

**MERCADO ARGENTINO DE VALORES S.A. (Mercado registrado bajo el N° 15 de la CNV)  
Operatoria del Segmento Directo Garantizado de Cheques de Pago Diferido**

**Agente de Negociación**  
Mercado Argentino de Valores  
S.A.

**Calificación**  
“AA+ (OMG)”

**Tipo de informe**  
Seguimiento

**Calificación anterior**  
“AA+ (OMG)”  
28/12/2023

**Metodología de Calificación**  
Se utilizó la [Metodología](#) de Calificación de Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), Fondos de Garantía (FdeG) y de Operaciones de Mercado Garantizadas (OMG) aprobada por la Resolución CNV 18034/16

**Analistas**  
Juan Carlos Esteves,  
[jesteves@untref.edu.ar](mailto:jesteves@untref.edu.ar)

Juan Manuel Salvatierra  
[jmsalvatierra@untref.edu.ar](mailto:jmsalvatierra@untref.edu.ar)

**Fecha de calificación**  
26/03/2024

**Advertencia**  
El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento de calificación.

**Calificación**

Operatoria	Calificación
Operatoria del Segmento Directo Garantizado de Cheques de Pago Diferido	“AA+(OMG)”

**Fundamentos de la calificación**

Se confirma la calificación otorgada a la operatoria del Segmento Directo Garantizado de Cheques de Pago Diferido, sobre la base de la confirmación de los fundamentales que sustentan a la misma.

El alcance de la presente confirmación de calificación, comprende a la operatoria del denominado segmento directo garantizado de cheques de pago diferido, tal como se la identifica en la normativa correspondiente del Mercado Argentino de Valores (MAV). No se han producido modificaciones o agregaciones normativas, al conjunto ya vigente que forma parte del [Informe Inicial](#).

El MAV constituye una sólida institución, con un claro código de gobernanza y dotada de un conjunto de normativas, manuales de procedimientos y de auditoría, reglamento de funcionamiento, mecanismos de gestión y de cobranza, sistemas informáticos y estructuración de garantías, que le otorgan transparencia, seguridad y confiabilidad a las operaciones.

El MAV es un mercado especializado en la operación de productos no estandarizados, dirigidos a las PyMEs y a economías regionales.

La operatoria específicamente calificada, se halla debidamente sustentada por la instrumentación y procedimientos de ejecución de un conjunto de activos de contragarantía, constituidos por los operadores del mercado bajo análisis.

El MAV registró al 31/12/2023 primer semestre del ejercicio 2023/2024, una sostenida expansión en los montos operados en CPD, Pagares y Facturas de Crédito Electrónica, alcanzando un monto de \$2.070.472 millones. La negociación directa total de CPD en el periodo, registró un monto operado de \$724.222,9 millones, con una variación positiva del +168,7 % con relación al mismo periodo del ejercicio anterior. La operatoria del segmento directo garantizado, también presentó un comportamiento muy expansivo, operándose un monto de \$41.348,3 millones, que resultando un 366,7% superior al periodo anterior.

Durante el segundo trimestre del Ejercicio 2023/2024, se operaron diariamente instrumentos de financiamiento MiPyME por un monto superior a los \$38.000 millones. Equivalió al 40% del financiamiento obtenido por fuera del mercado de capitales.

En el Anexo I se presenta una síntesis de la principal información de los EECC al 30/06/2023. Asimismo en el Anexo II, se presenta información elaborada y suministrada por el MAV, referida a aspectos complementarios de la operatoria calificada y a los esquemas de Fondos de Garantías asociados.

## I. Introducción

En octubre de 2014, la Asamblea del MAV, aprobó un aumento adicional del capital social, contemplando la suscripción de 4.000.000 de acciones adicionales, elevando a los 8.000.000, la cantidad de acciones representativas del Capital Social. Del capital adicional contemplado, se completó la suscripción del mismo, con la oferta de 542.797 acciones escriturales ordinarias con valor nominal de \$1, integrándose el total de las 4.000.000 de acciones, ascendiendo el Capital Social suscrito, al 9 de junio de 2017, a los \$8.000.000.

La característica central de este nuevo instituto, es la profunda política de apertura contemplada en el rediseño de su estructura de capital. Este proceso ha permitido la incorporación voluntaria a la sociedad, de diversas Bolsas y otros operadores del mercado financiero autorizados por la CNV, tal como lo prevé la Ley 26.831.

