

## 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

### Calificación

#### Agente de Negociación

Mercado Argentino de Valores  
S.A

#### Calificación

“AA+ (efnb)”

#### Tipo de informe

Inicial

#### Metodología de Calificación

Se utilizó la Metodología de Calificación de Riesgos para Entidades Financieras, Depósitos y Títulos de deuda emitidos por Entidades Financieras, aprobada por la CNV bajo la Resolución CNV 17284/14

#### Analistas

Juan Carlos Esteves,  
jesteves@untref.edu.ar

Esteban Marx

emarx@untref.edu.ar

Fecha de calificación

11/12/2015

#### 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.

La calificación “AA+ (efnb)” asignada, dentro de las escalas de la UNTREF ACR UP, corresponde a las emisiones o emisores calificados en “AA” nacional, presentan una muy buena capacidad de pago de sus obligaciones comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. Presentan una baja vulnerabilidad en su desempeño económico y financiero, con relación a cambios previsiblemente menos favorables, en los entornos económicos y de negocios.

El alcance de la presente asignación 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 MAV.

### Fundamentos de la calificación

El MAV constituye una sólida institución, dotada de un conjunto de normativas, manuales de procedimientos y de auditoria, 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.

Los componentes societarios, así como también los integrantes de las instancias de decisión, constituyen un conjunto de dilatada experiencia en el mercado, con adecuada formación profesional.

La estrategia comercial es coherente con los objetivos de fortalecimiento a nivel nacional del MAV.

Está avanzando de manera consistente, en el perfeccionamiento del rol de operador especializado en las transacciones de productos no estandarizados, básicamente en el mercado PyMe.

La operatoria específicamente calificada, que es garantizada por el MAV, 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 presenta una sólida evolución financiera y un profundo proceso de capitalización.

## Introducción

El Mercado de Valores de Rosario S.A. (MVR) se creó en el año 1929, conformado a través de una estructura en la cual, los operadores actuantes, poseían partes alícuotas del capital social de la entidad como requisito operativo. Este modelo, era consistente con la anterior Ley N° 17.811 (mutualización).

A partir del año 2013, y adecuándose a los establecido por la ley N° 26.831, el Mercado produce un importante rediseño, siendo el primero en su tipo. Como parte de este proceso, adopta la denominación social de Mercado Argentino de Valores S.A. (MAV), continuador del anterior MVR. El MAV se halla registrado como Mercado n° 15 por la Comisión Nacional de Valores (CNV) y opera bajo su supervisión.

Durante el año 2013, el Mercado de Valores de Rosario encabezó diversos procesos de integración, tales como el “mercado de Mercados” que incluía a los Mercados de Córdoba, del Litoral, Mendoza y Rosario, junto a los corredores de bonos ICAP Capital Markets Argentina S.A., Delsur Brokers S.A., Enlace - López León Brokers S.A., GFI Securities S.A. y Tradition Argentina S.A..

Del mismo modo, se comenzó a compartir plataformas y tecnología con otros Mercados.

Sintéticamente, luego de todo ello, el Mercado de Valores de Mendoza y el Mercado de Valores de Rosario se fusionaron. Éste último cambió su denominación social por la de Mercado Argentino de Valores o MAV.

Al mismo tiempo, el MAV desmutualizó su esquema de “trading rights”. Incorporando agentes existentes como operadores, llegando a duplicar su cantidad de brokers. Finalmente, incorporó una compañía de sistemas estratégica para enfrentar el nuevo contexto.

Todo lo expuesto se presenta en la sección Hechos Relevantes de la CNV.

Posteriormente, las Bolsas de Comercio de Rosario, de Mendoza y de Buenos Aires ingresaron al capital social como accionistas, junto con el Mercado de Valores de Buenos Aires.

Recientemente han suscripto acuerdos de integración de capital con la Bolsa de Comercio de Santa Fe y el Mercado a Término de Rosario –ROFEX-.

El MAV adaptó sus sistemas a los fines de permitir una adecuada interconexión sobre base Fix, suscribiendo convenios en tal sentido con ROFEX y MATBA, los cuales deberían en el corto plazo comenzar a ejecutarse.

Finalmente, el MAV celebró con el Merval un convenio de especialización, que focaliza todos los esfuerzos del MAV en relación a un sector especial del Mercado de Capitales.

Básicamente, el MVR operaba con un total de 50 accionistas (y 50 acciones totales) con una participación mínima y máxima, por integrante, del 2 y el 4 por ciento respectivamente. A partir del rediseño antes expuesto, en el año arriba señalado, y de la fusión por absorción del Mercado de Valores de Mendoza, se produce una importante apertura, que lleva el total de acciones al número de 4 000.000 (con valor nominal de \$ AR 1 por acción). Las mismas fueron distribuidas en un 78% para los accionistas del MVR y un 22% para los del MVM. Los accionistas pasaron de 50 a 150.

