

**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)”

30/09/2021

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

Juan Manuel Salvatierra
jmsalvatierra@untref.edu.ar

Fecha de calificación

21 de diciembre de 2021

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.

Fundamentos de la calificación

Se mantiene 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 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 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, que es garantizada por el MAV, el descuento de cheques de pago diferido, 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. Los montos operados evolucionan con sostenido crecimiento. Se destaca la creciente operatoria de cheques electrónicos.

El MAV registró al 30 de septiembre de 2021 (correspondiente al periodo intermedio 01/07/21 - 30/09/21), una sostenida expansión en los montos operados. La negociación directa total de cheques de pago diferido y pagarés, con relación al ejercicio anterior, registró un monto operado de \$155.383,6 millones, que representaron el 71,8% del total operado en el mercado para todos los valores negociables. En el Anexo I se presenta una síntesis de la principal información de los EECC intermedios del ejercicio 2021/2022. Asimismo en el Anexo II, se presenta información elaborada y suministrada por el MAV, referida a aspectos complementarios de la operatoria calificada y el esquema de Fondos de Garantías asociados.

Con relación al impacto del COVID-19, el MAV intensificó las acciones dirigidas a dotar de fluidez a las transacciones, con énfasis en la incorporación de procedimientos operados a través de tecnologías y productos, los que permitieron alcanzar ese objetivo.

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	Mario Augusto Acoroni
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	Nicolas Herrlein
Director Suplente	Rodolfo Federico Allasia
Director Suplente	Guillermo Moretti

↓

Director Titular Ejecutivo - Gerencia General Fernando Jorge Luciani

Fuente: <https://www.mav-sa.com.ar/institucional/directorio/>

III. Estrategia comercial del MAV

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.

Durante el periodo comprendido en el balance, comenzaron a desarrollarse operaciones con Pagare Directo, también en versión digital, con una consolidación de su operatoria.

El MAV desarrolla activas gestiones para profundizar la operatoria de descuento de Facturas de Crédito Electrónicas (FCE), que comprende a una modalidad con interesante potencial para el financiamiento de las PyMEs.

Con relación a las transacciones con Cheques de Pago Diferido (CPD), se mantiene una sostenida operatoria. Se han incorporado a la misma, las transacciones con Cheques Electrónicos (ECHEQ). Al presente, la operatoria promedia casi el 75% del total operado.

En la plaza MAV se operan con exclusividad: a) Operaciones con Cheques de Pago Diferido y Pagarés (ambos a través de físicos y electrónicos); b) Facturas de Crédito Electrónicas; c) Acciones de empresas PyMEs; d) Obligaciones Negociables PyMEs; e) Fideicomisos Financieros; f) Bonos y Letras Municipales y Provinciales y g) Otras modalidades de Financiamiento Provincial y Municipal.

El MAV incorporó recursos tecnológicos e inversión en sus sistemas, con el fin de perfeccionar la calidad de respuesta en la negociación de sus productos. Ha trabajado en diversas modificaciones operativas en el sistema trading, fundamentalmente implementando la locación del panel de acciones y bonos pyme MAV en la plataforma BYMA; así como también implementando la exigencia de registrar en el boleto el cuit comitente vendedor, dentro del segmento “noga”, manteniendo de esa manera, las mejoras requeridas por los Fondos Comunes de Inversión PyMEs, permitiendo la identificación permanente de la condición PyME de un cheque de pago diferido y poder integrarlo a sus carteras; la habilitación como garantías de opciones y la automatización de la consulta de precios de cierre a la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión.

MAV ha mantenido sostenidamente política de financiamiento para las PyMEs. En este punto, MAV se ha focalizado en los inversores institucionalizados que estén dispuestos a asumir el riesgo pyme, con el objetivo de generar inversores genuinos, canalizando este proyecto a través de un fondo común institucional a través de una de las sociedades controladas, Rosario Valores S.A.

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 la restantes que corresponden a los instrumentos que se negocian en el ámbito del MAV.

