



VISION S.A. DE FINANZAS E.C.A.

Contactos: Delfina Cavanagh, Buenos Aires, (54) 11-4891-2153,
delfina_cavanagh@sandp.com; Carina López Espiño, Buenos Aires, (54) 11-4891-2118,
carina_lopez@sandp.com

Fecha

Noviembre 20, 2007.

Calificación Crediticia en Escala Global

B/Estable/--

Principales Razones de la Calificación

Fortalezas

- Estructura diversificada de ingresos gracias a la amplia gama de servicios ofrecidos
- Políticas cautelosas de activos y pasivos
- Experiencia administrativa en desarrollar negocios en entornos de estrés financiero
- Fuerte posición competitiva
- Operatoria rentable

Debilidades

- Los elevados riesgos inherentes a operar en el sistema financiera paraguayo, en gran parte consecuencia del elevado riesgo soberano del país
- La empresa opera en un sector riesgoso del mercado
- Los desafíos de consolidar la calidad de activos y cobertura con provisiones logrados dada su amplia participación en sectores de mucho riesgo

Fundamentos

Las calificaciones de Visión S.A. de Finanzas E.C.A (Visión) están limitadas por la incertidumbre intrínseca al sistema financiero paraguayo y al elevado riesgo soberano del país. Visión es una empresa financiera que opera en un sector tradicionalmente riesgoso de préstamos al consumidor y de créditos para micro y pequeñas empresas en los sectores de ingresos bajos y medios. Estas debilidades se encuentran parcialmente contrarrestadas por la buena diversificación de ingresos de Visión, con una relativamente elevada participación de comisiones por servicios en los ingresos totales, para una empresa de su tamaño y perfil.

Visión opera en uno de los sectores más riesgosos del mercado. Sin embargo, en los últimos años ha estado apuntando a un nuevo sector, -compuesto mayormente por pequeñas y medianas empresas-, a fin de incrementar su base de clientes y diversificar su cartera

**STANDARD
& POOR'S**

comercial. En este contexto, Visión ya ha solicitado autorización al Banco Central de Paraguay para empezar a operar como banco en el 2008. Con esta transformación, el banco dispondrá de nuevas oportunidades y desafíos en su intento por incrementar su penetración de mercado hacia nuevos sectores sin por ello descuidar sus costos operativos ni dejar de cubrir las necesidades de su sector de clientes tradicional.

Los elementos favorables para la calificación de Visión incluyen los planes adecuados utilizados para el control de mora tras la crisis de 2002 y que luego fueron fortalecidos en 2006 con medidas de prevención adicionales. Asimismo, afectan positivamente a la calificación, la experiencia de la gerencia de la empresa en el desarrollo del negocio en entornos de elevado estrés financiero. Visión ha estado mejorando de forma sostenida la calidad de sus activos, superando incluso con su buen desempeño al grupo de 14 instituciones financieras. La mejora de calidad de activos se evidencia en una tasa moderada de préstamos impagos de 2,4% a septiembre de 2007, desde 6,3% un año atrás.

La cobertura de créditos incobrables se incrementó significativamente, alcanzando un 141,6% de la cartera morosa a 60 días, demostrando así el compromiso de la gerencia de alcanzar el objetivo de tener una cobertura de 100% de cartera en mora mayor a 30 días, encontrándose dicho ratio en 101.7% a Septiembre de 2007.

Si bien los niveles de capital regulatorio se han incrementado, los ratios de capitalización según metodología de Standard & Poor's han tendido a la baja debido al significativo crecimiento de la empresa en los últimos años. Al 30 de septiembre de 2007, la tasa ajustada de capital sobre activos según Standard & Poor's, alcanzó el 9,13%, desde el 10,65% de diciembre de 2006. A pesar de haber recibido nuevos flujos de capital, Visión sigue necesitando nuevos aportes de capital o una mayor capitalización de sus ganancias a fin de sostener sus niveles actuales de crecimiento. Como consecuencia de estas necesidades, los accionistas han buscado, con éxito, incorporar nuevos inversores a la entidad.