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.

La característica central de este nuevo instituto, es la profunda política de apertura contemplada en el rediseño de su estructura de capital. Claramente, este proceso ha permitido abandonar las restricciones

mencionadas más arriba, permitiendo 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 n° 26.831.

De acuerdo con la información suministrada por el MAV, la suscripción de ese adicional, se distribuye tal como se la presenta en el siguiente cuadro.

Accionistas	Acciones del Capital Social del MAV	Participación %	Proyectado %
Bolsa de Comercio de Rosario	400.000	5,687	5,0
Bolsa de Comercio de Mendoza	307.692	4,375	5,0
Merval S.A	1.600.000	22,749	20,0
Bolsa de Comercio de Buenos Aires	400.000	5,687	5,0
Bolsa de Comercio de Santa Fe	160.000	2,275	2,0
Mercado a Término de Rosario S.A ROFEX	160.000	2,275	2,0
Bolsa de Comercio de Entre Ríos	5.643	0,080	0,071

Asimismo, de conversaciones con la Alta Gerencia del MAV, se puede suponer que el proceso aún no ha concluido, siendo posible la incorporación de nuevas Bolsas y Mercados al capital social del MAV.

De acuerdo con los estados contables a junio de 2015, correspondientes al cierre del ejercicio anual, la cantidad de acciones suscriptas alcanzaba a las 6.153.845 acciones, con un valor equivalente en pesos.

Culminado el trámite de incorporación a la Sociedad, de algunas Bolsas u otros socios en curso de concretar su ingreso a la misma, el remanente final de acciones, estimado en un rango del 1 al 7 por ciento, será posiblemente ofrecido a través de subasta pública.

Los valores negociables o instrumentos negociables, operables a negociación o descuento en el ámbito del MAV son:

- Cheques de pago diferido
- Certificados de depósitos de plazo fijo
- Facturas de crédito
- Certificados de depósitos y warrants
- Pagares
- Letras de cambio
- Cuotapartes de Fondos Comunes de Inversión
- Títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros
- Contratos de futuros
- Contratos de opciones y de derivados en general.
- Valores negociables públicos y privados de renta fija y renta variable

Se podrán incorporar otros valores susceptibles de negociación, a partir de su habilitación por parte del Mercado.

El MAV, en el ámbito de los Acuerdos suscriptos con el Merval y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, se halla en la etapa del pasaje a su ámbito operativo, y con carácter nacional, de toda la negociación de Cheques de Pago Diferido, Pagarés, Obligaciones Negociables, Fideicomisos Financieros y acciones PyMes y otros



Asimismo el Reglamento Interno, el Reglamento Operativo, el Reglamento del Fondo de Garantías y el Código de Protección al Inversor, constituyen un consistente conjunto de normativas que aseguran para las operaciones, un ámbito informativo, de transparencia y de garantías muy robusto.

El Manual de Auditoria cumple plenamente, con los requerimientos de información y procedimientos, propios de ámbitos de operaciones como el descripto.

## **Estrategia comercial del MAV**

Sustentado en la reorganización de su Capital Social, dirigida a consolidar un Mercado competitivo y de alcance federal, el MAV se orienta a facilitar la actuación de todos los actores regionales de importancia, a profundizar la incorporación de socios relevantes en las diferentes regiones en las que actúa, y a desarrollar los mejores productos locales aplicables a la inversión y el financiamiento.

Consistente con lo anterior, el MAV ha firmado Convenios de Suscripción e Integración de acciones del MAV, con la Bolsa de Comercio de Rosario, la Bolsa de Comercio de Mendoza, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el Merval. También desarrolla acciones de integración, de lo que considera socios estratégicos tales como: las Bolsas de Comercio de Tucumán, de Córdoba, de Bahía Blanca, de Chaco, de Entre Ríos y de Santa Fe, entre otros.

El MAV se focaliza en la sustentabilidad de largo plazo, concentrando sus esfuerzos en la operatoria de productos no estandarizados, procurando alcanzar la especialización en dicha operatoria, adaptándolos a las necesidades de financiamiento de cada región y orientados especialmente hacia el segmento PyMe.

En esa dirección, y como un aspecto sustantivo de su Plan de Desarrollo, el MAV se propone la estrecha vinculación con las entidades representativas de las actividades económicas de las regiones, considerando también, las vinculaciones con organismos oficiales. Estas acciones apuntan a la definición de los denominados “enclaves MAV”, que representan los ejes focales a través de los cuales desarrollará su actuación.

