

## RATING REPORT

## Argentina Clearing S.A.

Mónica Gavito, Buenos Aires, (54) 11-4891-2140, monica\_gavito@standardandpoors.com;  
Delfina Cavanagh, Buenos Aires, (54) 11-4891-2153, delfina\_cavanagh@standardandpoors.com;

Informe de Actualización  
de Ejercicio

Fecha de Dictamen:  
08 de noviembre de 2011

Fecha de Balances:  
31 de julio de 2011

## Anexos:

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

## Fuentes

- Información suministrada por Argentina Clearing S.A.
- Estados contable auditados por Vigna, Santoni y Asociados al 31/07/2011, 31/07/2010, 31/07/2009, 31/07/2008, 31/07/2007, 31/07/2006, 31/07/2005, 31/07/2004, 31/07/2003.

## Calificaciones en la escala nacional para Argentina

Instrumento	Calificación		Tendencia
Calificación Institucional de Largo Plazo	raAA	Estable	
<b>Principales datos financieros y operativos</b> (En base a estados contables individuales)	<b>Julio 2009</b> 12 meses	<b>Julio 2010</b> 12 meses	<b>Julio 2011</b> 12 meses
Ingresos por servicios (en miles de pesos)	5.786,3	9.995,6	9.224,0
Resultado Operativo (en miles de pesos)	3.251,3	6.358,2	4.289,0
Resultado Final (en miles de pesos)	5.698,4	7.446,8	5.895,6
Patrimonio Neto (en miles de pesos)	15.316,5	21.738,3	25.994,0
Márgenes de garantía sobre interés abierto	17,2%	12,5%	10,9%
Total de los fondos de garantía (en millones de pesos)	2.958,6	1.351,6	1.257,3
Interés abierto de las operaciones a liquidar (en millones de pesos)	11.644,4	6.512,3	7.677,2

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 'raAA': Una entidad calificada como 'raAA' difiere de aquellas con más alta calificación muy levemente y posee una capacidad de hacer frente a sus compromisos financieros MUY FUERTE en relación con otras entidades argentinas.

Los símbolos "+" y "-" se utilizan para destacar fortalezas relativas dentro de las categorías de calificación 'raAAA' a 'raB'.

## FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

La calificación de 'raAA' asignada a Argentina Clearing S.A. 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 Argentina 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 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 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 del ejercicio cerrado en julio de 2011 el fondo de garantía aportado por Rofex alcanzaba los \$2,9 millones. Asimismo, la compañía renovó en marzo de 2011 y por un plazo de un año un acuerdo que sostiene desde septiembre de 2008 con el Banco de Córdoba por \$ 20 millones 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 del ejercicio cerrado el 31 de julio de 2011, el total de fondos disponibles alcanzaba \$1.257,3 millones, incluyendo márgenes requeridos a los MC que cubrían un 10,93% del valor de mercado del interés abierto. Para el mismo período, el interés abierto de las operaciones a liquidar por ACSA ascendía a 1.654.105 contratos que totalizaban un valor de mercado de \$7.677,2 millones.

Durante los doce meses del ejercicio iniciado en agosto de 2010, ACSA continuó mostrando un buen desempeño en la operatoria de futuros y opciones. La entidad registró, compensó y liquidó más de 54,6 millones de contratos, evidenciando un crecimiento anual cercano al 3,9% respecto del ejercicio anterior. La división de Derivados Financieros – que representa casi la totalidad de las operaciones de la entidad - registró una caída del 32,9% explicada por la menor operatoria del contrato de dólar. Por otro lado, la División de Derivados Agropecuarios registró un crecimiento del 14,6% en las toneladas registradas. Sin embargo, si se compara en términos de contratos, el volumen cayó un 1,8% debido a cambios en el tonelaje de carga de los camiones y por ende de los contratos, que se unificaron para hacerlos semejantes. El volumen total operado fue de 8.514.430 toneladas, aunque puede observarse una variación en la composición ya que la operatoria de los contratos de índice cayó un 6,7%, mientras que las negociaciones de contratos con entrega registraron un incremento del 13,6%.

