

**UNIVERSIDAD DEL CEMA  
Buenos Aires  
Argentina**

Serie  
**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

**Área: Negocios**

**EL CARÁCTER DERIVADO DEL RIESGO REPUTACIONAL EN  
LA TITULIZACIÓN HIPOTECARIA: IMPLICANCIAS PARA LA  
AUDITORÍA INTERNA EN FIDEICOMISOS FINANCIEROS**

**Nicolás Iván Charo Naimo**

**Abril 2026  
Nro. 923**

**[https://ucema.edu.ar/publicaciones/doc\\_trabajo.php](https://ucema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.php)  
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina  
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)  
Editor: Jorge M. Streb; Coordinador del Departamento de Investigaciones: Maximiliano Ivickas**



**El carácter derivado del riesgo reputacional en la  
titulización hipotecaria: implicancias para la auditoría  
interna en fideicomisos financieros**

**Autor:**

**Nicolás Iván Charo Naimo \***

**\* Dr. en Economía de la UCEMA, Lic. en Economía de la UBA; profesor Ayudante en la cátedra de Fideicomisos y FID de la UCEMA (Profesor Titular Francisco María Pertierra Cánepa); integrante de la Asociación Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa (AAFyFID). Los puntos de vista del autor son personales y no necesariamente representan la posición de la Universidad del CEMA.**

**Abstract:** El acceso al crédito hipotecario constituye un elemento central para el desarrollo económico y social, especialmente en economías con mercados de capitales poco profundos. En este contexto, la titulización de carteras mediante fideicomisos financieros permite transformar activos ilíquidos en instrumentos negociables, facilitando la obtención de liquidez y la expansión del crédito. Sin embargo, este proceso no elimina los riesgos, sino que los redistribuye entre los distintos participantes, dando lugar a exposiciones residuales para el fiduciante, entre las que se destaca el riesgo reputacional. El presente trabajo propone una reinterpretación del riesgo reputacional como un riesgo derivado, cuya materialización depende de la ocurrencia, percepción o gestión deficiente de riesgos subyacentes, particularmente los de naturaleza crediticia, estratégica y de modelización. A partir de este enfoque, se desarrolla una formalización analítica que vincula el riesgo reputacional con los desvíos entre los pagos proyectados y los efectivamente realizados, entendiendo esta brecha como un proxy operativo y no como una medida directa del fenómeno. Sobre esta base, se analizan las limitaciones del marco regulatorio y de los mecanismos de disciplina de mercado para capturar de manera integral este riesgo, y se propone un marco operativo de auditoría interna orientado a la evaluación de los controles aplicados a los procesos críticos de titulización. El trabajo concluye que la auditoría interna del fiduciante desempeña un rol central en la mitigación del riesgo reputacional, en la medida en que actúa sobre los determinantes estructurales de su materialización, contribuyendo a fortalecer la sostenibilidad del proceso de financiamiento hipotecario.

**Palabras clave:**

Auditoría interna, riesgo reputacional, titulización, crédito hipotecario, fideicomiso financiero, controles internos.

El acceso al crédito hipotecario constituye un elemento central para el desarrollo económico y social, en la medida en que permite canalizar el ahorro de largo plazo hacia la financiación de viviendas, contribuyendo a ampliar las oportunidades de acceso a este bien esencial. Sin embargo, en economías caracterizadas por mercados de capitales poco profundos y condiciones macroeconómicas inestables, la disponibilidad de financiamiento hipotecario suele ser limitada, lo que restringe su alcance a amplios sectores de la población.

En este contexto, la titulización de carteras hipotecarias mediante fideicomisos financieros se presenta como un mecanismo que permite transformar activos ilíquidos en instrumentos negociables, facilitando la obtención de liquidez por parte de las entidades originantes y promoviendo la expansión del crédito. A través de este esquema, los flujos futuros asociados a los créditos son estructurados y ofrecidos en el mercado de capitales, vinculando de manera directa el financiamiento de la vivienda con el ahorro de los inversores.

No obstante, este proceso no implica la eliminación de los riesgos, sino su reconfiguración. Si bien los riesgos crediticios y de liquidez son, en gran medida, transferidos a los inversores, el fiduciante mantiene exposiciones residuales, entre las que se destaca el riesgo reputacional, cuya particularidad radica en su carácter derivado: su materialización depende de la ocurrencia, percepción o gestión deficiente de riesgos subyacentes vinculados a la calidad de los activos, la estructuración de la operación y la información provista al mercado.

