

**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

Fecha de calificación
22/12/2025

Calificación anterior
“AA+ (OMG)”

Tipo de informe
Seguimiento

Fecha de calificación
30/09/2025

Metodología de Calificación

Se utilizó la [Metodología](#) de Calificación de Sociedades de Garantía de 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

Juan Manuel Salvatierra
jmsalvatierra@untref.edu.ar

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 las 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 30/09/2025, correspondiente al cierre del primer Ejercicio intermedio 2025/2026, una fuerte expansión en los montos operados en Cheques de Pago Diferido (CPD). El monto negociado en el periodo, en sus distintas modalidades, alcanzó a los \$2.474.278 millones, con una variación positiva del +176,4 % con relación al mismo periodo del ejercicio anterior. La operatoria del Segmento Directo Garantizado, se operó con tendencia decreciente, alcanzando un monto acumulado de \$51.522 millones, un -12,6% inferior al periodo comparable,

Para el tercer trimestre de 2025, el volumen total de financiamiento MiPyME alcanzó a los \$5.331.543 millones, con un crecimiento interanual a septiembre de 2025 del 114%.

En el Anexo I se presenta una síntesis de la principal información de los EECC intermedios al 30/09/2025. 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

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. El Capital suscripto e integrado alcanza a los \$8.000.000

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

CARGO	DIRECTORIO
Presidente	Alberto Daniel Curado
Vicepresidente	Pablo Alberto Bortolato
Secretario	Gustavo Rubén Badosa
Tesorero	Carlos José Canda
Director Titular	Martin Vigo Lamas
Director Titular	Jorge Amadeo Baldrich
Director Titular	Jorge Eduardo García
Director Titular	Sebastián 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 Suplente	Pablo Peretta
Director Suplente	Ignacio Pérez Riba
Director Suplente	Guillermo Moretti

↓
Director Titular Ejecutivo - Gerencia General
Fernando Jorge Luciani

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 operados y el desarrollo de nuevos productos. En este contexto, se fortalece la actividad de la Plataforma Factura de Crédito Electrónica Sociedad Anónima (integrante del Grupo MAV), especialmente a través de la incorporación de nuevas funcionalidades tecnológicas. Las operaciones se perfeccionan, en el ámbito de lo dispuesto en el artículo 13 de la Ley de Financiamiento Productivo (27.440). Esta registrada en el BCRA con el número 708011.

La Fintech Plataforma FCE S.A. herramienta “Marca Blanca”, progresó como Pre-Trade y Trade, estando disponible para los agentes del MAV y sus clientes MiPyMEs, en la operatoria de facturas de crédito electrónico. Al final del primer trimestre, ha sido utilizada por 240 empresas de esa categoría a través de 40 agentes.

Se ha puesto en operaciones a AXIS Sociedad Gerente de Fondos Comunes de Inversión, empresa que forma parte del Grupo MAV. 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. Al cierre del Ejercicio finalizado el 30/09/2025, administra 41 fondos. Durante 2025 se emitieron 11 nuevos fondos, alcanzando una administración patrimonial de \$344.341 millones. Durante los primeros nueve meses del año, representaron un incremento patrimonial del 30%. Axis está posicionado en el puesto 31, con relación a 60 administradores de FCI. AXIS cuenta con 5 FCI abiertos aprobados, los que serán emitidos en lo que resta del 2025. Cuenta con una solicitud de aprobación ante la CNV de 10 nuevos fondos.

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

Con relación a la operatoria, el MAV a través de la Circular 002 del 02/09/2024 reglamenta los procedimientos para la operación con esos valores negociables, en los distintos segmentos del mercado. Para la operatoria del segmento calificado, 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 Caución 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 30/09/2025

Los resultados de los EIFF consolidados del Ejercicio intermedio al 30/09/2025 (tres meses), expresados en moneda homogénea, destacan la solidez económica y financiera del MAV (Ver Cuadros del Anexo I). En el periodo se alcanzó una perdida consolidada de \$ -1.964.167 millones, con \$ -2.039.351 millones originados por el MAV. La incertidumbre y volatilidad de los mercados cambiario y financiero, influyeron sobre estos resultados. El nivel patrimonial consolidado del MAV al 30/09/2025, permanece en ponderables niveles de solidez (Cuadro 1 del Anexo I), habiendo alcanzado a esa fecha los \$ 67.215.896 millones de Patrimonio Neto, correspondiendo \$ 65.586.849 millones al MAV.