El crecimiento en el volumen de la operatoria durante el ejercicio no logró reflejarse en los ingresos por servicios, los cuales registraron una caída del 7,7% respecto al ejercicio cerrado el 31 de julio de 2010. Por su parte, los gastos operativos sufrieron un incremento del

35,7%, lo que derivó en una caída del margen operativo en torno al 32,5% respecto al ejercicio anterior. Por otro lado, los resultados financieros y por tenencia generado por activos (títulos públicos y privados, acciones, fondos comunes de inversión, y títulos fiduciarios) sufrieron en conjunto una mejora del 21%. Este incremento se vio parcialmente contrarrestado por los menores resultados por intereses, que cayeron cerca del 38,8% en el ejercicio respecto al ejercicio anterior. De este modo, la ganancia total reportada por ACSA ascendió a \$5.895.626 a fines de julio de 2011, mostrando una disminución del 20,8% con respecto al ejercicio de 2010 e implicó un retorno sobre el patrimonio promedio del 24,7%.

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 2011, el indicador de patrimonio neto sobre el total de activos se ubicaba en 34,5%, con el patrimonio neto alcanzando los \$26 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 Mercado a Término de Rosario (ROFEX) garantizando el cumplimiento de todos los contratos de futuros y opciones sobre productos agropecuarios y financieros. ACSA cuenta actualmente con cerca de 129 accionistas, en su mayoría vinculados al sector agropecuario, siendo su principal propietario la Bolsa de Comercio de Rosario con un 47% de participación en el capital social.

## TENDENCIA

**ESTABLE.** La tendencia estable incorpora las mejoras en los indicadores y el perfil financiero de ACSA, respaldado por su buena posición de negocio. Una mayor diversificación de sus ingresos sumado a la consolidación del mercado al que apuntan podría derivar en una suba de la calificación. En contraste, un deterioro en el ambiente de negocios, un cambio de la política monetaria por parte del Gobierno o una intervención en el tipo de operatoria de la empresa podría generar presiones negativas sobre la calificación de la compañía.

## 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 54,6 millones de contratos durante el ejercicio cerrado al 31 de julio de 2011, lo que equivale a una leve caída del 3,9% respecto a los más de 56,9 millones reportados en el ejercicio anterior. Si bien aún tienen poca relevancia dentro del total de derivados financieros, el contrato de euro (que creció más del 100% en el ejercicio) 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 2011, el interés abierto de las operaciones a liquidar por ACSA ascendía a 1.654.105 contratos representando un valor de mercado de alrededor de \$73677,2 millones. (Ver Anexo 2: Indicadores de Mercado).

La operatoria de opciones y futuros agropecuarios mostró un incremento del 14,6% en términos de toneladas registradas en el ejercicio, alcanzando 8,5 millones de toneladas desde 7,4 millones de toneladas en el ejercicio anterior. Sin embargo, en cuanto al volumen de contratos, este disminuyó dado que el tonelaje de los contratos de todos los productos se unificó (reduciendo el tonelaje del maíz y del trigo) para posiciones de futuros con vencimientos posteriores a enero de 2011. De esta manera, aunque se alcanzaron niveles récord de volumen de toneladas negociadas en los meses de junio y julio de 2011, el volumen de contratos disminuyó un 1,8% en el ejercicio.

Al 31 de julio de 2011, el número total de accionistas era 129, 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 2011, detentaba una participación del 47% del capital social de ACSA, elevándose desde el 18,5% durante el ejercicio 2005. La participación del resto de los accionistas varía desde el 3,2% 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 131 miembros compensadores, habiéndose dado de alta once nuevos MC y tan solo una baja en el ejercicio cerrado en julio de 2011.

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. Asimismo, a finales del ejercicio se comenzó a trabajar en conjunto con la Bolsa de Valores de Bolivia que se encuentra en proceso de renovar sus sistemas.

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 avanzado un 20% a fines de julio de 2011. Por otro lado, debido a la participación de ACSA como accionista de Primary S.A., 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. Ambas tuvieron una respuesta satisfactoria al igual que en el año anterior.