En este escenario, la gestión del riesgo reputacional presenta desafíos específicos, en tanto no se trata de una variable directamente observable ni susceptible de ser controlada de manera autónoma. Por el contrario, su mitigación requiere actuar sobre los procesos y controles que inciden en los factores que lo originan. En este sentido, la auditoría interna del fiduciante adquiere un rol central, al constituirse como la función encargada de evaluar la efectividad del sistema de control interno aplicado a los procesos críticos de titulización, contribuyendo a reducir la probabilidad de que la materialización de riesgos primarios se proyecte hacia el plano reputacional.

A partir de este enfoque, el presente trabajo propone analizar la naturaleza del riesgo reputacional en la titulización hipotecaria y desarrollar un marco operativo que oriente la intervención de la auditoría interna en la evaluación de los controles asociados a este proceso.

## **El crédito hipotecario como motor principal del acceso a la vivienda**

Uno de los principales desafíos de los países en vías de desarrollo es la canalización del ahorro de largo plazo para la financiación de viviendas, con vistas a brindar viabilidad y sostenibilidad (CEPAL, 2005). Sin embargo, el escaso desarrollo de los mercados de capitales y los elevados valores de las cuotas que ofrecen los créditos hipotecarios ofrecidos por las entidades bancarias actúan como barreras significativas para un gran espectro de la población. Existe un problema adicional en este sentido, sustentado en que los índices de informalidad en América Latina son elevados, lo cual conduce a una subestimación de los ingresos percibidos por sus habitantes, reduciendo las oportunidades de acceder a un crédito por la vía formal (Banco Interamericano de Desarrollo (BID), 2017). Si a todo ello se le adicionan las crisis económicas, como resultado de debilidades en las gestiones de las autoridades los resultados son aún peores. Para el caso de la República Argentina, como consecuencia de episodios de inestabilidad macroeconómica y desequilibrios fiscales persistentes, se culminó con bruscas devaluaciones de la moneda local y efectos inflacionarios posteriores. Esto conlleva a que el poder adquisitivo de las personas que desean acceder a una vivienda se vea afectado<sup>1</sup>, alejando la posibilidad de acceder a un crédito hipotecario (Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, 2024).

No obstante, entendiendo que el acceso a la vivienda digna debe ser un derecho básico de la población, es el Estado quien debe tomar acciones para impulsar el desarrollo de un mercado de capitales robusto que permita canalizar los excedentes de ahorro en instrumentos de largo plazo y promover el acceso a la vivienda. En ese sentido, su rol debe ser participativo, pero no excluyente del sector privado. Su actuación debe limitarse a establecer las condiciones propicias para explotar todas las ventajas e iniciativa del sector privado productivo (Pertierra Cánepa & Charo Naimo, La Argentina Federal y Productiva. El Fideicomiso como Instrumento para el Crecimiento y el Desarrollo de la Nación, 2024). Surge así el concepto del interés público, el cual presenta ambigüedades según la doctrina (Cassagne, 2008). En la literatura de auditoría interna, las Normas Globales de Auditoría Interna<sup>TM</sup> que entraron en vigor el 9/1/25, establecen:

---

<sup>1</sup> En períodos de crisis, la devaluación de la moneda implica un deterioro del salario real que, en la práctica, implica que los asalariados deben destinar una mayor cantidad de fuerza laboral para poder acceder a los mismos bienes que antes. Esto incluye los inmuebles. Ello se suma a la inestabilidad macroeconómica que implica una reducción sustancial de la oferta de créditos por parte de las entidades financieras y la imposibilidad de financiar la compra de viviendas.