La empresa finalizó su proyecto de re-ingeniería, incluidas redefiniciones de procesos, sistemas generales e instrumentos de administración de información, a finales de 2006. Como parte del proceso, la certificación ISO de los procesos recientemente definidos ha sido alcanzada y renovada. Dentro de las tareas pendientes, se encuentran los ajustes finales en el sistema de puntajes; una implementación operativa completa que hará que el análisis crediticio y los procesos de concesión sean más rápidos y eficientes; y la incorporación de nueva tecnología a fin de ampliar la base de clientes sin incrementar los costos de forma significativa.

Con activos totales valuados en PG543,2 mil millones (US\$108 millones) al 30 de septiembre de 2007, Visión es la institución financiera paraguaya más grande en términos de activos, depósitos y préstamos. Los depósitos alcanzaron los PG430 mil millones (US\$85,5 millones) y los préstamos netos al sector no financiero llegaron a PG387,8 mil millones (US\$77,1 millones). En ambos casos hubo una participación de mercado del 23,8%, en el grupo de las 14 instituciones financieras que componen el sistema financiero paraguayo. La posición comercial líder de Visión se basa en su red de distribución de alcance nacional y en su amplia gama de productos. Dentro del grupo más amplio de 27 bancos y empresas

STANDARD & POOR'S

financieras, Visión está ubicada número 12 en términos de activos (con participación de mercado del 2,4%) y número 13 en depósitos (participación del 2,2%).

Tendencia

La tendencia estable refleja nuestra expectativa de que, a pesar de los riesgos operativos y soberanos aún elevados, la implementación exitosa de cambios apuntados a incrementar la eficiencia y a mejorar las herramientas de administración, permitirá a Visión continuar mejorando su actual posición competitiva sin sufrir un deterioro significativo de su cartera de préstamos. Una suba de la calificación está limitada por el estrecho vínculo entre la calidad crediticia del soberano y la del sistema financiero. Por otro lado, un importante deterioro de la economía paraguaya o una caída en los niveles de capitalización de la entidad, resultarían en una reducción de las calificaciones.

Perfil

Visión es una empresa financiera supervisada por el Banco Central de Paraguay, dedicada a ofrecer créditos y servicios en la industria de micro-finanzas y al sector de consumo tradicional en los sectores de ingresos bajos y medios. La empresa fue creada en 1992 a partir de la iniciativa de 11 accionistas paraguayos que se hicieron cargo de dirigir la empresa. A fin de profundizar su desarrollo en el sector de micro-finanzas, en 1998 Visión incorporó como accionista a ProFund International S.A., una institución internacional cuyo objetivo es permitir que empresas micro-financieras con fines de lucro alcancen una masa operativa crítica en América Latina y en el Caribe. En 2004, Visión recibió una inversión estratégica de parte de Acción Investment, que quedó materializada a través de la adquisición de acciones de dividendos privilegiados. Tras un crecimiento acelerado y luego de haber logrado un nivel de diversificación algo inusual para una empresa financiera, Visión ofrece una amplia gama de servicios y productos, incluidas líneas de crédito para individuos y micro- y pequeñas empresas. También ofrece tarjetas de créditos, cajas de ahorro en dólares y en divisa local, servicio de cambio de divisas, pago de salarios, cobro de servicios, cajeros automáticos, tarjetas de débito y cobro de tributos. Además, Visión actúa como agente de manejo de remesas y prevé incrementar su participación a través de la expansión de nuevos canales. En este sentido, Visión ya empezó a trabajar con distintas firmas, como ser Money Gram y Latinoenvios del Grupo Santander.

Tras la apertura de tres nuevas sucursales en los últimos tres meses, a Septiembre de 2007 la empresa cuenta con una red de 32 centros de atención al cliente y 18 cajeros electrónicos en Asunción y en el interior de Paraguay. Para mejorar el desempeño de las sucursales, se implementaron algunos cambios tecnológicos, como ser nuevas cajas de seguridad, tecnología telefónica IP, un centro de contacto y un rediseño web, entre otros ajustes. El área comercial está dividida en tres regiones y cada una cuenta con un gerente responsable de controlar el desempeño de las sucursales en la región y de desarrollar los presupuestos regionales. Paralelamente a esta estructura, el área comercial cuenta con gerentes de productos. Cada sucursal tiene empleados de soporte administrativo y personal dedicado a tareas de generación de negocios.