### *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 2011, Argentina Clearing reportó una ganancia total de \$5.895.626, registrando una caída del orden del 20,8% con respecto a las ganancias del ejercicio anterior y equivalente a un retorno sobre el patrimonio de 24,7%. Las ganancias del ejercicio fueron menores a las del ejercicio anterior, debido a que los ingresos por servicios cayeron un 7,7% mientras que los gastos se incrementaron un 35,7% en el mismo período. Esto derivó en una ganancia operativa de \$4,3 millones, que compara negativamente con los \$6,4 millones reportados un año atrás. Por su parte, los resultados financieros y por tenencia -que representan el 30,3% del total de ingresos- se mantuvieron en niveles similares a los del ejercicio anterior, mostrando un leve incremento del 0,8% en el año.

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 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 2011 ACSA mantenía acuerdos de liquidez mediante líneas de crédito por un monto total de \$13,2 millones con cuatro bancos (HSBC, Santander Río, Galicia y Banco de Córdoba). Asimismo, a partir de septiembre de 2008 existe una línea de crédito abierta con el Banco de Córdoba por \$ 20 millones para el potencial incumplimiento de un MC del mark to market diario, que se renovó por un año más en el mes de marzo de 2011. 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 2011, el total del patrimonio ascendía a cerca de \$26 millones mostrando un crecimiento del 19,6% respecto a julio de 2010 y resultando en un ratio de patrimonio neto sobre activos de 34,5%, 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 y 2010, se distribuyeron dividendos en efectivo. En el último ejercicio finalizado en julio de 2011, el directorio propuso distribuir un total de \$1.230.000. 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.

<b>Garantías al 31/07/2011</b>	<b>Monto en \$</b>
Garantías integradas al Fideicomiso de Garantía	1.257.272.312
<i>Márgenes Requeridos</i>	839.157.424
<i>Garantías Iniciales</i>	21.074.665
<i>Fondos Excedentes</i>	397.040.223
Fideicomiso de garantía para incumplimiento de MC	21.074.665
Reservas patrimoniales afectadas	25.993.947
<b>Total</b>	<b>1.304.340.924</b>

- *Garantías integradas al Fideicomiso de Garantía por los miembros compensadores*  
Se componen de garantías iniciales, márgenes requeridos y fondos excedentes. Los márgenes requeridos (\$839,2 millones al 31/07/2011) 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 2011, los activos depositados en garantía estaban compuestos principalmente por títulos públicos (76,9%), por pesos (8,5%), por dólares (8%), y en menor medida por fondos comunes de inversión y plazo fijo en pesos (2% y 1,8% de participación respectivamente). El resto se encontraba en acciones, avales, fondos de Money market en USD y títulos extranjeros.

Al 31 de julio de 2011, el ratio de márgenes requeridos sobre Interés abierto ascendía al 10,9%, nivel que se encuentra dentro de los estándares a nivel internacional.

*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 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 aquel. En ningún caso nuestra compensación ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada con 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. Tales 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 resultado 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 International Ratings Ltd. (Sucursal Argentina), Registro CNV N°2, una división de The McGraw-Hill Companies, Inc., 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 Patrimonial**  
(en pesos argentinos)

