

Standard & Poor's Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo

Argentina Clearing S.A.

Analista Principal: Ricardo Grisi, México, (52) 55- 5081-4494, ricardo.grisi@standardandpoors.com;

Analista Secundario: Sofía Ballester, Buenos Aires, (54) 11-4891-2136, sofia.ballester@standardandpoors.com

Informe de Actualización de Ejercicio

Fecha de Dictamen:
12 de diciembre de 2014

Fecha de Balances:
31 de julio de 2014

Anexos:

1. Información contable comparativa.
2. Indicadores operativos.
3. Composición del fondo de garantía.
4. Glosario

Fuentes

Ver al final del documento.

Calificaciones en la escala nacional para Argentina

Instrumento	Calificación	Tendencia	
Calificación Institucional de Largo Plazo	raB+	Negativa	
Principales datos financieros y operativos (En base a estados contables individuales)	Julio 2012 12 meses	Julio 2013 12 meses	Julio 2014 12 meses
Ingresos por servicios (en miles de pesos)	11.553,5	11.517,8	25.830,8
Resultado Operativo (en miles de pesos)	5.848,3	4.367,9	15.369,1
Resultado Final (en miles de pesos)	8.307,1	13.201,0	54.025,1
Patrimonio Neto (en miles de pesos)	33.138,0	44.699,0	96.305,1
Márgenes de garantía sobre interés abierto	9,4%	10,9%	12,9%
Total de los fondos de garantía (en millones de pesos)	1.499,3	2.494,3	5.528,5
Interés abierto de las operaciones a liquidar (en millones de pesos)	8.704,4	10.009,7	26.707,1

De acuerdo a las normas pertinentes de la Comisión Nacional de Valores, el emisor ha preparado los estados contables semestrales sin reconocer en forma integral los efectos de la inflación. No obstante, las cifras correspondientes a ejercicios / periodos anteriores fueron re-expresadas con fines comparativos por el índice correspondiente hasta el 28 de febrero de 2003.

Significado de la calificación institucional de Largo Plazo 'raB': Una entidad calificada raB es más vulnerable que las entidades calificadas en raBB. La entidad actualmente tiene una capacidad débil para hacer frente a sus compromisos financieros en comparación con otras entidades en el mercado nacional. Condiciones adversas del negocio, financieras o en la economía, podrían deteriorar la capacidad o voluntad de pago de la entidad para cumplir con sus compromisos financieros.

Definición de la calificación Institucional de largo plazo 'SD' y 'D': Una entidad calificada con SD (siglas en inglés para Selective Default --Incumplimiento Selectivo) o D (incumplimiento) ha incurrido en incumplimiento de una o más de sus obligaciones financieras incluyendo las calificadas y no calificadas, pero excluyendo los instrumentos híbridos clasificados como capital regulatorio o en impago de acuerdo con los términos. Se considera que un obligado está en incumplimiento a menos que Standard & Pooors considere que dichos pagos se cubrirán dentro de un periodo de cinco días hábiles de la fecha en caso de no existir un periodo de gracia establecido o bien dentro del periodo de gracia establecido o 30 días calendario, lo que ocurra primero. La calificación de D o de SD se asigna cuando Standard & Pooors considera que el incumplimiento será generalizado y que la entidad incumplirá en el pago de todas o una parte sustancial de todas sus obligaciones a medida que vayan venciendo. Una calificación SD se asigna cuando Standard & Pooors considera que el emisor ha incumplido selectivamente en una emisión o clase de obligaciones, pero que continuará al corriente en el pago del resto de sus obligaciones y emisiones de deuda. Bajamos la calificación de un emisor a D o SD si está realizando un canje de deuda desventajoso.

Las calificaciones crediticias de la raAA a la raCCC pueden ser modificadas agregándoles un signo de más (+) y menos (-) para mostrar su relativa fortaleza dentro de cada categoría de calificación.

El informe de calificación y los anexos con información financiera en él contenido, referencian aquellos ratios mencionados en la Metodología de Calificación de Títulos de Deuda y Otros Riesgos (B. Entidades Financieras), registrada ante la Comisión Nacional de Valores, que Standard & Pooors ha considerado relevantes a los efectos del análisis de calificación respectivo.

La información contable se presente sobre la base de aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) emitidas por la IASB.

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

La calificación de ACSA refleja adecuadas políticas de manejo de riesgo, y la existencia de procedimientos que protegen a la sociedad de condiciones de mercado adversas. Adicionalmente, la calificación incorpora una favorable posición competitiva por su status de única cámara compensadora de futuros y derivados del país; un adecuado sistema de garantías que respalda la operatoria manteniendo los riesgos acotados; un fuerte respaldo operativo y financiero por parte de su accionista mayoritario y un fuerte y rápido crecimiento en el volumen de operaciones tanto en cantidad como en monto de contratos. Contrarrestando estas fortalezas, la calificación de ACSA Clearing está limitada por los riesgos inherentes a operar en Argentina, enfrentando así su perfil de negocios una elevada sensibilidad ante potenciales cambios de política cambiaria. Asimismo, los ingresos de la compañía se encuentran concentrados principalmente en un único producto, enfrentando así una elevada sensibilidad ante cambios de política cambiaria por parte del gobierno. En este sentido, en el ejercicio, ACSA ha logrado desarrollar nuevos servicios que le permiten diversificar su cartera de productos y tipos de operaciones (como el lanzamiento de los contratos de futuro de oro y petróleo), pero aún se encuentran en proceso de expansión y no representan una parte significativa de sus ingresos. Otro factor que condiciona en menor medida las calificaciones de ACSA es el riesgo latente del posible ingreso de operadores con trayectoria en el mercado de capitales al segmento de negocios de la entidad.

Por otro lado, ACSA cuenta con sistemas de medición de riesgo en tiempo real, que calculan los márgenes para cada miembro compensador en base bruta a nivel comitente, reduciendo, de esta manera, los posibles riesgos inherentes a la operatoria manual, sujeta a errores humanos.