A la operatoria de administración y custodia de los cheques, inicialmente contemplada con la intervención del Banco Macro, ha sido incorporada la posibilidad de que a partir del acuerdo entre el agente y su cliente, la misma también pueda realizarse, a través del depósito en custodia de los cheques en la Caja de Valores S.A. Se destacan los crecientes beneficios, tanto en tiempos de operatoria y ahorro de costos legales que produce esta alternativa.

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, está compuesta por 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 de septiembre de 2021

Los resultados de los EEFF consolidados al 30 de septiembre de 2021 (fecha de cierre del periodo intermedio entre el 01/07/21 - 30/09/21) expresados en moneda homogénea, destacan la solidez económica y financiera de la institución (Ver Cuadros del Anexo I). El periodo concluyó con una ganancia consolidada de \$ 54,7 millones. El nivel patrimonial consolidado del MAV, permanece en niveles de destacable solidez (el Cuadro 1 del Anexo I refleja esa situación), habiendo alcanzado los 2.148,1 millones, correspondiendo \$2.075,9 al MAV.

Desde la perspectiva de UNTREF ACRUP, el MAV opera con suficientes 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, del Fondo de Garantía previsto por el artículo 45 de la Ley 26.831, El mismo alcanzó al 30 de septiembre de 2021 a los \$426,7 millones, estando integrado por activos elegibles. También cuenta con el Fondo de Garantía obligatorio, previsto por el art. 57 de la ley 17.811, con un monto a la misma fecha de \$26,2 millones.

Se destacan las operaciones de descuento de cheques de pago diferido, para todas las modalidades operativas y del descuento de pagarés, con un monto operado de \$ 155.383,6 millones. Esto representó un 71,8 % del total operado en todos los productos del mercado, que alcanzaron para el periodo julio 2021/septiembre 2021, a los \$ 216.363,1 millones. Durante los primeros nueve meses del año, las transacciones totales crecieron un 68,0%

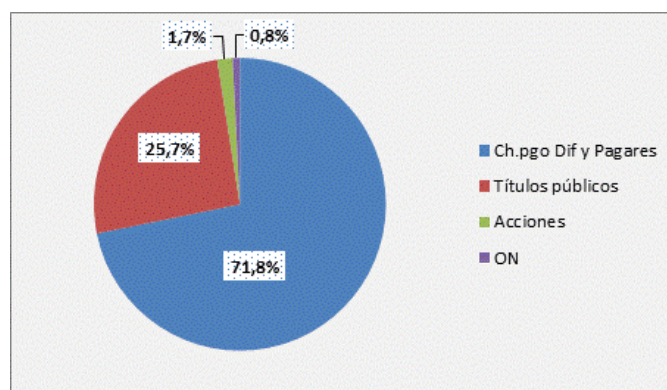
En las siguientes Tabla 1 y Grafico 1, se exponen datos sobre la evolución de la operatoria total de descuento de cheques de pago diferido y pagarés, con relación al total operado para periodos comparables, como así también la distribución porcentual del mismo.

Tabla 1 - Montos totales operados y cheques de pago diferido* (en pesos)

Conceptos	jul 21 / sep 21	jul 20 / sep 20	jul 19 / sep 19	jul 18 / sep 18
Montos operados	216.363.063.011	989.191.321.095	1.080.352.594.951	1.111.921.146.880
Ch.pago diferido *	155.383.589.058	677.265.999.682	865.772.500.159	940.079.606.737
Participación %	71,8%	68,5%	80,1%	84,5%

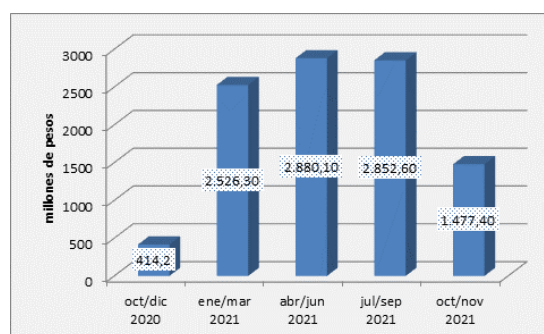
* Cheques de pago diferido con inclusión de pagarés