*“el interés público abarca los intereses sociales y económicos y el bienestar general de una sociedad, y de las organizaciones que operan dentro de esa sociedad (incluidos los de los empleadores, los empleados/ colaboradores, los inversores, la comunidad empresarial y financiera, los clientes, los reguladores y el gobierno). Las cuestiones de interés público son específicas del contexto y deberían considerar la ética, la justicia, las normas y valores culturales y los potenciales impactos dispares en ciertos individuos y subgrupos de la sociedad. La auditoría interna desempeña un papel fundamental con respecto a mejorar la capacidad de una organización de servir al interés público.”*

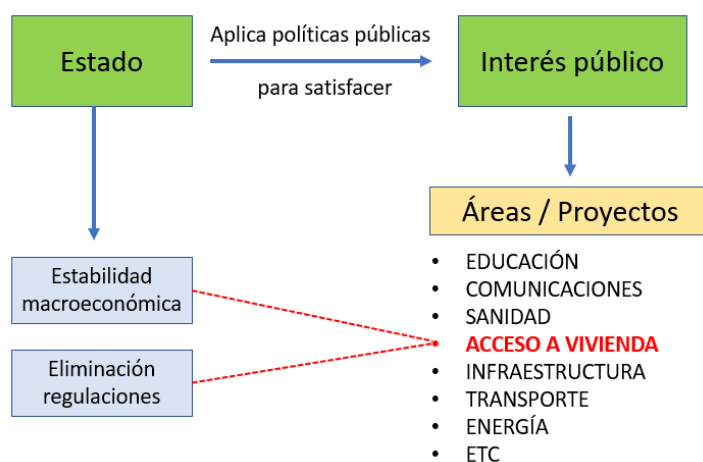
Cabe destacar que, en Argentina a partir de la crisis del 2001/2002 se ha fomentado el acceso a la vivienda de los ciudadanos a través de subsidios estatales, o programas específicos<sup>2</sup>. El problema de estos métodos es que no resuelven el problema de fondo al no incidir en el desarrollo de un mercado de capitales más robusto o en bajas sustanciales del costo de financiamiento. Por el contrario, al ser financiados con impuestos directos o indirectos reducen la capacidad de crecimiento de la economía de largo plazo, contribuyen a la amplificación del déficit fiscal y a las posteriores crisis económicas con resultados en la suba del riesgo país y la tasa de inflación. Ello sumado a que podrían incluir discrecionalidad en el direccionamiento de los recursos, que en reiteradas oportunidades culminan en desvío de fondos e intervenciones judiciales.

La alternativa superadora, proviene de la sinergia entre el Estado y el sector privado. El primero debe brindar condiciones de estabilidad de largo plazo, que fomente las inversiones y remover aquellas regulaciones que actúan como trabas para la expansión del crédito y el financiamiento. Mientras que el segundo aporta todas sus cualidades basadas en su espíritu emprendedor y la asignación eficiente de los recursos, basados en los incentivos de mercado.

---

<sup>2</sup> Existen diversos programas como el Procrear, el Plan Nacional de Suelo Urbano, entre otros, que tienen por objeto la aplicación de políticas de desarrollo territorial, urbano y habitacional que buscan mejorar el acceso a la vivienda. También se desarrollaron propuestas a través de los fondos fiduciarios del Estado Nacional.

## Esquema 1. El Estado en la satisfacción del interés público



Fuente: Elaboración propia

Una forma de promover el crédito hipotecario es a través del proceso de titulización, concepto que será ampliado posteriormente. Esto permitiría vincular el mercado de financiamiento de vivienda con el mercado de capitales a través de la securitización de hipotecas. Esta estrategia permitiría transformar créditos hipotecarios en valores negociables, facilitando el acceso a financiamiento a largo plazo (CEPAL, 2005). En ese sentido, el gobierno argentino a través del Decreto 1017/2024<sup>3</sup> dispuso facultar a la Comisión Nacional de Valores (CNV) de disponer las reglamentaciones necesarias a fin de facilitar la titulación en letras hipotecarias y su colocación en el mercado de capitales. Posteriormente la CNV emitió la Resolución 1053-2025<sup>4</sup> con objeto de simplificar y agilizar los procesos de oferta pública de valores negociables en el mercado de capitales, manteniendo estándares de transparencia y protección al inversor, contemplando los cambios constantes que pueden experimentar las oportunidades de financiamiento. De esta forma el Estado argentino comienza a simplificar regulaciones para promover

<sup>3</sup> Decreto de Necesidad y Urgencia establecido por el Poder Ejecutivo Nacional, de fecha 12/11/2024 que dispone un marco jurídico para simplificar el proceso de titulización de hipotecas en fideicomisos financieros con el objeto de dinamizar la oferta.