La principal fuente de riesgos de ACSA deriva de su rol como contraparte central en todos los contratos de futuros y opciones transados en el Mercado a Término de Rosario (ROFEX). La capacidad de ACSA de cumplir con sus obligaciones de liquidación y compensación depende de su capacidad de evaluar y manejar los riesgos de las posiciones abiertas asumidas y, por lo tanto, de requerir niveles adecuados de garantías a sus miembros compensadores. En este sentido, Standard & Poor's entiende que su política de gestión de riesgos y, por lo tanto, la capacidad de cumplimiento de sus obligaciones es adecuada para el nivel de calificación asignado. Los resguardos creados para cubrirse ante posibles incumplimientos por parte de los miembros compensadores incluyen:

- Garantías integradas al Fideicomiso de Garantía por parte de los miembros compensadores para operaciones de terceros y para obligaciones de cada uno de los miembros compensadores. Se componen de garantías iniciales, márgenes requeridos y fondos excedentes.
- Fideicomiso de garantía para incumplimiento de miembros compensadores a prorrata entre todos los miembros compensadores.
- Fondo de garantía ACSA.
- Fondo especial de garantía aportado por ROFEX.
- Reservas patrimoniales, o seguros en caso de estar contratados.

El 1 de agosto de 2009, con el objeto de reforzar las garantías de las operaciones que se celebran en el ámbito de ROFEX y que se registran en esta Cámara Compensadora, se constituyó un fondo de garantía destinado a garantizar necesidades de liquidez o incumplimiento de Miembros Compensadores. A fines de julio de 2014 el fondo de garantía aportado por ROFEX alcanzaba los \$12.400.000. Asimismo, la compañía cuenta con dos tipos de acuerdos de liquidez. Por un lado posee acuerdos de liquidez sobre inversiones propias que le permiten realizar inversiones de mayor rentabilidad; y por otra parte cuenta con acuerdos de liquidez sobre fondos fiduciarios. Los acuerdos sobre fondos fiduciarios le otorgan una mayor flexibilidad financiera reforzando el nivel de liquidez en momentos de estrés de mercado mientras los acuerdos sobre inversiones patrimoniales le permiten realizar inversiones de mayor rentabilidad que pudieran tener un menor grado de liquidez.

A fines de julio de 2014, el total de fondos disponibles alcanzaba \$5.528,5 millones, incluyendo márgenes requeridos a los MC que cubrían un 12,9% del valor de mercado del interés abierto. Para el mismo período, el interés abierto de las operaciones a liquidar por ACSA ascendía a 2.901.717 contratos que totalizaban un valor de mercado de \$26.707,1 millones.

Durante los doce meses del ejercicio iniciado en agosto de 2013, la operatoria de futuros y opciones de ACSA mostró una aceleración en relación a la operatoria del mismo periodo del año anterior. La entidad registró, compensó y liquidó más de 66,3 millones de contratos, equivalente a un incremento anual del orden del 52,0%. La división de Derivados Financieros – que representa casi la totalidad de las operaciones de la entidad - registró un aumento del 53,2% con respecto al periodo anterior, explicado en un aumento en esa proporción de la operatoria del futuro del dólar. Por otro lado, la División de Derivados Agropecuarios registró una disminución del 44,4% en contratos registrados y una baja del 54,1% en toneladas registradas.

Los ingresos por servicios registraron un incremento anual del 124,2% mientras los gastos aumentaron a una tasa 46,3%- derivando en un aumento en la ganancia operativa del 251,8%. Por otro lado, los resultados financieros y por tenencia generado por activos (títulos públicos y privados, acciones, fondos comunes de inversión, y títulos fiduciarios) tuvieron un incremento del 453,4%. De este modo, la

ganancia total reportada por ACSA ascendió a \$54.025.105 a fines de julio de 2014, mostrando un aumento anual del 309,2% e implicó un retorno sobre el patrimonio promedio del 76,6%.

De aquí en adelante, Standard & Poor's considera que los resultados de la entidad irán gradualmente dependiendo en mayor medida de la capacidad de la institución de continuar incrementando su nivel de actividad a la vez que ofreciendo nuevos productos y servicios y de su capacidad para mantener un adecuado control sobre sus gastos operativos.

El nivel de capitalización de ACSA es adecuado para el volumen de operaciones de la compañía y constituye un resguardo adicional a las garantías solicitadas a los MC. Al 31 de julio de 2014, el indicador de patrimonio neto sobre el total de activos se ubicaba en 37,6%, con el patrimonio neto alcanzando los \$96,3 millones. Este nivel, sumado a los históricamente adecuados niveles de rentabilidad permite obtener una fortaleza adicional para hacer frente a un incremento en el nivel de operaciones sin necesidad de nuevos aportes de capital por parte de los accionistas.

ACSA es la única cámara compensadora de futuros y opciones en el país y opera actualmente en exclusividad con el ROFEX garantizando el cumplimiento de todos los contratos de futuros y opciones sobre productos agropecuarios y financieros. ACSA cuenta actualmente con cerca de 130 accionistas, en su mayoría vinculados al sector agropecuario, siendo su principal propietario la Bolsa de Comercio de Rosario con un 48% de participación en el capital social.

TENDENCIA

NEGATIVA. La tendencia negativa refleja el hecho de que bajaríamos las calificaciones de Argentina Clearing S.A si bajáramos las calificaciones de la República Argentina. Podríamos bajar nuestras calificaciones de Argentina si percibimos que los riesgos legales para el servicio de deuda aumentan o son más inminentes. Por lo general no asignamos calificaciones por arriba de la calificación soberana de largo plazo del país de domicilio a instituciones financieras, ya que consideramos que es poco probable que estas instituciones se mantengan inmunes ante los eventos en la economía donde operan. De igual manera, las instituciones financieras que operan en Argentina podrían afrontar efectos indirectos de una baja de calificación soberana. Esto se debe a que consideramos que una baja de calificación soberana normalmente está asociada con, o podría llevar a, un entorno operativo más débil para las instituciones financieras, lo que muy probablemente afecte su calidad crediticia

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Argentina Clearing (ACSA) es la única cámara compensadora de futuros y opciones en el país. En la actualidad, ACSA opera solamente para el Mercado a Término de Rosario (ROFEX) garantizando el cumplimiento de todos los contratos de futuros y opciones sobre productos agropecuarios y financieros que se realizan en el recinto de operaciones, ya sea bien por sistema de voceo o por sistema electrónico, efectuando las operaciones de liquidación de los contratos de futuros negociados en el Mercado, administrando garantías y siendo la contraparte jurídica en cada contrato del comprador y el vendedor.