STANDARD & POOR'S

Desde el comienzo de sus operaciones, Visión ha sido analizada por diversos fondos internacionales, agencias multilaterales y otras instituciones financieras, estableciendo relaciones con organizaciones que le permitieron alcanzar el múltiple objetivo de incorporar *know-how*, recibir contribuciones de capital para su crecimiento y obtener acceso a fondeo en términos más que beneficiosos, según los estándares del sistema financiero paraguayo. En este contexto se enmarca la participación de la sociedad como institución financiera intermediaria para la canalización de recursos del Banco Interamericano de Desarrollo (IADB) a través de los programas Globales de Crédito para la Microempresa, que le ha permitido a Visión liderar el segmento de las microfinanzas en Paraguay.

En 2003, la empresa obtuvo la certificación ISO 9001, que fue renovada en 2006 bajo la auditoría de TÜV Rheinland Argentina S.A. Aunque ha finalizado su proyecto de reingeniería, Visión está todavía completando su migración a los nuevos sistemas tecnológicos de información, que le derivarán en una importante reducción de los costos operativos. Visión está, además, implementado un desarrollo comercial a través de canales complementarios como ser Internet, teléfonos y otras terminales automatizadas, a fin de intensificar el contacto con sus clientes.

Estructura accionaria y estatus legal

Visión es propiedad mayormente de accionistas paraguayos, quienes a octubre de 2007, tenían el 65,7% de las acciones. Acción Investment in Microfinance, una organización multinacional de micro-finanzas, tiene el 23,9% de la masa accionaria, un inversor japonés tiene el 9,9% y las acciones restantes pertenecen a varios inversores. Un grupo de seis socios fundadores con experiencia en el sector financiero, componen el Comité Ejecutivo encargado de la conducción y administración de las distintas áreas de la entidad. Las principales decisiones estratégicas de la sociedad se adoptan por consenso en el seno del Comité Ejecutivo. Su accionista institucional, Acción Investments no participa en las decisiones operativas de la entidad pero evalúa periódicamente el desempeño de la empresa.

Al 30 de septiembre de 2007, Visión tenía 587 empleados, encontrándose la mayoría de ellos dedicados a tareas comerciales. Debido a que la estructura administrativa y de back-up no representa un costo fijo elevado, y a que el personal dedicado a la generación de negocios se encuentra en gran parte remunerado de acuerdo al desempeño, Visión posee una estructura de gastos relativamente flexible.

Estrategia

El objetivo de Visión es consolidar su liderazgo en el ámbito de la microfinanzas, tanto en lo que hace al financiamiento como a la provisión de servicios financieros a las micro y pequeñas empresas. El mercado objetivo de la compañía son los "microclientes", entendidos como destinatarios de créditos de bajo monto (financiando tanto a la microempresa como al consumo tradicional), o productos de ahorro (a través de depósitos a la vista y a plazo) y la provisión de servicios para el mismo segmento (cobro de facturas, transferencias, cambio de moneda). Con este amplio menú de servicios, inusual tanto para una microfinanciera tradicional como para una compañía de financiamiento al consumo, Visión aspira a satisfacer

STANDARD & POOR'S

todo el espectro de productos demandados por los "microclientes" y convertirse en su principal referente. De forma más reciente, Visión se ha puesto como objetivo llegar a nuevos sectores comerciales, mayormente pequeñas y medianas empresas, a fin de incrementar su base de clientes y diversificar su cartera comercial. A estos los clientes se les otorgan créditos de entre \$50,000 y \$100,000. Visión está interesada también en el sector agrícola, aunque limitado a un perfil específico para evitar incorporar clientes riesgosos. Asimismo, la empresa tiene nuevos productos en carpeta. A fin de llevar a cabo este nuevo plan, la empresa ha reforzado sus áreas comerciales, ha expandido sus redes de distribución y ha reorganizado sus áreas administrativas.