<sup>4</sup> Resolución emitida por la CNV, de fecha 12/02/2025 con el objeto de facilitar y simplificar los trámites para securitizar carteras hipotecarias. Así, incorpora a las Normas la Sección XXVII del Capítulo IV, Título V, titulada "REGLAMENTACIÓN FIDEICOMISOS FINANCIEROS HIPOTECARIOS", estableciendo los términos generales que serán de aplicación para todos aquellos fideicomisos financieros que accedan al régimen de fideicomisos hipotecarios.

políticas que se entiende buscan satisfacer demandas de interés público, como es el acceso a la vivienda.

### **La titulación a través del fideicomiso financiero: beneficios para entidades financieras y personas humanas**

En el contexto del financiamiento de la vivienda en Argentina, el fideicomiso ha adquirido un rol central como instrumento jurídico de estructuración, particularmente a partir de la crisis de 2001 (Pertierra Cánepa F. , 2016). En efecto, más allá de su utilización en el ámbito del mercado de capitales, el fideicomiso en su forma general ha operado como un mecanismo clave para canalizar ahorro hacia proyectos de construcción, especialmente a través de esquemas de fideicomisos al costo y desarrollos inmobiliarios estructurados fuera de la oferta pública. Esta dinámica ha permitido suplir, en parte, las limitaciones del crédito hipotecario tradicional, configurando un sistema de financiamiento alternativo basado en la separación patrimonial y la afectación específica de activos.

Sin embargo, esta expansión se ha dado mayormente por fuera del mercado de capitales, lo que plantea interrogantes respecto del potencial aún no plenamente desarrollado de los fideicomisos financieros como instrumento de financiamiento masivo y estandarizado. La brecha entre el uso extendido del fideicomiso en el ámbito privado y su limitada profundización en el mercado de capitales constituye, así, un espacio de mejora institucional que resulta particularmente relevante para el análisis posterior.

La titulación o “securitización” es un mecanismo financiero por el cual se pueden convertir activos ilíquidos en activos líquidos a través de la emisión de títulos valores, que son valores negociables fiduciarios. Por lo tanto, se logra la enorme ventaja de poder financiarse hoy con activos que son de ejecución futura (Pertierra Cánepa F. M., 2016). La titulación permite transformar activos ilíquidos en instrumentos negociables (Fabozzi & Kothari, 2008).

En este contexto, el desarrollo del mercado de fideicomisos en Argentina ha sido acompañado por la acción de instituciones especializadas que han contribuido a su difusión y consolidación como herramienta transformadora de la realidad económica. Entre ellas, la Asociación Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa (AAFyFID) ha desempeñado un rol relevante no solo en la difusión de buenas prácticas, sino también en la generación de conocimiento aplicado a través de estudios, publicaciones técnicas y espacios de capacitación orientados a los distintos actores del mercado. Este tipo de iniciativas ha contribuido a mejorar los estándares de

estructuración, transparencia y gobernanza de los fideicomisos financieros y no financieros, favoreciendo su desarrollo como instrumento de financiamiento en el ámbito del mercado de capitales y fuera del mismo.

El instrumento habitual por el cual se canaliza este proceso es el fideicomiso financiero. El Código Civil y Comercial de la Nación (CCyCN), en sus artículos 1666<sup>5</sup> y 1690<sup>6</sup> establece las definiciones de fideicomiso y fideicomiso financiero, respectivamente.