Gráfico 1 - Distribución de la operatoria de mercado durante el presente ejercicio



Con relación al segmento de operatoria calificado, se observa para el periodo jul/21 – nov/21, cinco meses del actual ejercicio, un monto total transado de \$ 4.330,0 millones (ver Gráfico 2). Comparativamente con el mismo periodo de 2020, en los primeros nueve meses del año 2021 crecieron un 804,0%

Gráfico 2 - Montos operados en el segmento directo garantizado MAV



Anexo I

ECC intermedios correspondientes al ejercicio comprendido entre el 1 de julio de 2021 y el 30 de septiembre de 2021. Están reexpresados de acuerdo con lo requerido por la Resolución General CNV 777/2018 de la CNV

Cuadro 1 - Estructura patrimonial* (en pesos)

Conceptos	30/09/2021	30/06/2021
Patrimonio Neto	2.148.141.764	2.093.403.705
controlante	2.075.903.920	2.025.054.794
no controladas	72.237.844	68.348.911

*en moneda homogénea

Cuadro 2 - Patrimonio Neto del MAV* (en pesos al 30/09/2021)

Conceptos	Montos
Patrimonio Neto de MAV en pesos	2.075.903.920
Valor UVA al 30/09/2021 en pesos	88,76
Patrimonio Neto de MAV en UVAs	23.387.831
Patrimonio Neto Mínimo exigido en UVAs	10.917.500
Excedente de Patrimonio Neto en UVAs	12.470.331

*en moneda homogénea

Cuadro 3 - Índices relevantes

Índices	30/09/2021	30/06/2021	30/06/2020
Liquidez (1)	3,94	6,09	6,36
Solvencia (2)	471,51%	775,78%	787,00%
Inmovilización del Capital (3)	33,73%	35,58%	34,47%

(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)

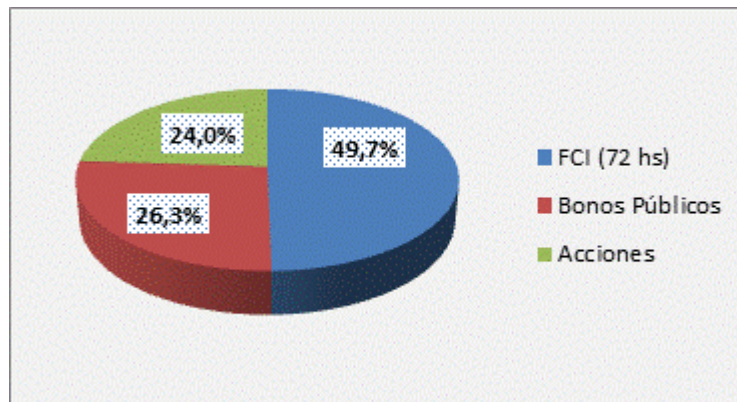
Concepto	30/09/2021	30/09/2020
Resultado Neto	54.738.059	194.812.170
controlante	50.849.126	187.919.100
no controladas	3.888.933	6.893.070

* en moneda homogénea

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 cumplidos por los agentes miembros, que se originaron en operaciones garantizadas. El monto acumulado del Fondo al 30 de septiembre de 2021 alcanzó a los \$ 426,7 millones de pesos, estando integrado por activos elegibles del MAV por un valor de \$ 561,3 millones, y un excedente sobre el monto exigido de \$ 134,6 millones. En el siguiente Grafico 3, se presenta la composición porcentual de los activos elegibles.

Gráfico 3 - Composición de la cartera de activos elegibles del MAV



Dispone también del Fondo de Garantía obligatorio, previsto en la Ley 17.811 en su artículo 57, con un monto acumulado al 30 de septiembre de 2021 de \$26,2 millones.

Anexo II

CPD Garantizados MAV – Esquema de garantías

3er trimestre de 2021

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.).