## II. Administración y Organización

Se destaca que las distintas instancias directivas y ejecutivas, contempladas en el Organigrama de la Sociedad, están desempeñadas por funcionarios con amplia trayectoria en el mercado de capitales. En la siguiente Tabla 1, se informa sobre los actuales integrantes del órgano de administración de la Sociedad.

**Tabla 1 - Composición del Directorio**

DIRECTORIO	
Presidente	Alberto Daniel Curado
Vicepresidente	Pablo Alberto Bortolato
Secretario	Marcelo Gustavo Quirici
Tesorero	Carlos Jose Canda
Director Titular	Gustavo Rubén Badosa
Director Titular	Jorge Amadeo Baldrich
Director Titular	Jorge Eduardo Garcia
Director Titular	Sebastian Arena
Director Titular	Eduardo Vicente Afflitto
Director Titular	Martín Baretta Elisei
Director Suplente	Miguel Benedit
Director Suplente	Rodolfo Federico Allasia
Director Suplente	Guillermo Moretti

↓

Director Titular Ejecutivo - Gerencia General Fernando Jorge Luciani
---

Fuente: Hecho Relevante 25/10/2023

### III. Estrategia comercial del MAV. Perspectivas

En cuanto a la actividad de la sociedad, debe tenerse presente que el Mercado Argentino de Valores Sociedad Anónima (MAV) y Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA), suscribieron oportunamente un convenio de especialización por medio del cual MAV dejó de operar acciones de empresas no PyMEs y bonos nacionales, siempre y cuando BYMA deje de operar productos PyMEs tales como acciones, obligaciones negociables, fideicomisos, letras y bonos municipales y productos no estandarizados. A partir de septiembre de 2018, la plataforma de negociación y liquidación de cheques de pago diferido y pagarés, se halla unificada a través del sistema nativo MAV. Se continúa trabajando en conjunto, para lograr la integración de los demás productos PyMEs, considerando además la incorporación de nuevos productos.

Con el objetivo de diversificar el perfil de los ingresos operativos, se sigue avanzando en el perfeccionamiento de los productos tales como, cheque de pago diferido, factura de crédito electrónica, pagares digital; con un fuerte incremento en su operatoria y la incorporación de nuevos productos. En este contexto, se fortalecerá la actividad de Plataforma FCE, con el objetivo de que los agentes accedan al producto de las plataformas contempladas en el artículo 13 de la Ley 27.440, procurando alcanzar simetría en la regulación entre las plataformas y los agentes.

En el contexto de la asociación estratégica entre MAV y el Grupo Sancor Seguros, la Sociedad aprobó su participación relativa en el Banco del Sol. El proyecto de incorporación ha finalizado, iniciándose la etapa del desarrollo de proyectos comunes.

Se ha puesto en operaciones a AXIS Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión. Se enfoca en productos de inversión colectiva, dirigidos a agentes e inversores institucionales. AXIS cuenta con una trayectoria de más de 25 años, y se incorpora al MAV con el objetivo de ampliar las opciones comerciales para los Agentes del Mercado de Valores.

MAV también se focaliza en la innovación, concentrando sus esfuerzos en el desarrollo del private placement para las start ups, a través del programa A2CM y el acompañamiento de un bróker, el que facilitara la incorporación al mercado de capitales de esas iniciativas.

También se propone como objetivo, promover ante el sector público la generación de acciones de estímulo, las que junto con las compañías de seguro, profundicen las operaciones sobre los fondos PyME. En esa dirección, ampliara sus vinculaciones con las compañías, con el objetivo de identificar a aquellas que permitan enmarcarlas como inversores genuinos, procurando sinergias al servicio de los agentes del MAV y del sector PyME.

### IV. Operatoria del Segmento Directo Garantizado de Cheques de Pago Diferido

Con relación a la operatoria, el MAV a partir de la circular 799/2010 y las complementarias 815/2011 y 820/2013 del anterior Mercado de Valores de Rosario, contempló y reglamentó los procedimientos para la operación con esos valores negociables. Esas normativas, también se hallan descriptas específicamente, en la Sección II del Capítulo IV de los Productos MAV del Texto Ordenado. Allí se describe, además de la operatoria presente, todas las restantes que corresponden a los instrumentos que se negocian en el ámbito del MAV.