En línea con el mejor desempeño observado en la operatoria de futuros y opciones – principalmente financieros-, ACSA registró, compensó y liquidó más de 66,3 millones de contratos durante el ejercicio cerrado al 31 de julio de 2014, lo que equivale a un aumento del 52,0% respecto a los más de 43,6 millones reportados en el ejercicio anterior. Si bien aún tienen poca relevancia dentro del total de derivados financieros, el contrato de euro junto con el lanzamiento de los contratos de futuro de oro y petróleo, contribuyen a una mayor diversificación de productos. De todos modos, los futuros de dólar, al igual que en el anterior ejercicio representaron casi la totalidad del volumen total de operaciones. Al 31 de julio de 2014, el interés abierto de las operaciones a liquidar por ACSA ascendía a 2.901.717 contratos representando un valor de mercado de alrededor de \$26.707,1 millones. (Ver Anexo 2: Indicadores de Mercado).

La operatoria de opciones y futuros agropecuarios mostró una disminución, en cuanto al volumen de contratos, de 44,4% y una baja en términos de toneladas registradas en el ejercicio del 54,1%, alcanzando 5,2 millones de toneladas desde 11,4 millones de toneladas en el ejercicio anterior.

Al 31 de julio de 2014, el número total de accionistas era más de 130, los cuales se encuentran vinculados, en su mayoría, con el sector agropecuario y el sector financiero. Sin embargo, el principal accionista es la Bolsa de Comercio de Rosario que, al 31 de julio de 2014, detentaba una participación alrededor del 48% del capital social de ACSA, elevándose desde el 18,5% durante el ejercicio 2005. La participación del resto de los accionistas varía desde el 3,5% al 0,1% del capital total, no contando ninguno de ellos con una participación significativa.

RIESGO DEL NEGOCIO

El perfil de negocios de ACSA se caracteriza por la posición competitiva que le da ser, actualmente, la única cámara compensadora de futuros y opciones del mercado financiero argentino con una competencia relativamente poco desarrollada en el segmento de futuros. Sin embargo, ACSA presenta una marcada concentración de negocios ya que las actividades relacionadas con la operatoria de futuros basados en el dólar constituyen casi la totalidad de su base de negocios. Cualquier cambio en la política cambiaría podría tener un impacto significativo en la base de negocios de la compañía.

Posición Competitiva

Desde 1909, el Mercado a Término de Rosario ha hecho el clearing de las operaciones que se registraban en su ámbito. En 1998, para fortalecer el sistema de garantías, ROFEX desarrolló un sistema propio llamado Sistema de Administración de Riesgos del Portafolio (SARP) que consiste en el seguimiento de las carteras en base a diferentes escenarios predefinidos. Sin embargo, la creciente operatoria del ROFEX generó la necesidad de crear una Cámara Compensadora independiente tanto a nivel patrimonial como directivo para:

- Fortalecer el sistema de Garantías dando privilegio legal al dinero depositado como márgenes y garantías.
- Separar las funciones de negociación y clearing.
- Generar nuevos negocios permitiendo, por ejemplo, realizar clearing para otros mercados.

El relativamente bajo desarrollo de la actividad de compensación en Argentina determina una posición competitiva fuerte para ACSA. Adicionalmente, existen barreras de entrada principalmente conformadas por el desarrollo de la tecnología necesaria para cumplir con la función de determinación de garantías para las operaciones de futuros y su costo de implementación.

Operaciones

La estructura operacional que posee ACSA es similar a la que se puede encontrar en las cámaras de compensación que actúan en los mercados de derivados más importantes del mundo y consiste en generar una diferenciación y especialización de quienes operan con ACSA, permitiendo que diferentes agentes concierten operaciones de derivados teniendo como contraparte a ACSA que garantiza dichas

operaciones a través de los fondos de garantía exigidos a sus miembros compensadores (MC). A la fecha del presente informe, se encontraban registrados alrededor de 140 miembros compensadores en el ejercicio cerrado en julio de 2014.

El interés principal de quienes participan en los mercados de derivados está relacionado con el cumplimiento final de dichos instrumentos. En este sentido, ACSA, en la medida que actúa como contraparte central de todas las operaciones registradas por sus miembros compensadores, es responsable de todos los incumplimientos de los MC. La operatoria en estos mercados supone riesgos potenciales relevantes tanto en lo legal como en lo operativo, asumiéndose también riesgos de mercado, crediticios, etc. En opinión de Standard & Poor's, ACSA presenta adecuados mecanismos de mitigación y manejo de riesgos que han venido evolucionado a lo largo de los ejercicios y que le permiten mantener una operatoria fluida y un acotado riesgo crediticio.

En este sentido, ACSA cuenta con un sistema de Procedimientos Operativos de Riesgos de Mercado y de Determinación de Parámetros SARP, y con un aplicativo derivado de su sistema operacional y de control SARP, denominada SARP MC el cual fue lanzado el 31 de mayo de 2007, para uso de los miembros compensadores como una herramienta para la gestión y control del riesgo on line de sus posiciones individuales. Actualmente, es un producto de Primary Brokers, una empresa de la que tiene una participación accionaria ACSA.

Adicionalmente, ACSA busca participar activamente en la generación de nuevos negocios a nivel regional. En este contexto, en el ejercicio ACSA continuó con su servicio a la Bolsa de Valores y Productos de Asunción Sociedad Anónima (BVPASA) por el cual Argentina Clearing le brinda el know-how técnico y operativo para las tareas de negociación, liquidación y difusión de operaciones de títulos valores.

Continuamente y a modo de rutina, ACSA realiza modificaciones en el listado de activos aceptados en concepto de garantía, y actualiza los márgenes para sus productos, de modo tal de ajustarlos a la volatilidad de sus precios.

Los principales riesgos que enfrenta ACSA son:

- *Legales*: Potencial existencia de diversos criterios interpretativos frente a las normas vigentes en la materia.
- *Operativos*: Deficiencias en el sistema de información o en los controles internos.
- *Mercado*: Movimientos adversos de precios.
- *Crediticio*: Incumplimiento de la contraparte.
- *Entidades Depositarias*: Incumplimiento de entidad bancaria donde se depositan las garantías.

Argentina Clearing cuenta con un adecuado sistema de riesgos que incluye recursos humanos, reglas, procedimientos, modelos y softwares, que conjuntamente mitigan los factores de riesgo propios de las cámaras compensadoras en ejercicio de sus funciones.