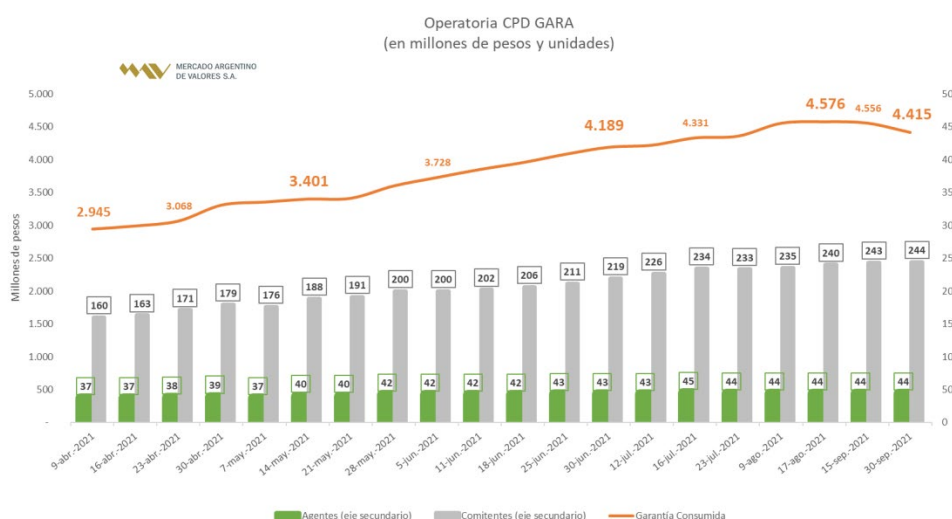
1. Operatoria de Cheques de Pago Diferido Garantizados por Mercado Argentino de Valores S.A.

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 se incrementó un 5% punta a punta en el tercer trimestre del año 2021, al 30/09/2021 el sistema registró un volumen de CPD negociados, pendientes de vencimiento, de \$ 4.414.837.945. A dicha fecha, la operatoria involucró un total de 44 agentes y 244 comitentes cuya garantía integrada alcanzó un valor total de \$ 7.239.777.032.-

Gráfico N°1. Volumen de operaciones de CPD Garantizados pendientes de vencimiento - en millones de pesos- y cantidad de Agentes y Comitentes involucrados - en unidades-. Elaborado por el MAV



En el Cuadro N°1 se presenta el portafolio de garantías iniciales y reposiciones de márgenes, asociadas a la operatoria de CPD Garantizados al cierre del 3er trimestre del año 2021. Se destaca la utilización de Tbills en un 33% del total, seguido por los Bonos Cortos y largos en USD con 26% y 14% respectivamente.

Cuadro N° 1. Garantías integradas al 30/09/2021. (En pesos y porcentaje).

Garantía por familia de activo	Valor de la garantía	Participación
Tbill	2.382.447.999	33%
Bono USD corto	1.913.469.071	26%
Bono USD largo	1.043.445.786	14%
Accion	763.147.913	11%
Tnote	343.801.325	5%
Bono pesos corto	257.468.388	4%
Dólar	237.922.484	3%
FCI renta fija pesos	134.137.004	2%
CEDEAR	96.764.279	1%
Tbond	40.872.530	1%
Bono pesos largo	26.300.254	0%
Total general	7.239.777.032	100%

Fuente: Elaboración propia MAV.

2. Fondos de garantía asociados 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 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 INTERMEDIOS CONDENSADOS DEL MAV S.A. - Correspondientes al período de tres meses finalizado el 30 de septiembre de 2021- "¹.

Cuadro N° 2. Valor del FGII, FGIII y Patrimonio neto MAV al 30/09/2021. (En pesos)

	FGII	FGIII	Patrimonio Neto
\$	63.070.704	\$ 426.725.101	\$ 2.148.141.764

Fuente: ESTADOS FINANCIEROS INTERMEDIOS CONDENSADOS DEL MAV S.A. - Correspondientes al período de nueve meses finalizado el 30 de septiembre de 2021 -.

¹ <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.

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 del 01/07/2021 al 30/09/2021
- Circulares MVR 799/2010; 815/2011 y 820/2013
- CPD garantizados MAV – Esquema de garantías. 2do trimestre de 2021. Información elaborada y proporcionada por el MAV
- 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: 21 de diciembre de 2021