Con relación a los aspectos operativos, de relevante vinculación con las acciones comerciales, se destacan las acciones dirigidas a permitir, a los Agentes del MAV, a operar en todos los Mercados del país, con eficiencia y reducción de costos.

En ese camino, se ha avanzado en el intercambio de membresías con el Merval, habiéndose acordado que toda la negociación de **cheques de pago diferido y productos no estandarizados**, se realizará sobre la base de los sistemas de concertación previstos por el MAV, en tanto que para las **acciones seniors**, el sistema será el que disponga el Merval. Este proceso, se halla contemplado en el Acuerdo Marco con el Merval y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, que se halla en desarrollo, y donde se contemplan como aspectos centrales a: capitalización del MAV, especialización de productos e intercambio de membresías.

## **Resumen patrimonial, de resultados y otros indicadores**

Los siguientes cuadros presentan un resumen de las principales referencias económicas y financieras del MAV. Puede observarse la solidez de la institución, así como también su favorable evolución en términos de su desempeño económico y su trayectoria patrimonial. Se trata claramente, de una Sociedad con un acreditado respaldo, tanto desde sus referencias directivas, como desde sus indicadores económicos y financieros. Desde nuestra perspectiva, cuenta con los suficientes recursos profesionales y económicos, como para

desempeñarse con transparencia, eficiencia y el respaldo de suficientes garantías, en el ámbito de la transacción de valores negociables.

Tabla 1 **Evolución patrimonial y de resultados**  
 En pesos

Conceptos	30/06/2015	30/06/2014	30/06/2013	30/06/2012	30/06/2011
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>116.135.679</b>	<b>63.281.745</b>	<b>35.703.160</b>	<b>30.997.189</b>	<b>28.910.611</b>
controlantes (MAV)	109.064.822	57.566.247	28.044.500	24.077.843	22.540.562
no controladas	7.070.857	5.715.498	7.658.660	6.919.346	6.370.049
<b>Resultado Neto</b>	<b>24.329.144</b>	<b>16.974.104</b>	<b>4.743.371</b>	<b>2.123.978</b>	<b>4.350.940</b>

Tabla 2 **Índices relevantes**

Índices	30/06/2015	30/06/2014	30/06/2013	30/06/2012	30/06/2011
Liquidez (1)	3,57	2,35	5,36	5,88	6,72
Solvencia (2)	279,80%	145,34%	414,07%	471,12%	550,65%
Inmovilización del Capital (3)	11,79%	12,06%	17,14%	21,13%	19,87%
Rentabilidad (4)	27,12%	34,30%	14,22%	7,09%	16,26%

- (1) Liquidez = Activo Corriente / Pasivo Corriente  
 (2) Solvencia = Patrimonio Neto / Pasivo Total  
 (3) Inmovilización del Capital = Activo no Corriente / Total del Activo  
 (4) Rentabilidad = Resultado del Ejercicio / Patrimonio Promedio

Tabla 3 **Montos operados totales y cheques de pago diferido**  
 En miles de pesos

Conceptos	30/06/2015	30/06/2014	30/06/2013	30/06/2012	30/06/2011
<b>Montos operados</b>	<b>25.282.916</b>	<b>13.340.351</b>	<b>6.342.479</b>	<b>3.469.487</b>	<b>4.295.290</b>
<b>Ch.pago diferido</b>	<b>2.747.910</b>	<b>1.336.624</b>	<b>813.829</b>	<b>588.905</b>	<b>371.549</b>

Tabla 4 **Fondos de garantías**  
 En pesos al 30-06-2015

Conceptos	Obligatorias	Excedentes	Inversiones
Ley 26.831 art.45	40.620.513	21.810.413	62.430.926
Ley 17.811 art.57	21.671.861	26.236.657	47.908.518

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

Con relación a la operatoria a calificar, 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. Estas normativas, también se hallan descriptas específicamente, en la Sección II del Capítulo IV de los Productos MAV del Texto Ordenado (en proceso de aprobación por CNV). Allí se contemplan además de la operatoria presente, todas la restantes que corresponden a los instrumentos que se negocian en el ámbito del MAV, tal como se señaló en la Introducción del presente Informe.

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 al 90% de su valor de cotización
- ◆ 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
- ◆ Dólares aforados al 90% del valor de cotización de compra a dólar libre minorista casa de cambio, informado por el Boletín Diario de la Bolas de Comercio de Rosario
- ◆ Seguros de Caución a satisfacción del MAV y
- ◆ Todo otro instrumento de garantía que el MAV considere procedente

La liquidación de las garantías en caso de incumplimiento y su correspondiente realización, se materializa conforme a las prácticas de mercado habituales de cada instrumento. Lo cual implica su venta, en negociación secundaria, en la plaza de referencia correspondiente (MAV o MERVAL) para el caso de los valores negociables. En el caso de otras garantías, el MAV determina que procurará siempre la mejor ejecución de las mismas, a fin de salvaguardar los intereses de las partes intervinientes.