Riesgo Legal

Para mitigar el riesgo legal, ACSA cuenta con una estructura jurídica que apunta a la definición clara de las relaciones entre los participantes, la protección de los fondos aportados en garantía y el resguardo de los comitentes y con un Reglamento Interno en el cual se establecen todas las condiciones de la registración, compensación y liquidación de operaciones. Los MC deben firmar fideicomisos de garantía que protegen los fondos aportados en garantía de agresiones externas a través de una clara diferenciación de los fondos propios de ACSA, ROFEX, los MC y los clientes de cada MC.

Riesgos Operacionales

ACSA se basa en dos pilares fundamentales para controlar los riesgos operacionales: controles internos sobre los procedimientos y adecuados sistemas informáticos.

La separación de recursos con el Mercado a Término de Rosario (ROFEX), minimizó los riesgos operativos cruzados que podían derivar en interrupciones en la operatoria. Asimismo, ACSA ha logrado sistematizar los sistemas de medición de riesgo en tiempo real, que calculan los márgenes para cada miembro compensador en base bruta a nivel comitente, reduciendo, de esta manera, los posibles riesgos inherentes a la operatoria manual, sujeta a errores humanos. En el mes de noviembre de 2010, se comenzó con la construcción de un nuevo sistema de back office, el cual ha tenido importantes avances. Por otro lado, debido a la participación de ACSA como accionista de Primary S.A. (20% de participación), una empresa de tecnología que busca desarrollar y comercializar software específico para el mercado de capitales de la región, se le cedieron a esta los derechos de comercialización del software para la administración del riesgo SARP MC como también el mantenimiento y soporte técnico.

Los controles internos se complementan con auditorías externas, de exigencia regulatoria, que informan periódicamente sobre la calidad de la gestión de riesgos, la calidad de los controles internos y el cumplimiento de los sistemas informáticos de estándares de seguridad. Si bien la Comisión Nacional de Valores requiere revisiones anuales, ACSA las realiza en forma semestral. En el ejercicio también se efectuaron auditorías externas, una de procesos informáticos y otra de la calidad de los controles internos.

Riesgo de Mercado

Los movimientos de precios generan pérdidas para los MC que tienen que cumplir con el saldo neto deudor de la cuenta de compensación y liquidación. ACSA es contraparte central de todas las operaciones de los MC, siendo suma cero las ganancias y pérdidas potenciales de las posiciones de los miembros. Para mitigar el riesgo de que movimientos adversos de precios, especialmente en caso de ser bruscos o de gran magnitud, afecten la capacidad de los MC de cumplir los contratos, ACSA ha establecido un sistema de garantías y controles que se basa en:

- *Mark-to-market diario* (diferencias diarias): Diariamente se valúa la posición de cada participante y se solicita a quienes registran pérdidas el depósito de las mismas. Con estos fondos se realiza el pago a quienes tuvieron ganancias en la última jornada, siendo todo el proceso de “suma-cero”. De esta forma ningún participante acumula pérdidas significativas, y por lo tanto, se disminuye su riesgo de default.
- *Márgenes*: Adicionalmente, quien mantenga operaciones abiertas debe depositar un monto mínimo de garantías exigido para garantizar dichas posiciones, que se denominan “márgenes”. La determinación de las garantías se realiza a nivel comitente y se solicita la integración al MC por el monto bruto. El objetivo de estas garantías es cubrir la máxima pérdida “razonable” de una cartera en dos días. Para ello han desarrollado un sistema de Administración de riesgos de Portfolio (SARP) que tiene como objeto determinar la máxima pérdida que puede sufrir una posición abierta en dos días. Debido a las particularidades de los contratos de futuro Dólar-Peso, principal contrato negociado en ROFEX, sus márgenes tienen las siguientes características:
 - ✓ *Rangos crecientes*: El riesgo de volatilidad de un contrato aumenta en proporción directa a su duración y, por el efecto de la tasa de interés, el precio del futuro de dólar es creciente a medida que su vencimiento se aleja en el tiempo. Por lo tanto, se exigen garantías mayores a contratos más largos.
- *Monitoreo de riesgos intradiario*:
 - *Límite operativo diario*: ACSA establece el máximo de márgenes que se le permite abrir a un participante en una rueda de operaciones en función de las garantías y saldos del MC al inicio de cada día.
 - *Márgenes intradiarios*: los excesos al límite operativo diario se integran en el día en que se generan.
 - *Mark-to-market intradiario*: en caso de alta volatilidad, las pérdidas se pagan en el día que se generan.
- *Límites a las Posiciones Abiertas*: Se establece una cantidad máxima de contratos abiertos que pueden mantenerse tanto por posición como por cuenta limitando de esta forma la posibilidad de manipulaciones del mercado, y asegurándose que las carteras podrán ser liquidadas por la Cámara Compensadora en caso de default.

Adicionalmente, ante situaciones especiales de mercado ACSA tiene potestad para solicitar márgenes extraordinarios, disminuir los límites a las posiciones abiertas o restringir ciertas operaciones.

Las garantías, que tienen el objetivo de asegurar el cumplimiento de las obligaciones de todos los comitentes con posiciones abiertas, también están expuestas al riesgo de mercado. Dichas garantías están constituidas por activos expuestos a variaciones de precios de mercado, que podrían eventualmente ampliar las pérdidas de un MC incumplidor. ACSA publica un listado actualizado de los activos aceptados con sus correspondientes límites y aforos en caso que corresponda y se reserva el derecho de modificar tanto los activos como los aforos y de exigir su reemplazo inmediato. Adicionalmente ACSA se reserva el derecho de rechazar cualquiera de estos activos, basado en:

- Límites de concentración de cartera
- Precios de activos
- Volatilidad o liquidez de mercados secundarios donde se negocian estos activos.

Las garantías deben ser depositadas en los tiempos y formas según normas de ACSA.

Las cámaras compensadoras también participan en la operatoria de contratos de futuros con entrega física (por ejemplo contratos agropecuarios). De no instituirse el sistema de entrega contra pago, estarían expuestos al riesgo de incumplimiento por parte del principal, al entregar la mercadería antes de recibir el pago o viceversa.