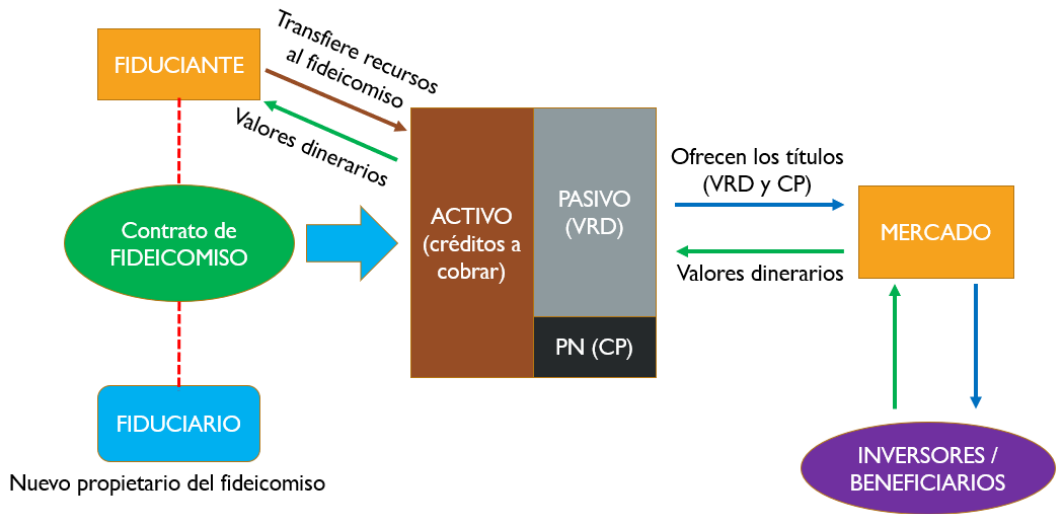
En el proceso de titulización mediante fideicomiso financiero, el fiduciante transfiere activos, en este caso, créditos, al fiduciario con el objetivo de obtener liquidez y continuar su actividad. Sobre la base de dichos activos, el fiduciario estructura y emite valores negociables, tales como valores representativos de deuda (VRD) y/o certificados de participación (CP), cuyas condiciones son definidas en el prospecto de emisión elaborado conjuntamente por las partes, incluyendo los aspectos regulatorios, financieros y de pago. Estos instrumentos son adquiridos por inversores en el mercado, quienes aportan fondos que son transferidos al fiduciante como contraprestación por los activos cedidos. De este modo, el esquema permite canalizar recursos desde los inversores hacia el originante, mientras que los flujos futuros generados por los activos fideicomitados respaldan el repago de los valores emitidos, en función de las condiciones establecidas y del rendimiento exigido por el mercado al momento de la suscripción.

---

<sup>5</sup> El artículo establece que: *“Hay contrato de fideicomiso cuando una parte, llamada fiduciante, transmite o se compromete a transmitir la propiedad de bienes a otra persona denominada fiduciario, quien se obliga a ejercerla en beneficio de otra llamada beneficiario, que se designa en el contrato, y a transmitirla al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomisario”.*

<sup>6</sup> El artículo establece que: *“el contrato de fideicomiso ..., en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por el organismo de contralor de los mercados de valores para actuar como fiduciario financiero, y beneficiarios son los titulares de los títulos valores garantizados con los bienes transmitidos.”*

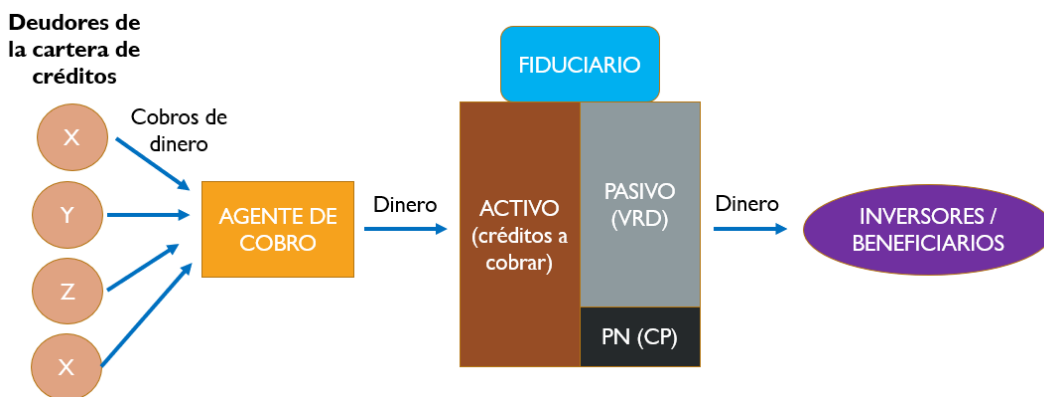
## Esquema 2. Esquema fideicomiso financiero



Fuente: Elaboración propia

Un elemento central es el agente de cobro, responsable de gestionar la percepción de los flujos provenientes de los activos fideicomitidos. Sobre esa base, el fiduciario distribuye los pagos a los inversores conforme a lo establecido en el prospecto de emisión.