AUDITORES: Vigna, Santoni y Asociados

	Julio 31, 2006	Julio 31, 2007	Julio 31, 2008	Julio 31, 2009	Julio 31, 2010	Julio 31, 2011
<b>Activo</b>						
<i>Activo Corriente</i>						
Caja y Bancos	125,026	99,910	874,230	463,192	507,627	2,803,100
Inversiones	10,838,471	26,380,954	41,539,804	66,607,486	86,392,593	55,951,748
Créditos	129,409	319,177	390,674	676,121	1,113,146	889,980
Otros créditos	31,205	39,379	1,116,698	1,428,087	6,677,741	9,241,044
Otros activos	5,000	-	-	-	-	-
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>11,129,111</b>	<b>26,839,420</b>	<b>43,921,406</b>	<b>69,174,886</b>	<b>94,691,107</b>	<b>68,885,872</b>
<i>Activo no Corriente</i>						
Inversiones		924,321	909,344	400	400	613,064
Otros Créditos	1,248	1,248	1,002,793	1,004,649	2,056,612	1,059,434
Bienes de Uso	110,638	155,952	193,438	207,613	144,294	89,300
Activos Intangibles	104,241	175,932	160,856	118,258	111,242	50,512
Otros Activos		39,981	60,803	44,375	20,888	5,258
<b>Subtotal del Activo no Corriente</b>	<b>216,127</b>	<b>1,297,434</b>	<b>2,327,234</b>	<b>1,375,295</b>	<b>2,333,436</b>	<b>1,817,568</b>
Llave del negocio						4,581,929
<b>Total Activo no corriente</b>						<b>6,399,497</b>
<b>Total del Activo</b>	<b>11,345,238</b>	<b>28,136,854</b>	<b>46,248,640</b>	<b>70,550,181</b>	<b>97,024,543</b>	<b>75,285,369</b>
<b>Pasivo</b>						
<i>Pasivo Corriente</i>						
Cuentas por pagar	4,863,304	20,453,134	36,297,137	52,547,335	73,384,492	44,882,881
Remuneraciones y cargas sociales	37,321	30,984	72,201	99,309	135,232	212,342
Cargas fiscales	315,321	261,970	239,061	2,272,219	1,220,398	718,083
Anticipos a Clientes				15,831	-	-
Otros pasivos corrientes					68,579	2,765,547
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>5,215,946</b>	<b>20,746,088</b>	<b>36,608,399</b>	<b>54,934,694</b>	<b>74,808,701</b>	<b>48,578,853</b>
<i>Pasivo no Corriente</i>						
Cargas Fiscales			21617	298475	477021	712069
Otros pasivos	500	500	500	500	500	500
<b>Total del Pasivo no Corriente</b>	<b>500</b>	<b>500</b>	<b>22,117</b>	<b>298,975</b>	<b>477,521</b>	<b>712,569</b>
<b>Total del Pasivo</b>	<b>5,216,446</b>	<b>20,746,588</b>	<b>36,630,516</b>	<b>55,233,669</b>	<b>75,286,222</b>	<b>49,291,422</b>
<b>Patrimonio Neto</b>						
Capital Social	120,000	5,658,000	5,658,000	5,658,000	10,250,000	10,250,000
Primas de Emisión	4,940,000	228,000	228,000	228,000	-	-
Ajuste del Capital	406,521					
Fondo de garantía	235,239	235,239	235,239	235,239	235,239	235,239
Reserva Legal	51,529	70,304	116,032	226,470	511,389	883,729
Resultados no asignados	375,503	1,217,813	3,380,853	8,968,803	10,741,693	14,624,979
<b>Pasivo + Patrimonio Neto</b>	<b>11,345,238</b>	<b>28,155,944</b>	<b>46,248,640</b>	<b>70,550,181</b>	<b>97,024,543</b>	<b>75,285,369</b>

**ANEXO 1: INFORMACIÓN CONTABLE COMPARATIVA**  
**Argentina Clearing S.A. (ACSA)**

**Estado de Resultados**

(en pesos argentinos)