Para la operatoria calificada, básicamente se establece que los valores negociables presentados para su descuento son garantizados por el MAV, en tanto se hallen simultáneamente contragarantizados por el Agente, a través de la instrumentación de una o más de las siguientes garantías:

- ◆ Garantía de SGR a satisfacción del MAV

- ◆ Fianza a favor del Mercado, otorgada a cada operador por una entidad financiera a satisfacción del MAV
- ◆ Títulos Valores Públicos, aforados a su valor de tabla respectiva.
- ◆ Títulos Valores Privados, aforados a su valor de tabla respectiva, conforme la especie de que se trate
  
- ◆ Plazo Fijo emitido a favor del MAV, con fecha de vencimiento posterior a los vencimientos de los valores negociables que tal activo garantiza, tomado por entidad aceptada por el MAV
- ◆ Seguros de Caucción a satisfacción del MAV
- ◆ Todo otro instrumento de garantía que el MAV considere procedente

UNTREF ACR UP considera que la operatoria comprende procedimientos muy robustos, tanto en lo administrativo, como en lo referido a la constitución e instrumentación de las garantías. Esto le otorga a la modalidad calificada, una destacable seguridad operativa. En el Anexo II y de acuerdo con la información elaborada y suministrada por el MAV, se complementa lo expuesto en este punto.

## **V. Resumen patrimonial, de resultados y otros indicadores al 31/12/2023**

Los resultados de los EEFF consolidados del Ejercicio intermedio 01/07/23 - 31/12/2023, expresados en moneda homogénea, destacan la solidez económica y financiera del MAV (Ver Cuadros del Anexo I). En el periodo, se alcanzó una ganancia consolidada de \$ 6.050,6 millones, con \$ 5.941,7 millones originada por el MAV. El nivel patrimonial consolidado del MAV al 31/12/2023, permanece en niveles de destacable solidez (el Cuadro 1 del Anexo I refleja esa situación), habiendo alcanzado a esa fecha los \$25.436,3 millones, correspondiendo \$ 24.702,8 millones al MAV.

UNTREF ACR UP considera que el MAV, opera con destacables recursos profesionales y económicos, desempeñándose en el ámbito de las transacciones de valores negociables, con transparencia, eficiencia y el respaldo, tal como se expone al final del Anexo I.1, del Fondo de Garantía III previsto por el artículo 45 de la Ley 26.831. El monto acumulado del mismo, alcanzó al 31/12/2023 a los \$2.793,1 millones requeridos reglamentariamente, contando el MAV con un excedente de 2.948,6 millones, con relación a ese valor normativo.

También cuenta con el Fondo de Garantía obligatorio, previsto por el art. 57 de la ley 17.811, con un monto al 31/12/2023 de \$26,2 millones.

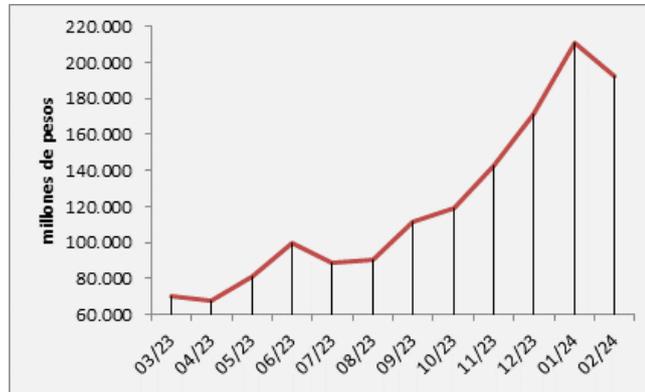
En el Anexo II, se presenta el esquema de garantías contemplado para esta operatoria, con información suministrada por el MAV.

## **VI. Operaciones de descuento de cheques de pago diferido en todas sus modalidades.**

El acumulado de las operaciones realizadas para los últimos 12 meses corridos, a febrero de 2024, alcanzó un monto operado de \$1.446.169 millones, con una variación positiva del 185,1% con relación al periodo comparable.

Con referencia al mes anterior, la variación de la operatoria fue de -9,2%. En tanto con relación a la variación interanual, la misma fue de +288,5%. El Grafico 1 complementa la información.