Riesgo de Crédito:

Dado que ACSA no toma posiciones abiertas sino que asume el rol de contraparte legal entre dos jugadores que toman posiciones opuestas frente a un mismo riesgo, la capacidad de ACSA de cumplir con los contratos depende del cumplimiento de dichos MC. Por lo tanto, además de una serie de requisitos patrimoniales y financieros para ser autorizado como MC, ACSA exige también la integración Garantías Iniciales y aportes a un Fideicomiso de Garantía que cubre incumplimientos de todos los MC en forma solidaria. ACSA cuenta, además, con reservas patrimoniales para afrontar incumplimientos de los MC.

En caso de incumplimiento por parte de un MC, los fondos aportados al fideicomiso de garantía no se encuentran sujetos a restricciones legales en su utilización. El MC es quien queda directamente obligado a cumplir por todas las operaciones que garantice, sean operaciones propias o de comitentes y los fondos de los comitentes están protegidos frente a incumplimientos del MC por operaciones de cuenta propia.

Tal como se mencionara anteriormente, la Cámara Compensadora puede solicitar márgenes extraordinarios, limitar la posibilidad de abrir nuevas posiciones o solicitar la cancelación de las mismas a MC con problemas financieros.

Riesgos de Entidades Depositarias:

Si bien el MC asume el riesgo de que una entidad depositaria incumpla en la devolución de fondos depositados por los MC en garantía de sus operaciones, ya sea por cuestiones propias como por restricciones impuestas al sistema bancario, las normas internas de ACSA obligan al MC a diversificar las entidades elegidas para depositar los fondos. Los fondos aportados por cada MC no podrán superar el 35% del total o \$10 millones en una única entidad depositaria, debiendo diversificar los fondos entre varias entidades. Asimismo, no se permite el depósito de fondos en entidades depositarias del mismo grupo económico del MC. Sin embargo, los MC pueden depositar un 100% de los fondos en Caja de Valores, Banco Central y ciertas entidades depositarias del exterior habilitadas por ACSA. ACSA cuenta con límites máximos de exposición por entidad depositaria y por grupo económico, permitiendo un adecuado manejo de los fondos y su consecuente respaldo en caso de un incumplimiento.

RIESGO ECONOMICO FINANCIERO

Dado su carácter de cámara compensadora, la capacidad de ACSA de cumplir con sus obligaciones depende de su capacidad de evaluar y manejar los riesgos de las posiciones abiertas asumidas y, por lo tanto, de requerir niveles adecuados de garantías a sus miembros compensadores. El desempeño financiero de ACSA ha continuado mejorando respecto de ejercicios anteriores tanto en términos de rentabilidad como de estructura patrimonial. Sin embargo, si bien la estructura de ingresos ha tendido levemente a diversificarse -producto de los esfuerzos de la entidad por ofrecer nuevos servicios-, aún se encuentra muy concentrada. Standard & Poor's entiende que su política de gestión de riesgos y, por lo tanto, la capacidad de cumplimiento de sus obligaciones es adecuada para el nivel de calificación asignado.

Rentabilidad

La estructura de ingresos de ACSA es mayormente variable, mientras que la estructura de costos es mayormente fija. La mayor parte de los ingresos de ACSA provienen de los honorarios que recibe por el servicio de registración, liquidación y compensación de los contratos derivados que se operan en el Mercado a Término de Rosario. Estos contratos presentan condiciones y montos estandarizados por lo que el nivel de facturación de ACSA depende directamente del volumen de contratos negociados ya que se estipula una comisión fija por cada contrato. Adicionalmente, por tratarse de una actividad de intermediación, los márgenes operativos y retornos del sector son bajos.

Durante el ejercicio cerrado al 31 de julio de 2014, Argentina Clearing reportó una ganancia total de \$54.025.105, registrando un incremento del orden del 309,2% con respecto a las ganancias del ejercicio anterior y equivalente a un retorno sobre el patrimonio de 76,6%. Las ganancias del ejercicio fueron mayores a las del ejercicio anterior, debido a que resultados financieros y por tenencia de títulos crecieron un 453,4%. Esto derivó en una ganancia operativa de \$15,3 millones, lo cual es un aumento en comparación con los \$4,3 millones reportados un año atrás, esto se debió a mayores ingresos por servicios. Por su parte, los resultados financieros y por tenencia -que representan el 62,7% del total de ingresos- se mantuvieron en niveles por encima a los del ejercicio anterior, mostrando un fuerte incremento del 319,3% en el año.

De aquí en adelante, Standard & Poor's considera que los resultados de la entidad irán dependiendo en mayor medida de la capacidad de la institución de continuar incrementando el nivel de actividad a la vez que desarrollando nuevos productos y servicios y de su capacidad para mantener un adecuado control sobre sus gastos operativos.

Fortalezas del Cash Flow

La naturaleza de las actividades de ACSA determina que su capacidad de cumplimiento de obligaciones asumidas con contrapartes no depende de su generación de fondos, sino que depende de la disponibilidad de fondos recibidos en garantía por los MC y accionistas.

En caso de producirse el incumplimiento de uno de los MC, estos fondos se aplican según un orden de prelación determinado por el Reglamento Interno tal como se indica a continuación:

- Garantías integradas al Fideicomiso de Garantía para operaciones de terceros y para obligaciones de cada uno de los miembros compensadores,
- Fideicomiso de garantía para incumplimiento de MC a prorrata entre todos los MC,
- Reservas patrimoniales, o seguros en caso de estar contratados.

En caso de default, todas estas garantías son de libre disposición y uso, no mediando requerimiento administrativo de ninguna índole, acelerando de esta manera las acciones tendientes a cubrir los posibles incumplimientos.

A fines de julio de 2014 ACSA mantenía acuerdos de liquidez mediante líneas de crédito con varios bancos Argentinos. Estas líneas le otorgan una mayor flexibilidad financiera reforzando el nivel de liquidez en momentos de estrés de mercado y permitiéndole además realizar inversiones de mayor rentabilidad que pudieran tener un menor grado de liquidez.