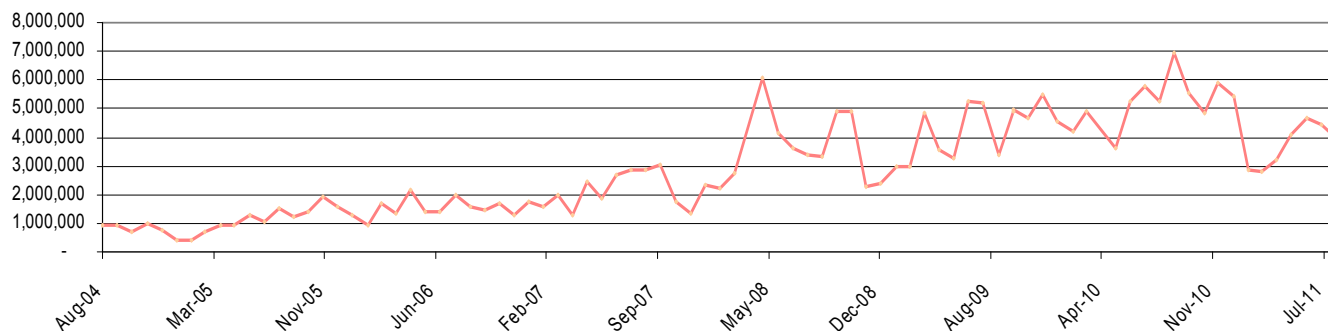
	Julio 31, 2006	Julio 31, 2007	Julio 31, 2008	Julio 31, 2009	Julio 31, 2010	Julio 31, 2011
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Ingresos por Servicios	1,757,214	2,041,124	3,779,784	5,786,346	9,995,578	9,224,015
Gastos	-1,248,382	-1,371,257	-2,100,910	-2,535,048	-3,637,347	-4,935,054
<b>Ganancia operativa</b>	<b>508,832</b>	<b>669,867</b>	<b>1,678,874</b>	<b>3,251,298</b>	<b>6,358,231</b>	<b>4,288,961</b>
<i>Resultados Financieros y por Tenencia</i>						
<i>Generados por Activos:</i>						
Resultado por tenencia títulos públicos y privados	39,825	89,694	25,937	336,791	733,459	2,588,537
Resultado por tenencia FCI	252,150	250,138	137,194	1,817,585	880,521	
Resultado por tenencia de Obligaciones Negociables					7,265	
Resultado por tenencia de títulos fiduciarios						
Intereses	129,377	381,555	968,848	1,463,521	1,621,744	991,792
Diferencias de cambio	17,876	6,810	-31,349	499,074	151,295	371,449
Otros				33,538	128,592	111,658
Resultado por exposición al cambio en el poder adquisitivo de la moneda	-					
Otros Ingresos y Egresos				10,913	-	-
<i>Generados por Pasivos:</i>						
Diferencias de cambio	-1,104	0	0	0	-1,883	-9,821
Intereses	0	0	0	0	0	(9,821)
Intereses	-1,104	0	0	0	-1,883	
Resultado por Inversiones en Soc. art 33 Ley N° 19.550						129,343
<b>Ganancia antes de impuestos</b>	<b>946,956</b>	<b>1,398,064</b>	<b>2,841,268</b>	<b>8,203,743</b>	<b>10,389,356</b>	<b>8,471,919</b>
Impuesto a las ganancias	-334,500	-483,500	-632,500	-2,505,355	-2,942,547	-2,576,293
<b>Ganancia final del ejercicio</b>	<b>612,456</b>	<b>914,564</b>	<b>2,208,768</b>	<b>5,698,388</b>	<b>7,446,809</b>	<b>5,895,626</b>

ANEXO2

Indicadores Operativos

	31-Jul-2006	31-Jul-2007	31-Jul-2008	31-Jul-2009	31-Jul-2010	31-Jul-2011
Interés abierto (nº de contratos)	297,146	252,507	1,963,089	2,915,733	1,550,851	1,654,105
Valor de Mercado del Interés Abierto (\$)	1,001,688,725	948,798,810	6,164,284,442	11,644,361,750	6,512,250,096	7,677,150,090
Márgenes requeridos	191,034,300	122,644,827	1,044,204,802	2,004,209,038	812,356,881	839,157,424
Garantías iniciales	12,189,856	10,310,202	20,338,736	7,649,856	31,307,448	21,074,665
Fondos excedentes	243,104,628	245,558,852	556,555,308	946,761,784	507,946,442	397,040,223
<b>Total de fondos disponibles</b>	<b>446,328,784</b>	<b>378,513,881</b>	<b>1,621,098,841</b>	<b>2,958,620,678</b>	<b>1,351,610,771</b>	<b>1,257,272,312</b>
Márgenes requeridos/Interés abierto	19.07%	12.93%	16.94%	17.21%	12.47%	10.93%

Cantidad de contratos registrados, compensados y garantizados



### ANEXO 3 Composición del fondo de garantía

#### *Fondos en Garantía al 31/07/2011*

en miles de pesos

Títulos Públicos Locales	966,415	76.9%
Pesos	107,479	8.5%
Dólares	101,184	8.0%
FCI \$	24,839	2.0%
Plazo Fijo	23,236	1.8%
Otros	22,570	1.8%
Acciones	11,549	0.9%
<b>Total</b>	<b>1,257,272</b>	<b>100.00%</b>

Composición de los fondos en Garantía al 31/07/2011