Gráfico 1, - Montos total de la Operatoria con cheques de pago diferido.  
En millones de pesos. Últimos 12 meses a febrero de 2024

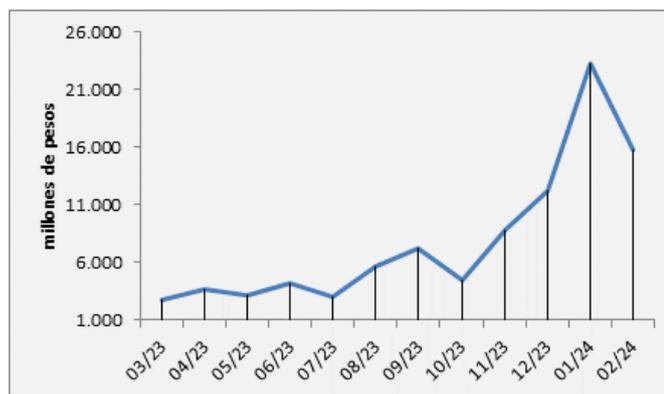


Fuente: elaborado con información institucional MAV ([www.mav-sa.com.ar](http://www.mav-sa.com.ar))

### VI.1 Operatoria del Segmento Directo Garantizado MAV

Con respecto al segmento de la operatoria calificada, el acumulado de los últimos 12 meses corridos, a febrero de 2024, alcanzó un monto operado de \$94.094 millones, con una variación positiva 442,7% con relación al periodo comparable. La operatoria en ese periodo, representó un 6,5% del total de las modalidades utilizadas para el descuento de cheques, consolidando su segmento de actividad. La variación de la modalidad con relación al mes anterior fue de -31,9%, y en la comparación interanual, la misma alcanzó a +768,0%.

Gráfico 2 - Montos operados en el Segmento Directo Garantizado MAV  
En millones de pesos. Últimos 12 meses a febrero de 2024



Fuente: elaborado con información institucional MAV ([www.mav-sa.com.ar](http://www.mav-sa.com.ar))

## Anexo I Estados contables y Fondo de Garantía del art.45 de la Ley 26.831

EECC intermedios correspondientes al Ejercicio 2023/2024 comprendido entre el 1/07/2023 y el 31/12/2023. Están reexpresados de acuerdo con lo requerido por la Resolución General CNV 777/2018 de la CNV. En moneda homogénea al 31/12/2023.

### Cuadro 1 - Estructura patrimonial (en pesos)

Conceptos	31/12/2023	30/06/2023
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>25.436.313.560</b>	<b>19.385.657.585</b>
controlante	24.702.838.901	18.761.141.177
no controladas	733.474.659	624.516.408

### Cuadro 2 - Patrimonio Neto del MAV (en pesos). Al 31/12/2023

Conceptos	Montos
<b>Patrimonio Neto del MAV en pesos</b>	<b>24.702.838.901</b>
Valor UVA al 30/09/2023 en pesos	463,40
Patrimonio Neto de MAV en UVAs	53.307.809
Patrimonio Neto Mínimo exigido en UVAs	10.917.500
Excedente de Patrimonio Neto en UVAs	42.390.309

### Cuadro 3 - Índices relevantes

Índices	31/12/2023	30/06/2023	30/06/2022
Liquidez (1)	3,62	2,93	3,92
Solvencia (2)	3,71	3,08	4,58
Inmovilización del Capital (3)	0,25	0,30	0,34

(1) Liquidez = Activo Corriente / Pasivo Corriente

(2) Solvencia = Patrimonio Neto / Pasivo Total

(3) Inmovilización del Capital = Activo no Corriente / Total del Activo

### Cuadro 4 - Evolución de los resultados (en pesos)

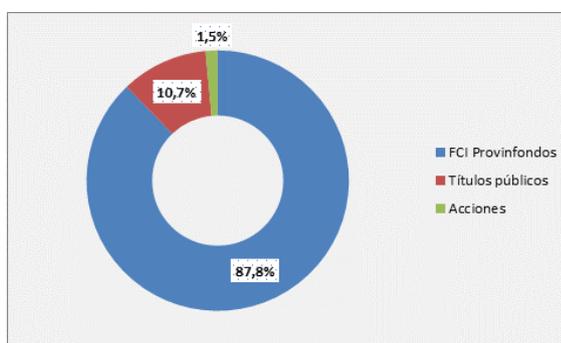
Concepto	31/12/2023	31/12/2022
<b>Resultado Neto</b>	<b>6.050.655.973</b>	<b>2.201.170.135</b>
controlante	5.941.697.724	2.154.598.609
no controladas	108.958.251	46.571.526