Desde su recepción y aceptación, los instrumentos quedan en la custodia del MAV.

Previo a la operatoria, el MAV mediante sistemas de control, procede a contrastar los datos del librador y beneficiario con las Bases de Deudores del BCRA para permitir o rechazar el ingreso de los valores.

Los mecanismos que contempla el proceso operativo de las transacciones con los valores negociables habilitados, se presentan de manera detallada y precisa en el Manual de Procedimientos. Este documento contiene en los ítems, A,B,C,D,E,F,G e I del punto 2. Narrativos, una exhaustiva presentación de los pasos contemplados en la operatoria con cheques de pago diferido directos. Los contenidos aportan claridad y transparencia a la operatoria, permitiendo advertir un consistente procesamiento de las operaciones.

El MAV ha desarrollado un sistema informático específico para la negociación de cheques de pago diferido. El mismo, extiende su aplicación a todos los instrumentos negociables que habilita el MAV. Los procedimientos contemplados en el sistema, específicamente para la operatoria bajo análisis, constituyen una secuencia completa de la operación a través de:

- Alta del cheque para su negociación
- Ofertas de compras y de ventas
- Enlace electrónico de negociación
- Control de los límites operativos. Bloqueo de transacciones que los exceden
- Cálculo de los valores resultantes de las tasas de descuento y otros gastos a aplicar
- T.E.A de interés equivalente
- Altas, bajas y modificaciones en la base de datos propia. Bloqueo de operaciones con firmantes o cedentes incluidos en la lista de no negociables.

Complementando el esquema operativo, desde septiembre de 2013 se encuentra vigente el Convenio del MAV con el Banco Macro, el que contempla el “Servicio de Cobranza con Deuda Publicada/Pago Previo”. Básicamente, se trata del otorgamiento al Banco, de las gestiones de cobro y de depósito en las cuentas que corresponda, del producido de la operación. Es un instrumento que contempla todos los pasos necesarios para monetizar la operación, como así también, las acciones resultantes ante inconvenientes en el cobro del instrumento. Cabe señalar que ante una circunstancia de impago, el MAV desembolsa los fondos correspondientes, compensándose a través de la ejecución de las garantías oportunamente constituidas.

Los contenidos generales del Convenio, se corresponde con el de instrumentos diseñados para asegurar el cierre monetario de la operación, en particular la gestión de cobro, satisfaciendo el procedimiento, los debidos resguardos de seguridad y transparencia que requiere esta operatoria.

El conjunto de lo expuesto en este Informe, refleja la experiencia y confiabilidad del MAV para la instrumentación de la operatoria calificada. Asimismo, se observa una robusta infraestructura normativa, operacional y de gestión, que le otorgan solidez y transparencia a las transacciones analizadas en este Informe.

## **Glosario**

Trading rights:      Derechos comerciales

Desmutualización: Proceso que consiste en transformar un mercado accionario en una organización lucrativa, con acciones que pueden ser propiedad de los miembros, las instituciones financieras y el público en general. Bajo este esquema, la rentabilidad y la supervivencia a largo plazo de un mercado dependen del valor de sus acciones negociadas, tal y como sucede con cualquier otra compañía que cotice en la bolsa.

## **Definición de la calificación**

La calificación “AA+ (efnb)” asignada, dentro de las escalas de la UNTREF ACR UP, corresponde a las emisiones o emisores calificados en “AA” nacional, presentan una muy buena capacidad de pago de sus obligaciones comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. Presentan una baja vulnerabilidad en su desempeño económico y financiero, con relación a cambios previsiblemente menos favorables, en los entornos económicos y de negocios.

### **Fuentes de información:**

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

[www.mervaros.com.ar](http://www.mervaros.com.ar)

Estatuto de la Sociedad

Estados Financieros MAV al 30/06/2015

Acta de Asamblea MAV 30/06/2015

Circulares MVR 799/2010; 815/2011 y 820/2013

Convenio MAV/Banco Macro

Manual de Procedimientos

Manual de Auditoría

**Manual de Calificación:** Se utilizó la Metodología de Calificación de Riesgos para Entidades Financieras, Depósitos y Títulos de deuda emitidos por Entidades Financieras, aprobada por la CNV bajo la Resolución CNV 17284/14

### **Analistas a cargo:**

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

Esteban Marx, [emarx@untref.edu.ar](mailto:emarx@untref.edu.ar)

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

Raquel Kismer de Olmos, [rkolmos@untref.edu.ar](mailto:rkolmos@untref.edu.ar)

Fecha de asignación de la calificación: 11 de diciembre de 2015