Standard & Poor's estima que ACSA mantiene adecuados niveles de cobertura según parámetros internacionales. (Ver Estructura de capital)

Estructura de Capital / Flexibilidad Financiera

El nivel de capitalización de ACSA es adecuado para el volumen de operaciones de la compañía y constituye un resguardo adicional a las garantías solicitadas a los MC. Al 31 de julio de 2014, el total del patrimonio ascendía a más de \$96 millones mostrando un crecimiento del 115,4% respecto a julio de 2013 y resultando en un ratio de patrimonio neto sobre activos de 37,6%, indicando la fortaleza en los niveles de capital de la sociedad. Este nivel, sumado a los adecuados niveles de rentabilidad permite obtener una fortaleza adicional para hacer frente a un incremento en el nivel de operaciones sin necesidad de nuevos aportes de capital por parte de los accionistas.

Si bien no existe una política de dividendos preestablecida, en los ejercicios pasados ACSA ha optado por reinvertir el cien por ciento de las utilidades, decisión consistente con la política de aumentar el capital vía emisión de acciones. Sin embargo, en los ejercicios cerrados en julio de 2009, 2010 y 2011, se distribuyeron dividendos en efectivo. En el último ejercicio finalizado en julio de 2014, el directorio distribuyó un total de \$2.419.000. De aquí en más ACSA distribuirá dividendos en la medida que los resultados de la entidad lo permitan.

Standard & Poor's considera que las garantías constituidas por los MC, aportes de accionistas y reservas de ACSA constituyen resguardos adecuados para el volumen de operaciones de la compañía.

Garantías al 31/07/2014	Monto en \$
Garantías integradas al Fideicomiso de Garantía	5,528,536,629
Márgenes Requeridos	3,459,864,706
Fondos Excedentes	2,006,463,320
Fideicomiso de garantía para incumplimiento de MC	62,208,602
Reservas patrimoniales afectadas	96,305,155
Total	5,687,050,386

- *Garantías integradas al Fideicomiso de Garantía por los miembros compensadores*
Se componen de garantías iniciales, márgenes requeridos y fondos excedentes. Los márgenes requeridos (\$3.459,8 millones al 31/07/2014) constituyen la principal garantía para cubrir los contratos abiertos.
- *Fideicomiso de garantía para incumplimiento de MC a prorrata entre todos los MC.*
Es el fideicomiso de garantía constituido con aportes de todos los MC con el objetivo de cubrir pérdidas que excedan las integraciones de márgenes y garantías realizadas por el incumplidor.
- *Reservas patrimoniales afectadas o seguros en caso de estar contratados*

En el ejercicio cerrado a fines de julio de 2014, los activos depositados en garantía estaban compuestos principalmente por títulos públicos (74,7%), por fondo comunes de inversión (9,4%), por dólares (8,4%), por pesos (3,8%), y en menor medida por plazo fijo en pesos, acciones y otros (1,6%, 1,4% y 0,4% de participación respectivamente). El resto se encontraba en acciones, avales, fondos de Money market en USD y títulos extranjeros.

Al 31 de julio de 2014, el ratio de márgenes requeridos sobre Interés abierto ascendía al 12,9%, nivel que se encuentra dentro de los estándares a nivel internacional.

Último Informe de Acción de Calificación (20 de agosto de 2014)

Instrumento	Calificación	Tendencia
Calificación Institucional de Largo Plazo	raB+	Negativa

FUENTES

- Información suministrada por Argentina Clearing S.A. durante el proceso de calificación (Paraguay 777 Piso 15° - Rosario - Provincia de Santa Fe - República Argentina).
- Estados contables consolidados anuales auditados por VIGNA, SANTONI Y ASOCIADOS disponibles en: <http://www.argentinaclearing.com.ar/institucional/balances.aspx> correspondientes a los ejercicios finalizados el:
 - 31 de julio de 2013
 - 31 de julio de 2012
 - 31 de julio de 2011
- Estados contables consolidados auditados por Crowe Howarth disponibles en: <http://www.argentinaclearing.com.ar/institucional/balances.aspx> correspondiente al período finalizado el:
 - 31 de julio de 2014

MANUALES DE PROCEDIMIENTO DE CALIFICACIÓN – ARGENTINA

Calificación de Títulos de Deuda y otros riesgos – Argentina

<http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/es/la?articleType=PDF&assetID=1245374159744>

Los Servicios Afines provistos por Standard & Poor's Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo son publicados en su página web, pudiendo ser accedidos cliqueando en el presente link:

<http://www.standardandpoors.com/ratings/ar-disclosure/es/la/>

La escala de calificaciones locales para Argentina utiliza los símbolos globales de Standard & Poor's con la adición del prefijo "ra" (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino. La misma no incluye el riesgo soberano ni de potenciales controles de cambio; no diferencia entre emisiones de deuda denominadas en pesos o en dólares estadounidenses. Consecuentemente, no es directamente comparable con la escala global de calificaciones de Standard & Poor's. Todas las opiniones expresadas en el presente informe reflejan exactamente nuestra opinión en relación a todos y cada uno de los valores o emisiones cubiertos por aquél. En ningún caso nuestra compensación ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada a las opiniones específicamente expresadas en este informe. Los servicios analíticos que provee Standard & Poor's Ratings Services son resultado de actividades realizadas de manera independiente, diseñadas con el fin de conservar la imparcialidad y objetividad de las opiniones de calificación. Los informes y calificaciones de Standard & Poor's son opiniones, no declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, mantener o vender título alguno. Standard & Poor's ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida durante el proceso de calificación. Las calificaciones e informes se basan en la información recibida del emisor u obtenida por Standard & Poor's de otras fuentes consideradas confiables. Standard & Poor's no realiza "due diligences" y/o tareas de auditoría en relación a cualesquiera de sus calificaciones y, puede, en su caso, utilizar información financiera no auditada. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas o retiradas como resultados de cambios en el contenido o disponibilidad de la información, o sobre la base de cualesquiera otras circunstancias. Todos los derechos reservados por Standard & Poor's Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo, Registro CNV N°5, una unidad de McGraw Hill Financial, Leandro N. Alem 855, Piso 3° (C1001AAD), Buenos Aires, Argentina. Prohibida su reproducción total o parcial.