## Esquema 3. Esquema agente de cobro



Fuente: Elaboración propia

Además de estar regido por la Ley 26.994 del CCyCN existen otras normas que regulan al fideicomiso financiero, en particular la Ley 26.831 del Mercado de Capitales y la Ley 21.526 de Entidades Financieras, a través de organismos específicos de control:

- La CNV. En su Texto Ordenado (TO) del 2013 establece el funcionamiento de los fideicomisos financieros con oferta pública, ampliando las disposiciones del CCyCN y exigiendo al fiduciario el cumplimiento de los regímenes informativos del organismo.
- El Banco Central de la República Argentina (BCRA). Como ente rector de entidades financieras incide en los fideicomisos financieros a través de sus textos ordenados y comunicaciones de cumplimiento regulatorio<sup>7</sup>.

El fiduciario, quien reviste la característica de administrador y propietario de los bienes que conforman la fiducia debe ser una entidad financiera o sociedad de objeto fiduciario aprobada por la CNV, entendiendo que los riesgos de la actividad deben ser abordados por personal idóneo con profundos conocimientos financieros. Se lo denomina fiduciario financiero.

Además, existen otros agentes que intervienen en el funcionamiento del fideicomiso financiero exigidos por el ente de control tal como:

- Agentes de colocación y distribución (underwriter): Se encargan de ofrecer/vender los títulos en el mercado a través de distintas modalidades; venta en firme (full underwriting); venta a comisión (best effort); todo o nada (all or none).
- Agentes de calificación de riesgos: Se encargan de brindar una opinión independiente sobre la calidad crediticia de los activos financieros que forman parte de un producto financiero. Este ranking es tomado por el público como parte fundamental del proceso de inversión.
- Organizador: Es la persona humana o jurídica que se designa para coordinar la actividad de los participantes del proceso, relacionarse y otorgar información a las autoridades y los mercados.
- Agente de control y revisión: Es un profesional encargado de analizar mensualmente los niveles de mora, cobros y situación general de los activos subyacentes del fideicomiso, advirtiendo desvíos en el cumplimiento del contrato.

Finalmente, es el prospecto de emisión el documento público, exigido por el órgano de control, que detalla el funcionamiento del fideicomiso financiero y brinda información sobre las condiciones de repago de los títulos emitidos, los riesgos asociados a los activos

---

<sup>7</sup> El Banco Central emite comunicaciones de tipo A de carácter regulatorio y cumplimiento obligatorio para los bancos comerciales. Las entidades financieras que no cumplan dichas disposiciones serán sancionadas con consecuencias significativas sobre su actividad.

subyacentes y todos aquellos elementos relevantes que el público inversor y las autoridades requieran para tener un conocimiento fehaciente del mismo. Asimismo, contiene transcripción del contrato del fideicomiso<sup>8</sup>. Los valores emitidos suelen adoptar la forma de valores representativos de deuda y/o certificados de participación, cuyos derechos económicos se estructuran con base en el flujo esperado de los activos fideicomitidos.

Los beneficios de titularizar activos financieros para las entidades financieras se traducen en una afectación de los índices de liquidez, reflejando mayores oportunidades de negocios y mejoras en los ratios exigidos por los entes de control. Ello posibilita a los fiduciarios apalancarse en la securitización y utilizar los ingresos de fondos para multiplicar los negocios hipotecarios favoreciendo la rotación de sus activos financieros. Sin embargo, no solo existen cambios en el cash disponible, sino también en los niveles de riesgo que afronta la organización. En ese sentido, debe recordarse que los riesgos no se eliminan, más bien son transferidos a un tercero. En el caso de la titulización, el fiduciario transfiere los activos y con ellos la mayor parte de los riesgos de liquidez y crédito a los beneficiarios e inversores<sup>9</sup> del fideicomiso financiero, mientras que el riesgo operacional recae sobre el fiduciario. No obstante, ello no implica una desvinculación económica absoluta del fiduciario respecto de esos riesgos, ya que pueden subsistir exposiciones indirectas derivadas de mecanismos de retención, efectos reputacionales y eventuales incentivos a brindar soporte implícito frente a un deterioro significativo de la cartera securitizada.