## Anexo I.1

### Fondos de Garantía

Asimismo, la Ley 26.831 a través del artículo 45, exige además que los mercados constituyan un Fondo de Garantía obligatorio (FG III), con el objetivo de cubrir los eventuales compromisos no atendidos por los agentes miembros, y originados en operaciones garantizadas. El monto acumulado del Fondo al 31/12/2023, alcanzó a los \$ 2.793,1 millones de pesos estando integrado por activos elegibles del MAV en \$ 5.741,7 millones, con un excedente sobre el legalmente exigido por el Fondo de \$ 2.948,6 millones. En el siguiente Gráfico 3, se presenta la participación porcentual en la cartera de los distintos activos elegibles.

Gráfico 3 - Composición de la cartera de activos elegibles del MAV al 31/12/2023



Fuente: elaborado sobre la base de los EECC al 31/12/2023

Dispone también del Fondo de Garantía obligatorio, previsto en la Ley 17.811 en su artículo 57, con un monto acumulado al 31/12/23 de \$26,2 millones.

## Anexo II

### CPD Garantizados MAV – Esquema de garantías

4to. trimestre 2023

El presente Anexo tiene por objetivo describir la operatoria de negociación de Cheques de Pago Diferido Garantizados MAV y el esquema de Fondos de Garantías asociados, conforme al artículo 45 de la Ley N°26.831 y a los artículos 15 de la Sección IV del Capítulo I del Título VI y 16 de la Sección VI del Capítulo III del Título VI de las Normas de la Comisión Nacional de Valores (N.T. 2013 y mod.)

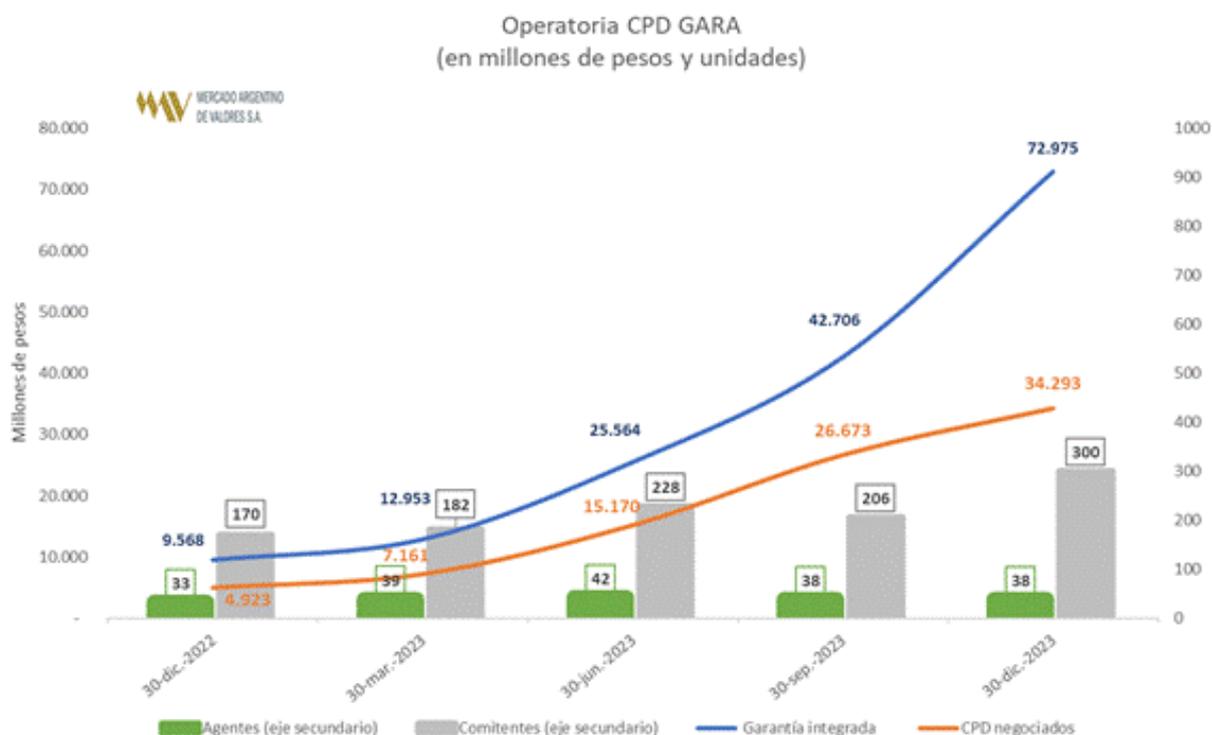
## 1. Operatoria de Cheques de Pago Diferido Garantizados por el Mercado Argentino de Valores S.A.