ANEXO 1: INFORMACIÓN CONTABLE COMPARATIVA
Argentina Clearing S.A. (ACSA)
Estado de Situación Financiera

(en pesos argentinos)

	Julio 31, 2011	Julio 31, 2012	Julio 31, 2013	Julio 31, 2014
Activo				
<i>Activo Corriente</i>				
Efectivo y Equivalentes	50,238.45	93,542.32	66,756.80	186,359.22
Activos Financieros a costo amortizado y otros activos financieros	8,532.52	9,796.98	12,366.52	21,710.88
Créditos	889.98	1,276.67	1,317.20	2,281.76
Créditos con entidades relacionadas	-	80.48	100.00	-
Otros créditos	9,241.04	18,204.84	13,267.71	33,333.43
Total Activo Corriente	68,902.00	122,901.29	93,808.24	243,685.29
<i>Activo no Corriente</i>				
Activos Financieros a costos amortizado y otros activos financieros	33.27	159.44	719.31	1,643.05
Inversiones permanentes en sociedades relacionadas	522.66	732.86	1,212.38	2,270.28
Inversiones en otras sociedades	90.40	90.40	90.40	90.40
Otros créditos	1,001.25	3,001.25	1,004.03	1,740.38
Activos por impuestos diferidos	58.19	68.65	153.13	161.07
Bienes de uso	89.30	144.27	110.17	229.28
Activos intangibles	50.51	12.50	1,021.16	3,141.60
Otros activos	5.26	-	-	-
Llave de negocio	4,581.93	4,200.10	3,818.27	3,436.45
Total Activo no corriente	6,432.77	8,409.48	8,128.85	12,712.51
Total del Activo	75,334.77	131,310.77	101,937.09	256,397.80
Pasivo				
<i>Pasivo Corriente</i>				
Cuentas por pagar	44,869.36	94,110.78	54,700.69	132,097.28
Cuentas por pagar con entidades relacionadas	13.52	-	375.76	381.77
Remuneraciones y cargas sociales	212.34	249.28	661.77	525.08
Cargas fiscales	718.08	2,374.64	493.58	26,255.75
Anticipos a Clientes	-	13.81	32.37	134.24
Otros pasivos corrientes	2,765.55	962.10	415.46	698.02
Total Pasivo Corriente	48,578.85	97,710.60	56,679.63	160,092.15
<i>Pasivo no Corriente</i>				
Pasivos por impuestos diferidos	729.36	461.67	557.91	-
Otros pasivos	0.50	0.50	0.50	0.50
Total del Pasivo no Corriente	729.86	462.17	558.41	0.50
Total del Pasivo	49,308.71	98,172.77	57,238.04	160,092.65
Patrimonio Neto				
Capital Social	26,026.06	33,138.01	44,699.05	96,305.15
Primas de Emisión	-	-	-	-
Ajuste del Capital	-	-	-	-
Fondo de garantía	-	-	-	-
Reserva Legal	-	-	-	-
Resultados no asignados	-	-	-	-
Pasivo + Patrimonio Neto	75,334.77	131,310.77	101,937.09	256,397.80

ANEXO 1: INFORMACIÓN CONTABLE COMPARATIVA
Argentina Clearing S.A. (ACSA)
Estado de Resultados

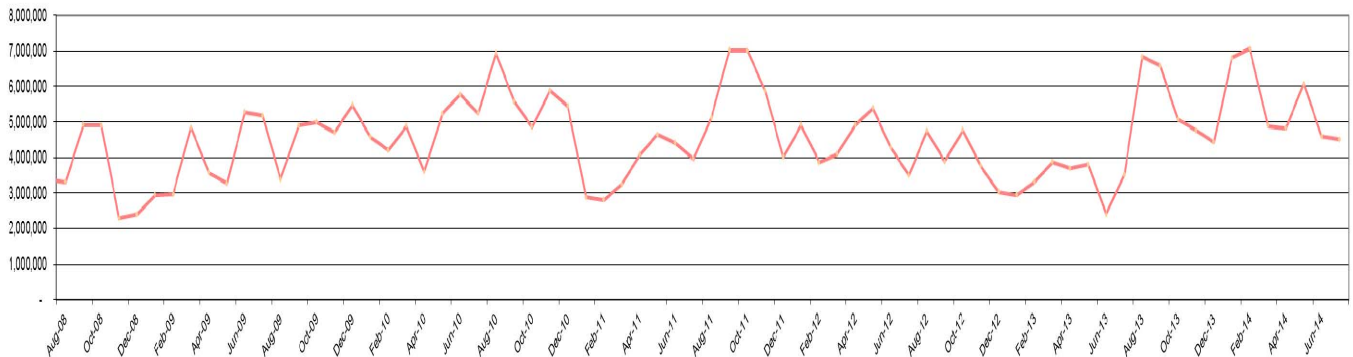
(en pesos argentinos)

	Julio 31, 2011	Julio 31, 2012	Julio 31, 2013	Julio 31, 2014
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Ingresos por Servicios	9,224.02	11,553.56	11,517.88	25,830.82
Gastos	-4,935.05	-5,705.20	-7,149.93	-10,461.64
Ganancia operativa	4,288.96	5,848.36	4,367.95	15,369.18
<i>Resultados Financieros y por Tenencia</i>	4,053.62	5,759.05	10,427.56	43,988.58
<i>Generados por Activos:</i>	4,063.44	5,803.99	10,496.75	44,017.82
Resultado por tenencia títulos públicos y privados, fondos comunes de inversión y ot	2,588.54	3,719.76	6,718.66	37,180.73
Intereses	991.79	1,073.87	1,854.06	1,961.85
Diferencias de cambio	371.45	751.71	1,467.53	4,466.68
Dividendos en efectivo	-	100.00	-	-
Otros	111.66	158.66	456.50	408.55
Resultado por exposición al cambio en el poder adquisitivo de la moneda	-	-	-	-
<i>Otros Ingresos y Egresos</i>				
<i>Generados por Pasivos:</i>	-9.82	-44.94	-69.19	-29.24
Diferencias de cambio	-9.82	-	-67.78	-27.01
Intereses	-	-44.94	-1.42	-2.23
<i>Resultado por Inversiones en Soc. art 33 Ley N° 19.550</i>	129.34	105.56	40.07	323.16
<i>Depreciación de la llave de negocio</i>	-	-381.83	-381.83	-381.83
<i>Otros Ingresos</i>				-4.72
Ganancia antes de impuestos	8,471.92	11,331.15	14,453.74	59,294.37
Impuesto a las ganancias	-2,576.29	-3,024.05	-1,264.53	-5,703.93
Ganancia neta del periodo	8,613.51	12,232.43	13,189.21	53,590.44
<i>Otros resultados integrales</i>				
Ajuste por conversión de Sociedades relacionadas del exterior			11.83	434.66
Ganancia final del ejercicio	5,895.63	8,307.104	13,201.046	54,025.105