(%)	2002	2003	2004	2005	S2006	S2007
Consumidores y empleados	16,9	26,8	21,7	20,4	20,2	18,5
Empresas de pequeño tamaño	28,5	17,0	19,0	16,1	11,8	6,7
Micro emprendimientos	40,4	39,2	48,4	54,1	59,0	65,3
Sector financiero	4,6	9,7	3,5	1,7	1,2	2,8
Tarjetas de crédito	9,6	7,2	7,5	7,1	7,8	6,7

A pesar del hincapié de Visión en las microfinanzas, los significativos cambios en el sistema financiero paraguayo en los últimos años han dado un giro a la estrategia de la compañía y los mercados objetivo. Debido a que numerosos participantes han abandonado el mercado paraguayo, ciertos negocios fueron dejados sin provisión de servicios. En este contexto, surgieron nuevas oportunidades de negocios en los segmentos de mayores ingresos, y Visión se benefició del mismo aprovechando su flexibilidad y relativamente amplia gama de productos para penetrar estos segmentos. El hincapié del equipo directivo en focalizarse en su negocio de microfinanzas e incorporar nuevos negocios que reporten un adecuado margen de ganancias y el menor riesgo proveniente de los segmentos de mayor ingreso minimizan los riesgos de la renovada estrategia de Visión. La flexibilidad de la administración directiva, sólidas capacidades comerciales y operativas, junto con un proyecto comercial consistente, han ayudado a que Visión mantenga su posición de liderazgo en el sector financiero paraguayo.

Tras 15 años de trabajar como institución financiera, Visión ha decidido cambiar su denominación y comenzar a operar como banco. La empresa ya ha presentado un plan quinquenal al Banco Central de Paraguay, que todavía debe ser aprobado. Se espera que la autorización final llegue en 2007, lo cual permitiría a Visión comenzar a operar como banco en 2008. La empresa ya cuenta con una estructura similar a la de los bancos, faltándole sólo la implementación de la operatoria de cuentas corrientes.

Esta decisión estratégica fue tomada a raíz de los resultados que arrojó un estudio en el cual Visión apareció con una imagen de marca sólida que le permitiría atraer nuevos clientes a la vez que continuar profundizando sus operaciones en su sector original. Por otra parte, Visión ya cuenta con una estructura sólida, una amplia red de distribución, una estructura de ingresos diversificada, procesos certificados y trabaja con fondos especializados. Como consecuencia de esta decisión estratégica, se espera que aparezcan nuevos desafíos y oportunidades. Sin embargo, Standard & Poor's considera que el principal desafío será

STANDARD & POOR'S

expandirse hacia nuevos sectores sin perder su foco principal a la vez que manteniendo una estructura de costos adecuada.

A pesar de que la mayor parte de la cartera de Visión se encuentra en Asunción y en el Gran Asunción, en los últimos tiempos la compañía ha apuntado su crecimiento hacia el resto de Paraguay, donde están la mayoría de los micro-clientes que no son cubiertos por el sistema financiero tradicional. En la actualidad, el 50% de las sucursales están en Asunción y el Gran Asunción mientras que el otro 50% está en otras partes de Paraguay. La experiencia de la empresa en este nicho le otorga una ventaja competitiva importante en un sector todavía no explotado por los bancos domésticos.

La empresa viene realizando programas y actividades de responsabilidad social empresaria, y en forma creciente, ha integrado dicho concepto a la toma de decisiones. En este sentido, en 2006 se nombró un gerente para encargarse de temas ligados a la responsabilidad social y ambiental. Asimismo, los programas de responsabilidad social empresaria se estructuraron en un plan integral, que culminaron con la publicación del primer reporte de sostenibilidad en el cual se incluyen también temas económicos.

A fin de lograr el objetivo de consolidar su liderazgo, el management reconoció la necesidad de implementar cambios a nivel procesos, sistemas, capacitación y pautas de remuneración que permitan aumentar la productividad, establecer una estructura de incentivos adecuada, disminuir la rotación de personal, mantener los costos bajo control, y contar con herramientas de gestión que provean alertas tempranas para adoptar medidas preventivas. Este adecuado diagnóstico fue el rector del ambicioso proceso de reingeniería encarado por la entidad en 2004 y concluido durante los primeros seis meses de 2006. Si bien aún es demasiado pronto para evaluar los resultados finales, ya se observan algunas mejoras en términos de rotación de personal y de calidad crediticia. La migración hacia una nueva plataforma de comunicaciones, que incluye tecnología telefónica IP, fue implementada en el último año, resultando en importantes reducciones de costos operativos al liberar analistas para centrarse en ventas. Sin embargo, los resultados siguen limitados por la significativa inversión llevada a cabo por Visión a fin de implementar su ambicioso plan.