Para la operatoria analizada establece que los valores negociables presentados para su negociación son garantizados por el Mercado Argentino de Valores S.A. (en adelante “MAV”), en tanto se hallen simultáneamente, contragarantizados por el Comitente presentante, por intermedio de su Agente, a través de la instrumentación de una o más de las siguientes garantías:

- Garantía de SGR a satisfacción del MAV.
- Fianza a favor del Mercado, otorgada a cada operador por una entidad financiera a satisfacción del MAV.
- Títulos Valores Públicos, aforados a su valor de tabla respectiva.
- Títulos Valores Privados, aforados a su valor de tabla respectiva, conforme la especie de que se trate.
- Plazo Fijo emitido a favor del MAV, con fecha de vencimiento posterior a los vencimientos de los valores negociables que tal activo garantiza, tomado por entidad aceptada por el MAV.
- Seguros de Caucción a satisfacción del MAV.
- Todo otro instrumento de garantía que el MAV considere procedente.

El volumen de CPD Garantizados negociados pendientes de vencimiento creció un 29% punta a punta en el cuarto trimestre del año 2023, representando un crecimiento interanual del 597%. Al 31/12/2023 el sistema registró un volumen pendiente de vencimiento de \$ 34.293 millones. La operatoria involucró un total de 38 agentes y 300 comitentes, cuya garantía integrada alcanzó un valor total de \$ 72.975 millones.

**Gráfico 1. Volumen de operaciones de CPD Garantizados pendientes de vencimiento - en millones de pesos- y cantidad de Agentes y Comitentes involucrados - en unidades-.**



En el Cuadro N°1 se presenta el portafolio de garantías asociadas a la operatoria de CPD Garantizados al cierre del 4to trimestre del año 2023. Se destaca la utilización de Tbills en un 23% del total, seguido por las Acciones con el 21% y Bonos USD en un 12%.

**Cuadro N° 1. Garantías integradas al 31/12/2023. (En pesos y porcentaje).**

Garantía por familia de activo	Valor de la garantía	Participación
Tbill	16.791.103.522	23%
Accion	15.266.266.196	21%
Bono USD largo	8.623.835.895	12%
FCl renta fija pesos	6.366.633.420	9%
Bono USD corto	5.533.607.198	8%
Tnote	5.364.242.659	7%
ON USD	5.232.963.303	7%
CEDEAR	3.347.337.231	5%
Dólar	2.155.829.533	3%
ON \$	1.305.545.208	2%
FCl renta fija USD	1.085.025.585	1%
Bono pesos corto	589.803.242	1%
Bono pesos largo	505.698.571	1%
FCl renta mixta	456.425.396	1%
Tbond	241.549.195	0%
FCl Money Market	109.084.634	0%
<b>Total general</b>	<b>72.974.950.787</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia MAV.

## 2. Fondos de garantía asociados la operatoria. FG I, FG II y FG III

Conforme lo dispuesto en el artículo 45 de la Ley N° 26.831, el artículo 15 de la Sección IV del Capítulo I del Título VI de las NORMAS (N.T. 2013 y mod.) y el artículo 16 de la Sección VI del Capítulo III del Título VI de las Normas de la Comisión Nacional de Valores (N.T. 2013 y mod.), los Mercados que cumplan funciones de Cámaras Compensadoras y las Cámaras Compensadoras, deberán constituir los siguientes fondos de garantía:

- **Fondo de Garantía I:** conformado por garantías iniciales y garantías para la cobertura de márgenes de la operatoria integrados por los comitentes presentantes de valores negociables a través de sus Agentes de Liquidación y Compensación (detalle en Cuadro N° 1).
- **Fondo de Garantía II:** conformado por los aportes en función del riesgo de su operatoria efectuado por los Agentes de Liquidación y Compensación. Dicho fondo deberá permitir como mínimo, hacer frente, en condiciones de mercado extremas pero verosímiles, al incumplimiento de: i) el Agente con respecto al cual se esté más expuesto o ii) la suma del segundo y el tercer agente que se encuentre más expuesto; de ambos el mayor.
- **Fondo de garantías III:** conformado por recursos propios del mercado, destinados a hacer frente a los compromisos no cumplidos por los agentes miembros originados en operaciones garantizadas, permitiendo hacer frente al incumplimiento de, como mínimo, los dos participantes que se encuentren más expuestos en condiciones de mercado extremas pero verosímiles.