UNTREF ACR UP considera que el MAV, opera con acreditados recursos profesionales y económicos, desempeñándose en el ámbito de las transacciones de valores negociables, con transparencia, eficiencia y el respaldo, tal como se expone en el 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 30/09/2025 a los \$29.436,9 millones, El saldo contable del Fondo al 30/09/2025 asciende a los \$10.039,8 millones, con más el ajuste contable por inflación.

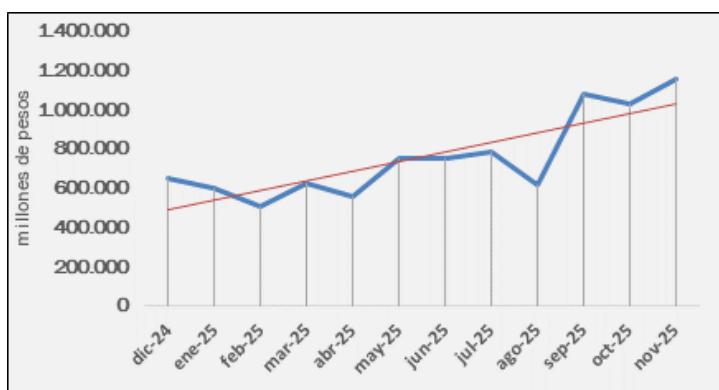
También cuenta con el Fondo de Garantía obligatorio, previsto por el art. 57 de la ley 17.811, con un monto al 30/09/2025 de \$26,2 millones.

En el Anexo II, se presenta el esquema de garantías contemplado para la operatoria calificada, 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 noviembre de 2025, alcanzó un monto operado de \$9.094.465 millones, con una variación positiva del 169,6% con relación al periodo comparable, con intensa actividad entre los meses del trimestre septiembre/noviembre de 2025. La variación real Inter periódica fue de +105,3%

Gráfico 1. - Montos totales mensuales de la Operatoria con cheques de pago diferido.
En millones de pesos. Últimos 12 meses a noviembre de 2025



Fuente: elaborado con información institucional MAV ([Link MAV](#))

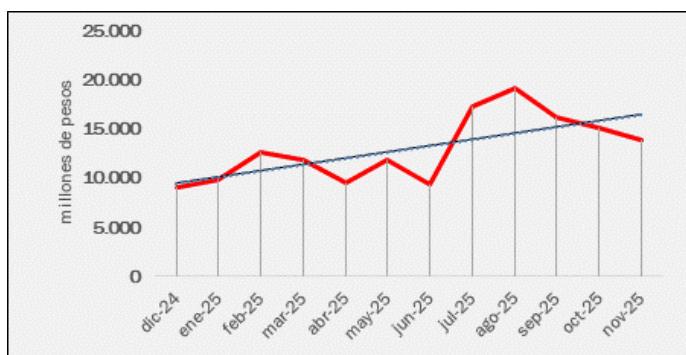
— Línea de tendencia

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 noviembre de 2025, alcanzó un monto operado de \$152.513 millones, con una variación de -36,4% con relación al periodo comparable.

La operatoria en ese periodo, representó un 1,7% del total de las modalidades utilizadas para el descuento de cheques, persistiendo el descenso en la importancia de la modalidad, con respecto al total operado. En el Grafico 2, se registran caídas en el último trimestre, perdiendo la tendencia positiva que registraba desde junio de 2025.

Gráfico 2 – Montos operados en el Segmento Directo Garantizado MAV
En millones de pesos. Últimos 12 meses a noviembre de 2025



Fuente: elaborado con información institucional MAV ([Link MAV](#))
— línea de tendencia

Los plazos de operatoria para ambas modalidades, se concentran en dos plazos de vencimiento: hasta 30 días y hasta 60 días. La Tasa promedio de la modalidad en el mes fue de 29,74%, 1569 puntos básicos inferiores al mes anterior, con una Tasa Efectiva Anual del 34,1%

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

Los cuadros presentan un resumen de los EECC correspondientes al Ejercicio intermedio al 30/09/2025. Están reexpresados en moneda homogénea al 30/09/2025, de acuerdo con lo requerido por la Resolución General CNV 777/2018 de la CNV.