Perfil y administración de riesgos

Standard & Poor's considera que las políticas de administración de riesgo son adecuadas debido a la estrategia del management de mantener un alto monto de activos líquidos y priorizar el financiamiento en moneda local, minimizando de este modo el riesgo de descalce de moneda y plazos. Además, desde sus inicios, Visión ha enfrentado con éxito diversas crisis de liquidez sistémicas, durante las cuales la compañía no precisó interrumpir una originación activa de créditos.

Riesgo Crediticio

El crecimiento de la cartera de préstamos antes de la crisis de 2002 fue notable, con un promedio de cinco años del 9,4% en términos reales. En 2002, hubo una contracción de la cartera tanto en términos reales como en dólares, en línea con la crisis económica del país. Al 30 de septiembre de 2007, la cartera de préstamos de Visión incluyendo tanto el sector financiero como el sector no financiero, sumó PG399.407 millones (US\$79,4 millones),

STANDARD & POOR'S

registrando un incremento anual de 44.6%, superior al promedio del sistema en el mismo periodo. El segmento de microempresas, que registró un incremento de 59% anual, fue el principal contribuyente a este significativo crecimiento, aumentando de esta manera a 65,3% su participación total, desde 59% registrado el año anterior.

Estructura del Activo a Septiembre 2007			
	miles de dólares	miles de guaraníes	Part.
Disponible	17.333	87.185.602	16%
Cartera de Préstamos	79.405	399.407.148	74%
Créditos diversos	3.361	16.907.261	3%
Inversiones	3.122	15.704.612	3%
Bienes de Uso	4.024	20.239.497	4%
Otros	749	3.766.727	1%
Total Activo	107.994	543.210.846	100%

La cartera de préstamos de Visión representa aproximadamente 74% de los activos reportados, mientras que los instrumentos líquidos de la entidad (incluyendo efectivo y depósitos a la vista en el Banco Central del Paraguay y otras entidades de la plaza) representan un moderado 16% del total de sus activos. La exposición directa al tesoro paraguayo a través de títulos públicos se ha reducido a 3% del total de activos en comparación con 8% registrado un año antes.

En 2004 y 2005, la atomización decreció como resultado de las distorsiones introducidas por las carteras adquiridas y el cambio de estrategia por el cual se incluyeron en el mercado objetivo de Visión a individuos de mayores ingresos. Durante los primeros nueve meses de 2007, como resultado de este cambio en la estrategia, la atomización decreció moderadamente en comparación con las cifras registradas un año antes. Los préstamos con saldos inferiores a US\$3.000 representaban 30,3% de la cartera en septiembre de 2007 frente a 38,4% en el mismo periodo de 2006. Sin embargo, dado sus orígenes como compañía financiera tradicional, el volumen promedio de los préstamos de Visión siempre ha sido mucho mayor que el de la mayor parte de las instituciones de microfinanzas especializadas, especialmente tras la decisión estratégica de dirigirse a clientes comerciales más grandes (pequeñas y medianas empresas).

Visión opera con un comité crediticio en cada una de las sucursales, responsable de aprobar créditos que no exceden los US\$6.000. La aprobación de préstamos de mayor envergadura es responsabilidad de un comité crediticio centralizado. Debido al bajo nivel de aprobación, que puede bajar aún más dependiendo del nivel asignado a la persona responsable de la sucursal y el desempeño de la cartera de la sucursal, aproximadamente el 55% del total de los créditos se aprueba en las sucursales y el 45% restante se aprueba finalmente en el comité crediticio centralizado.

Los préstamos a pequeñas y medianas empresas reciben un tratamiento especial que incluye un análisis específico, una visita periódica y la aprobación de dos directores ejecutivos. Esta centralización relativa del proceso crediticio mitiga parcialmente el riesgo de originar