Ante un eventual incumplimiento en fecha de vencimiento, en el pago del valor nominal del Cheque de Pago Diferido negociado, se expone a continuación el orden de prelación para la utilización de los Fondos de Garantía por parte del MAV, a los efectos de dar cumplimiento a la obligación de pago contraída:

- 1) Aporte al Fondo de Garantía I, garantías iniciales y reposición de márgenes, del Comitente presentante del CPD impago.
- 2) Aporte al Fondo de Garantía II, efectuado por el Agente de Liquidación y Compensación a través del cual el Comitente haya presentado el CPD impago.
- 3) Fondo de Garantía III conformado por los recursos propios del MAV.
- 4) Aporte al Fondo de Garantía II, efectuado por los Agentes de Liquidación y Compensación que no hayan incumplido.

**Patrimonio neto del MAV.**

A continuación, se expone el valor del FG II, FG III y patrimonio neto de MAV de acuerdo con lo informado en la "NOTA 8 - PATRIMONIO NETO MÍNIMO Y FONDOS DE GARANTÍA" de los "ESTADOS FINANCIEROS CONDENSADOS DEL MAV S.A. - Correspondientes al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2023 - "<sup>1</sup>.

**Cuadro N°2. Valor del FGII, FGIII y Patrimonio neto MAV al 31/12/2023. (En pesos)**

FGII	FGIII	Patrimonio Neto
\$ 858.204.804	\$ 2.793.115.980	\$ 24.702.838.901

Fuente: ESTADOS FINANCIEROS INTERMEDIOS CONDENSADOS DEL MAV S.A. - Correspondientes al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2023 -.

<sup>1</sup> <http://www.mav-sa.com.ar/institucional/estados-contables/>

---

## Definición de la calificación

### Operatoria del Segmento Directo Garantizado de Cheques de Pago Diferido: “AA+(OMG)”

La calificación “AA” asignada, dentro de las escalas de la UNTREF ACR UP, corresponde a entidades con capacidad financiera solvente, con relación a las garantías otorgadas y alta calidad de organización y gestión.

Modificadores: Las calificaciones podrán ser complementadas por los modificadores “+” o “-”, para determinar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría. El modificador no cambia la definición de la categoría a la cual se lo aplica y será utilizado entre las categorías AA y CCC.

(OMG): corresponde a Operaciones de Mercado Garantizadas

#### Fuentes de información:

La información recibida resulta adecuada y suficiente para fundamentar la calificación otorgada:

- Sitio institucional del MAV: [www.mav-sa.com.ar](http://www.mav-sa.com.ar)
- Estatuto de la Sociedad
- Estados Financieros auditados, correspondientes al periodo intermedio de tres meses al 31/12/2023
- Circulares MVR 799/2010; 815/2011 y 820/2013
- CPD garantizados MAV – Esquema de garantías. Al 31/12/2023. Información elaborada y proporcionada por el MAV. Presentado como Anexo II.
- CNV - Registro Públicos – Mercados y Cámaras Compensadoras

**Manual de Calificación:** Se utilizó la [Metodología](#) de Calificación de Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), Fondos de Garantía (FdeG) y de Operaciones de Mercado Garantizadas (OMG), aprobada por la Resolución CNV 18034/2016.

#### Analistas a cargo:

Juan Carlos Esteves, [jesteves@untref.edu.ar](mailto:jesteves@untref.edu.ar)

Juan Manuel Salvatierra, [jmsalvatierra@untref.edu.ar](mailto:jmsalvatierra@untref.edu.ar)

#### Responsable de la función de Relaciones con el Público:

Nora Ramos, [nramos@untref.edu.ar](mailto:nramos@untref.edu.ar)

Fecha de asignación de la calificación: 26 de marzo de 2024.