Cuadro 1 – Estructura patrimonial (en pesos)

Conceptos	30/09/2025	30/06/2025
Patrimonio Neto	67.215.896	69.180.063
controlante	65.586.849	67.626.200
no controladas	1.629.047	1.553.863

Cuadro 2 - Patrimonio Neto del MAV (en pesos y en UVAs). Al 30/09/2025

Conceptos	Montos
Patrimonio Neto del MAV en pesos	65.586.849
Valor UVA al 30/09/2025 en pesos	1.600,00
Patrimonio Neto de MAV en UVAs	41.004.595
Patrimonio Neto Mínimo exigido en UVAs	20.000.000
Excedente de Patrimonio Neto en UVAs	21.004.595

Cuadro 3 - Índices relevantes

Índices	30/09/2025	30/06/2025	30/06/2024	30/06/2023
Liquidez (1)	1,82	1,84	1,32	2,93
Solvencia (2)	1,21	1,23	0,50	3,08
Inmovilización del Capital (3)	0,18	0,18	0,12	0,30

(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	30/09/2025	30/09/2024
Resultado Neto	6.498.436.665	10.197.241.996
controlante	6.691.258.305	10.103.356.297
no controladas	-192.821.640	93.885.699

Anexo I.1

Fondos de Garantía. Activos elegibles

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 total de activos elegibles, alcanzó a los \$29.436,9 millones, constituidos básicamente por posiciones en FCI (63,4%). La Tabla 2 presenta la composición e importancia del total de activos.

Tabla 2 – Activos elegibles. En millones de pesos al 30/09/2025

Activos	millones de \$	%
Fondos Comunes de Inversión	18.664,2	63,4%
Títulos Públicos USD	6.138,3	20,9%
Acciones	4.632,1	15,7%
Lecap	2,3	0,0%
Total	29.436,9	100,0%

Fuente: elaborado sobre la base de los EECC al 30/09/2025

Dispone también del Fondo de Garantía obligatorio, previsto en la Ley 17.811 en su artículo 57, con un monto acumulado al 30/09/25 de \$26,2 millones.

Anexo II

3er trimestre 2025

El presente documento 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.).

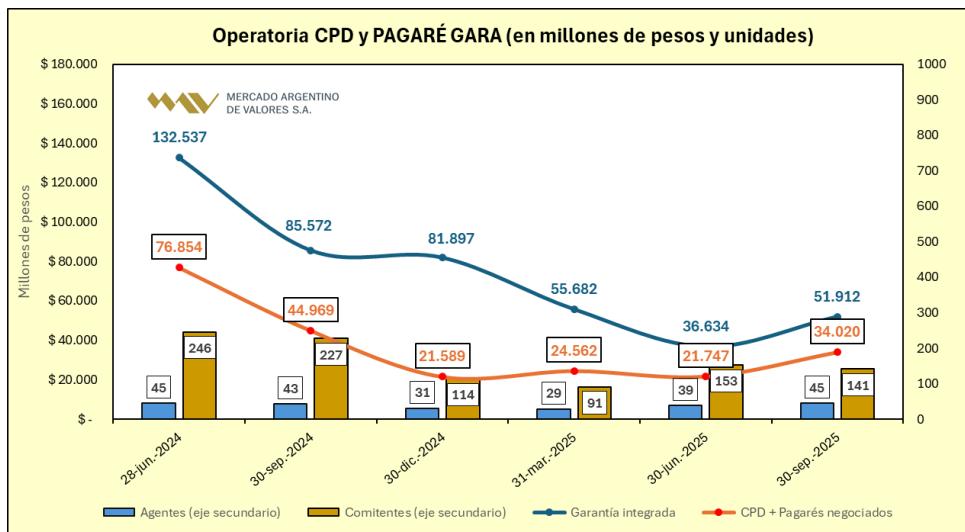
1. Operatoria de Cheques de Pago Diferido Garantizados por Mercado Argentino de Valores S.A.

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 Caución a satisfacción del MAV.
- Todo otro instrumento de garantía que el MAV considere procedente.