STANDARD & POOR'S

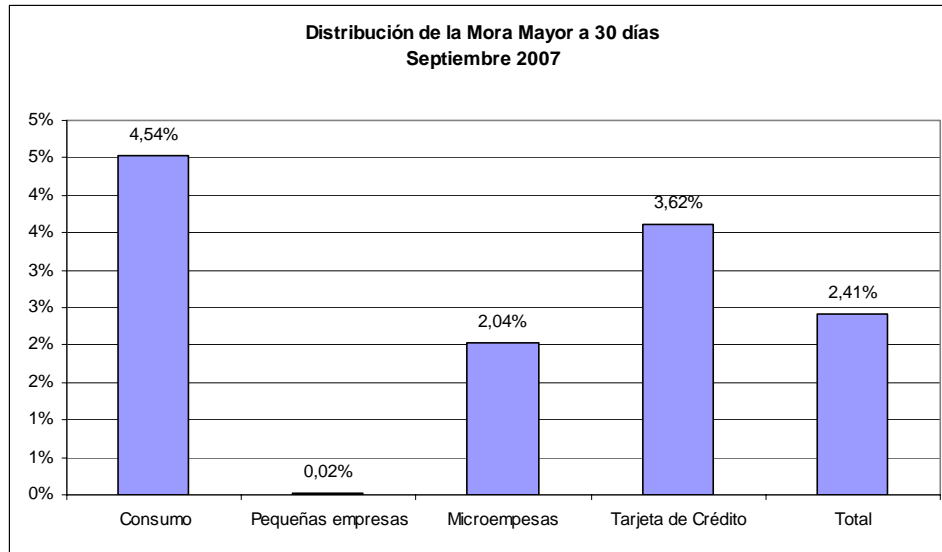
préstamos fuera de las pautas establecidas, lo que es importante en esta etapa de alto crecimiento en la cartera.

Visión ha desarrollado un sistema de registro para determinar el riesgo de incumplimiento que presenta cada cliente, sin embargo, aún están pendientes ciertos ajustes. Además, Visión está realizando importantes esfuerzos para desarrollar una nueva tecnología que realizará el análisis de crédito y el proceso de concesión de manera más rápida y eficiente.

La cartera vencida registró una tendencia ascendente preocupante en 2002, alcanzando un nivel máximo de 17,4% en noviembre de 2002, en línea con la crisis económica que afectó a Paraguay y a la región. A principios de 2003, se concibió e implementó un plan para disminuir los créditos vencidos y de esta manera frenar el deterioro de la cartera. Desde entonces la calidad del activo ha mostrado una tendencia positiva, reduciendo de manera constante el ratio de cartera vencida gracias a las políticas conservadoras de riesgo crediticio y una mejora relativa en el entorno macroeconómico.

El plan se reforzó en 2006 ya que, a través del área de administración de activos, se pudo fortalecer el seguimiento de la cartera con 120 días de vencimiento. La función principal es negociar y recuperar préstamos, evitando iniciar el proceso legal. Recientemente, también han implementado un nuevo sistema a través del cual se inicia un seguimiento de los créditos con vencimiento de 30 días, reforzando así el trabajo preventivo. Los préstamos clasificados como difíciles de recuperar se venden, de esta manera Visión evita entrar en el proceso legal.

Visión ha mejorado de manera significativa su ratio de cartera vencida al 30 de septiembre de 2007, los créditos vencidos por más de 30 días sumaron 2,41% de la cartera total, frente al 6,34% registrado al cierre de septiembre de 2006. El segmento de las microempresas registró el mejor desempeño, con un ratio de cartera vencida que disminuyó a 2,04% al cierre de septiembre de 2007, frente a 7,01% en el mismo periodo el año anterior. El peor desempeño se registró en el segmento de consumo y empleados con 4,54% al cierre de septiembre de 2007.



A pesar de los niveles de mora aún altos, pero en descenso, el desempeño relativo de Visión es mejor que el de la mayoría de sus competidores. De acuerdo a la información proporcionada por la Superintendencia de Bancos de Paraguay, Visión registró el ratio de créditos vencidos más bajo en comparación con todas las empresas financieras de Paraguay al cierre de septiembre de 2007. El riesgo de concentración es bajo, los 25 mayores clientes representaron el 3,1% del total de la cartera de crédito al 30 de septiembre de 2007.

Tras haber mejorado desde diciembre de 2002, la cobertura con provisiones alcanzó el 141,6% sobre la cartera en mora mayor a 60 días, lo que evidencia el compromiso de la directiva de alcanzar una cobertura de al menos el 100% sobre la cartera mayor a 30 días (a septiembre de 2007 se ubica en 101.7%).

