un conjunto de empresas internacionales similares y dentro de los estándares de la industria de microfinanzas. <b>Óptima</b> Eficiencia y Eficacia. <b>Muy Bajo Riesgo / Excelente Administración de Riesgos</b>, que deja a la empresa mínimamente susceptible ante cambios en el entorno económico.</p>
+  -	<p>Aquellas IMF's que exitosamente muestran una relación <b>equilibradamente clara y racional</b> en aspectos financieros, operativos y estratégicos, dentro de las buenas prácticas en microfinanzas; en comparación con un conjunto de empresas internacionales similares y dentro de los estándares de la industria de microfinanzas. <b>Excelente</b> Eficiencia y Eficacia; <b>Bajo Riesgo / Buena Administración de Riesgos</b>; que deja a la empresa mínimamente susceptible ante cambios en el entorno económico.</p>
+	<p>Aquellas IMF's que <b>trabajan para definir</b> una relación racional entre aspectos financieros, operativos y estratégicos dentro de las buenas prácticas en microfinanzas; en comparación con un conjunto de empresas internacionales similares y dentro de los estándares de la industria de microfinanzas. <b>Buena</b> Eficiencia y Eficacia; <b>Moderado Riesgo / Satisfactoria Administración de Riesgos</b>; que deja a la empresa medianamente susceptible ante cambios en el entorno económico.</p>
-	<p>Aquellas IMF's que <b>no han definido aún</b> una relación clara entre aspectos financieros, operativos y estratégicos dentro de las buenas prácticas en microfinanzas; en comparación con un conjunto de empresas internacionales similares y dentro de los estándares de la industria de microfinanzas. <b>Aceptable</b> Eficiencia y Eficacia; <b>Moderado Riesgo / Inadecuada Administración de Riesgos</b>; que deja a la empresa significativamente susceptible ante cambios en el entorno económico.</p>
+	<p>Aquellas IMF's <b>con debilidades financieras, operativas o estratégicas que amenazan, hoy o en un futuro dado, la viabilidad de la empresa</b>; en comparación con un conjunto de empresas internacionales similares y dentro de los estándares de la industria de microfinanzas. <b>Débil</b> Eficiencia y Eficacia; <b>Alto Riesgo</b>, que deja a la empresa altamente susceptible ante cambios en el entorno económico.</p>