ANEXO 2
Indicadores Operativos

	31-Jul-2009	31-Jul-2010	31-Jul-2011	31-Jul-2012	31-Jul-2013	31-Jul-2014
Interés abierto (nº de contratos)	2,915,733	1,550,851	1,654,105	1,663,929	1,606,599	2,901,717
Valor de Mercado del Interés Abierto (\$)	11,644,361,750	6,512,250,096	7,677,150,090	8,704,445,388	10,009,743,366	26,707,199,052
Márgenes requeridos	2,004,209,038	812,356,881	839,157,424	824,261,030	1,098,322,618	3,459,864,706
Garantías iniciales	7,649,856	31,307,448	21,074,665	34,626,052	26,211,817	62,208,603
Fondos excedentes	946,761,784	507,946,442	397,040,223	640,485,425	1,369,790,380	2,006,463,320
Total de fondos disponibles	2,958,620,678	1,351,610,771	1,257,272,312	1,499,372,507	2,494,324,815	5,528,536,629
Márgenes requeridos/Interés abierto	17.21%	12.47%	10.93%	9.47%	10.97%	12.96%

Cantidad de contratos registrados, compensados y garantizados



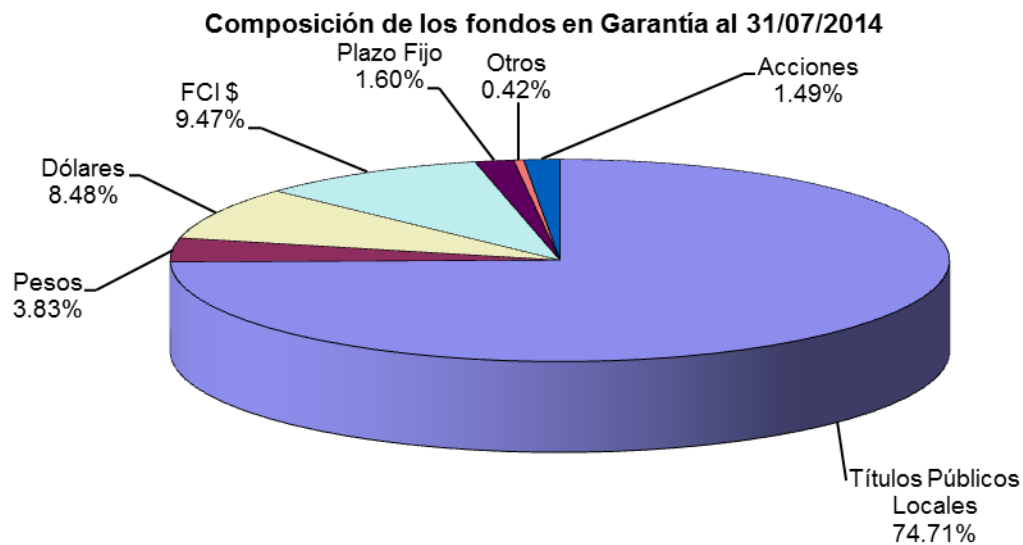
ANEXO 3

Composición del fondo de garantía

Fondos en Garantía al 31/07/2014

en pesos

Títulos Públicos Locales	4,130,369,716	74.71%
Pesos	211,742,953	3.83%
Dólares	468,819,906	8.48%
FCI \$	523,552,419	9.47%
Plazo Fijo	88,456,586	1.60%
Otros	23,219,854	0.42%
Acciones	82,375,196	1.49%
Total	5,528,536,630	100.00%



Anexo 4: Glosario

Activos líquidos: La suma de disponibilidades y el saldo acreedor neto por operaciones de pasas de la entidad financiera contra el BCRA utilizando LEBAC y NOBAC.

Arrendamientos Financieros: Contrato mediante el cual, el arrendador traspasa el derecho de usar un bien a un arrendatario, a cambio del pago de rentas de arrendamiento durante un plazo determinado, al término del cual el arrendatario tiene la opción de comprar el bien arrendado pagando un precio determinado, devolverlo o renovar el contrato.

Base de fondeo: Fuentes, además del capital, que usa el banco para el fondeo de sus operaciones regulares (otorgación de préstamos).

Cartera irregular: Cartera de préstamos con morosidad mayor a 90 días.

Crédito al sector privado: Préstamos al sector privado no financiero incluyendo intereses, ajustes y diferencias de cotizaciones devengadas a cobrar.

Ganancia: Resultado Neto del período.

Gastos de administración: Incluye remuneraciones, cargas sociales, servicios y honorarios, impuestos y amortizaciones.

Indicador de calidad de cartera: Cartera irregular sobre cartera de préstamos brutos al sector privado no financiero.

Indicador de eficiencia operativa: Gastos administrativos sobre ingresos netos por intermediación y servicios.

Leasing: Idem a "Arrendamientos Financieros".

Margen Bruto de Intermediación: Ingresos menos egresos financieros. Incluye resultados por intereses y por activos, ajustes de CER y CVS, diferencias de cotización y otros resultados financieros.

Margen Operativo: Ganancia Operativa sobre Ingresos por servicios

Patrimonio sobre Activos: Patrimonio neto sobre total de activos

Ratio de Cartera Irregular: Idem a "Indicador de calidad de cartera".

Ratio de cobertura: Previsiones de la cartera de préstamos sobre cartera irregular.

Ratio de Integración de Capital: Integración de capital (RPC) sobre Activos ponderados por riesgos totales según norma del BCRA sobre Capitales Mínimos (Com. "A" 5369).

Ratio de capital contable sobre activos ajustados: La suma del capital social, reservas, resultados no asignados sobre el total de activo ajustado.

Rentabilidad final sobre ingresos: Resultado neto sobre ingresos por servicios

Retorno sobre activos (ROAA por sus siglas en inglés): Resultado neto del ejercicio multiplicado por el factor de anualización, sobre el promedio entre el total de activo del período bajo análisis y el del ejercicio finalizado el año anterior.

Retorno sobre el Patrimonio Promedio: Resultado neto sobre el promedio del patrimonio neto de los dos últimos años

RPC: Responsabilidad Patrimonial Computable.