Standard & Poor's considera que Visión opera en uno de los segmentos de mercado de mayor riesgo y en un contexto operativo hostil en función de la deteriorada cultura de pago del país. En este contexto, en nuestra opinión, la directiva de Visión muestra experiencia en el desarrollo de negocios en entornos de estrés financiero; sin embargo, el nivel de provisiones deberá mantenerse en los niveles actuales, dados los riesgos implícitos en la cartera de préstamos

Riesgo de mercado y Riesgo de liquidez

Visión maneja de manera adecuada el riesgo de mercado, gracias a sus políticas relativamente conservadoras, un profundo conocimiento del mercado y una adecuada estructura de su gerencia. Si bien Visión está obligada a cumplir con los límites regulatorios, también establece límites internos, los cuales en la mayoría de los casos son más estrictos que los impuestos por el regulador y además se revisan periódicamente.

STANDARD & POOR'S

Visión presenta un perfil de fondeo bien diversificado gracias a su adecuada red de distribución y posición de mercado relativamente fuerte. Los depósitos de los clientes representan la fuente de fondeo más importante. Al 30 de septiembre de 2007, el fondeo de terceros comprendió 87,7% en depósitos y 8,2% en líneas de crédito provenientes de instituciones financieras, principalmente agencias multilaterales y otras instituciones de desarrollo. El riesgo de concentración es bajo; los 25 principales depositantes representaron 5,9% del total de depósitos al 30 de septiembre de 2007.

A pesar de tener acceso a líneas de crédito de mediano plazo en dólares, -que es la moneda en la que comúnmente los fondos de desarrollo y otras instituciones proporcionan financiamiento en todo el mundo-, la directiva de Visión ha priorizado el financiamiento en moneda local con el fin de mantener bajo control los descalces de moneda, debido a que la cartera de préstamos está denominada principalmente en guaraníes. Una pequeña parte de los depósitos está denominada en dólares (cerca del 13,5% al cierre de septiembre de 2007).

El management ha establecido la cautelosa política de mantener un monto similar al de los depósitos en dólares en activos líquidos o como garantía de las operaciones en guaraníes con los bancos locales, desalentando el otorgamiento de préstamos denominados en dólares.

El management también ha adoptado un enfoque cauteloso respecto a la liquidez. El sistema financiero de Paraguay cuenta con un historial de inestabilidad sistémica en el que las corridas de depósitos son bastante comunes. En este contexto, el 16% de los activos de Visión son instrumentos líquidos, cubren el 21,8% del total de depósitos y el 85,8% de los depósitos a la vista. En general, el potencial de descalces en las tasas está limitado y puede ser absorbido fácilmente por el alto margen financiero.

Rentabilidad

Visión tienen una estructura de ingresos diversificada gracias a la amplia matriz de servicios que proporciona. La institución presenta una proporción de ingresos relacionados con servicios relativamente alta, poco común para empresas financieras, lo que da a Visión una favorable flexibilidad de ingresos. Mientras que las instituciones financieras promedio en Paraguay presentaron 9% de su ingreso total en comisiones por servicios, los ingresos de Visión son generados en 80% de sus actividades de intermediación financiera y 11% por comisiones vinculadas a servicios.

Una de las características del negocio de préstamos al consumo y microempresas es que exige un elevado nivel de provisiones. Los participantes deben establecer el precio de sus productos de manera correcta para cubrir los riesgos y asegurar rentabilidad. Sin embargo, gracias a mejores indicadores de la calidad de activos, las provisiones por incobrabilidad consumieron una porción menor de los ingresos de Visión, disminuyendo a 7,5% en los primeros nueve meses del ejercicio 2007 desde el 9,6% registrado en el mismo período un año antes.

STANDARD & POOR'S

A pesar de haber presentado una ligera mejoría en lo que respecta a indicadores de eficiencia y rentabilidad, Visión no compara favorablemente con las principales compañías financieras. El peor desempeño relativo obedece, en parte, al hecho de que ninguno de los competidores de Visión ofrece una gama de servicios tan amplia, lo que se traduce en una estructura de mayores costos y, en consecuencia, en peores indicadores de eficiencia.

La rentabilidad general ha disminuido ligeramente durante los primeros nueve meses de 2007, lo que generó un índice de retorno sobre activos de 3,5% a septiembre de 2007, frente a 3,6% a diciembre de 2006. Visión se ubica en la décima posición entre las 14 empresas financieras de Paraguay, medido por la tasa de retorno sobre activos, aunque empeorando en comparación con el mismo periodo de 2006.