El volumen de CPD y Pagarés Garantizados negociados disminuyó un 15% punta a punta en el tercer trimestre de 2025, representando una caída interanual del 10%. Al 30/09/2025 el sistema registró un volumen de CPD y Pagarés pendientes de vencimiento de \$33.837 millones. La operatoria involucró un total de 45 agentes y 141 comitentes cuya garantía integrada alcanzó un valor total de \$ 51.912 millones.

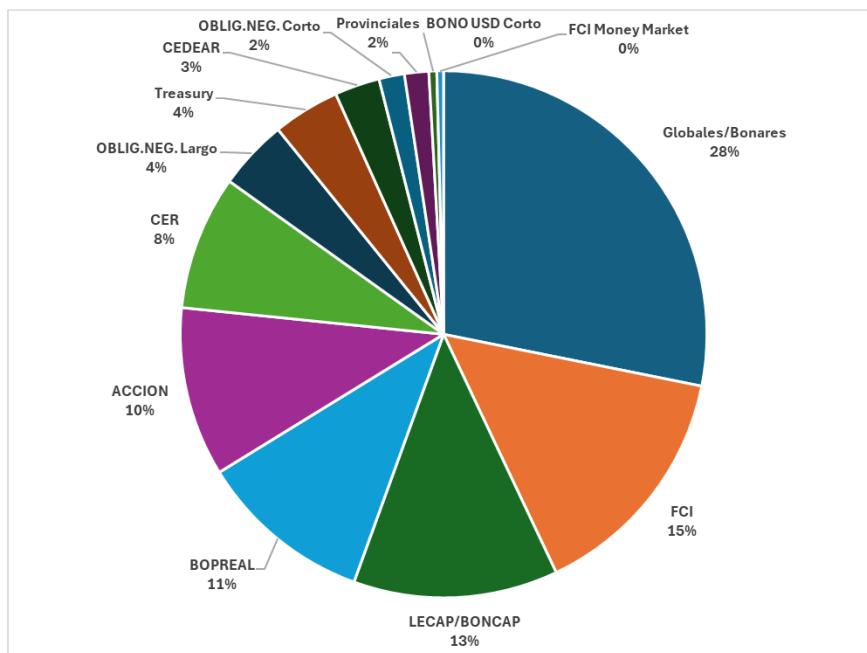
Gráfico N° 1. Volumen de operaciones de CPD Garantizados - en millones de pesos- y cantidad de Agentes y Comitentes involucrados - en unidades-.



Fuente: Elaboración propia MAV.

En el Gráfico N° 2 se presenta el portafolio de garantías asociadas a la operatoria de CPD y Pagarés Garantizados al cierre del 3er trimestre del año 2025. Se destaca la utilización de Bonares y Globales en un 28% del total seguido por FCI, en un 15%.

Gráfico N° 2. Operatoria de CPD y Pagarés Garantizados. Garantías integradas al 30/09/2025.



2. Fondos de garantía asociados a la operatoria. FGI, FGII y FGIII.

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 o Pagaré garantizado 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.
- 5) Patrimonio neto del MAV.

A continuación, se expone el valor del FGII, FGIII 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 ANUALES DEL MAV S.A. - Correspondientes al período finalizado el 30 de septiembre de 2025 -.

Cuadro N° 1. Valor del FGII, FGIII y Patrimonio neto MAV al 30/09/2025. (En pesos)

FGII	FGIII	Patrimonio Neto
\$ 4.189.140.000	\$ 29.436.918.000	\$ 21.004.595.000

Fuente: ESTADOS FINANCIEROS ANUALES DEL MAV S.A. - Correspondientes al período finalizado el 30 de septiembre de 2025 -.

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
- Estatuto de la Sociedad
- Estados Financieros auditados, correspondientes al Ejercicio Intermedio al 30/09/2025
- Circulares MVR 799/2010; 815/2011 y 820/2013
- CPD garantizados MAV - Esquema de garantías, al 30/06/2025. 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
Juan Manuel Salvatierra, jmsalvatierra@untref.edu.ar

Responsable de la función de Relaciones con el Público:

Nora Ramos, nramos@untref.edu.ar

Fecha de asignación de la calificación: 22 de diciembre de 2025.