Como resultado de menores diferenciales en los intereses, ingresos por comisiones en descenso y el incremento de los costos operativos, -generados por recientes inversiones importantes en la red de distribución y áreas comerciales-, el ingreso total después de impuestos alcanzó PG11.100 mil millones (\$2,2 millones), durante los nueve meses que concluyeron al cierre de septiembre de 2007, representando un incremento de 10,6%, muy por debajo de los competidores de Visión (39,4%).

Los segmentos de riesgo en los que opera Visión comúnmente tienen altas tasas de interés en sus cargos. Aunque está en baja, el margen financiero neto aún se ubicó en un nivel alto de 13,2% en los nueve meses concluidos al cierre de septiembre de 2007.

Los ingresos por intereses netos aumentaron en 16,2% anual, mientras que los ingresos por comisiones totales permanecieron prácticamente sin cambio respecto de los nueve meses que concluyeron al cierre de septiembre de 2006. Al mismo tiempo, los costos operativos experimentaron un incremento de 24,7% como consecuencia de los gastos administrativos adicionales en los que incurrió la institución a fin de seguir su plan estratégico.

El continuo crecimiento de la red de sucursales ha afectado negativamente la rentabilidad debido a que cada nueva sucursal, en la etapa inicial, otorga créditos sin capturar fondos. Esta incapacidad de autofinanciarse se traduce en costos operativos más altos para la estructura central. Sin embargo, al madurar el negocio en las nuevas sucursales, el terreno está preparado para consolidar una rentabilidad más alta a futuro. Los gastos adicionales se presentaron como consecuencia de los beneficios que ofrece la compañía a los empleados derivados del plan de incentivos de Visión. Además de las pérdidas significativas generadas por la adecuación final del software de administración, el proceso de rediseño, así como las adquisiciones de cartera y la apertura de sucursales en el interior de Paraguay.

Standard & Poor's considera que Visión debe aún resolver ciertas debilidades que no le permiten alcanzar objetivos de rentabilidad más altos y estables. En el mediano plazo, esperamos que los cambios recientes en sistemas y procesos, aunados a mejores redes de distribución, se traduzcan en eficiencias operativas adecuadas, que se deriven de economías de escala y la reorganización de áreas comerciales.

**STANDARD
& POOR'S****Capital**

A pesar de haberse registrado un incremento en el nivel de capital regulatorio, alcanzando un ratio de 13.94% a Septiembre de 2007, desde 13.5% a Septiembre de 2006, el nivel de capitalización de Visión ha mostrado una tendencia hacia la baja en los últimos años debido al alto grado de crecimiento de la cartera y al hecho de que, como regla general, aproximadamente un tercio de las ganancias generadas por la compañía no se capitalizan. A septiembre de 2007, el indicador de capital ajustado sobre activos según metodología de Standard & Poor's, alcanzó 9,13% frente a 10,65% en diciembre de 2006. Asimismo, el mayor riesgo del segmento en el cual Visión opera exige mayores aportes de capital. De todos modos, el plan a cinco años presentado por Visión al Banco Central del Paraguay, incluye la capitalización de la entidad a través de accionistas locales de manera de mantener el actual ritmo de crecimiento manteniendo los ratios de capital. Asimismo, la financiera viene negociando nuevas capitalizaciones con importantes fondos del exterior como Oikocredit y Acción Investment.

Los accionistas han logrado incorporar con éxito a nuevos inversores en la estructura accionaria de la compañía. En noviembre de 2004 se celebró un acuerdo con una organización internacional dedicada al desarrollo de microfinanzas (Acción Investment) que le permitió a Visión cubrir necesidades de capital de mediano plazo aunque todavía precisa de inyecciones de capital para un crecimiento a largo plazo.

Standard & Poor's considera que Visión ha cumplido con el desafío de obtener nuevos aportes de capital para sustentar el crecimiento actual durante el corto plazo. En el largo plazo, Visión debería obtener contribuciones adicionales o capitalizar sus crecientes ganancias para mantener un crecimiento elevado y generar un resguardo de provisiones consistente con los riesgos que enfrenta.