Desde esta perspectiva, resulta conveniente distinguir entre transferencia jurídica del riesgo y permanencia de exposición económica indirecta. Aunque las pérdidas contractuales derivadas del incumplimiento de los deudores recaigan sobre los inversores, la entidad originante puede seguir viéndose afectada por el deterioro de la cartera securitizada, en la medida en que ello altere su reputación, encarezca su acceso al fondeo o afecte su capacidad de realizar futuras emisiones. Esta distinción será especialmente relevante en el análisis posterior del riesgo reputacional.

---

<sup>8</sup> Todos los requisitos para el armado y publicación del prospecto de emisión se encuentran establecidos en el TO CNV 2013.

<sup>9</sup> Los inversores que adquieren los títulos emitidos por el fideicomiso bajo la figura de beneficiarios, quienes deberán afrontar las pérdidas generadas por incumplimientos contractuales de los deudores de hipotecas (riesgo de crédito), como también las ocasionadas por descalces entre el ingreso de dinero y las erogaciones pactadas (riesgo de liquidez). Como contrapartida, se les propondrá un retorno de mercado acorde al riesgo asumido, expresado en la renta de los VRD.

Desde una perspectiva económica, la titulización no solo transforma activos ilíquidos en instrumentos negociables, sino que también modifica la distribución de riesgos, incentivos e información entre los participantes. Esta característica vuelve especialmente relevante la calidad de los activos cedidos, la transparencia del prospecto y la confiabilidad de las proyecciones utilizadas en la estructuración, dado que la separación entre originación, administración y tenencia final de los riesgos puede amplificar problemas de información asimétrica.

En el caso de los individuos, las externalidades positivas del proceso de titulización se manifiestan en dos roles:

El primero con relación al individuo inversor<sup>10</sup>, donde participa adquiriendo los valores emitidos por el fideicomiso, cuyo valor se encuentra respaldado por las hipotecas. A cambio obtiene retornos de mercado por el nivel de riesgo asumido, es decir, se amplifican sus opciones de inversión y ahorro en instrumentos que reducen significativamente la exposición al riesgo patrimonial del fiduciante, al constituirse como patrimonios separados<sup>11</sup>.

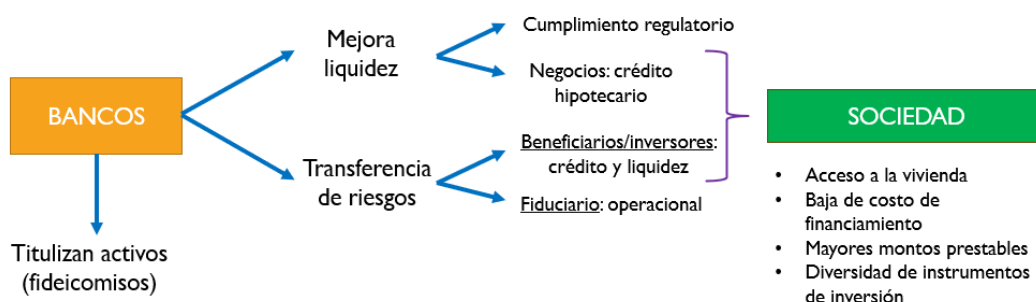
El segundo y más importante a efectos del interés público, se relaciona con la obtención de más créditos hipotecarios y la posibilidad de que una mayor cantidad de personas accedan a una vivienda digna. Entre 2005 y 2006 cerca del 80% de las hipotecas para adquisición de vivienda fueron financiadas a través de securitizaciones (Gorton & Metrick, 2012), lo cual muestra el potencial de este vehículo. Todo aquello se logra no solo a través del aumento en la cantidad de transacciones hipotecarias a medida que se suman nuevas titulaciones, sino también con el efecto a la baja de las tasas de interés debido a la recomposición y aumento de la oferta de créditos.

---

<sup>10</sup> Considerando tanto inversores calificados como no calificados a efectos de lo dispuesto por la normativa de la CNV.

<sup>11</sup> Los fideicomisos financieros formados por activos subyacentes suelen ofrecer retornos menores que una empresa que contenga esos mismos activos financieros. Este hecho, se sustenta en que los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado tanto del fiduciante como del fiduciario, quedando al resguardo de las acciones que los acreedores de ambas figuras pudieran efectuar a través de reclamos y embargos. Ello otorga mayores garantías y una baja sustancial del riesgo propio de la organización. Entonces, quienes invierten en un fideicomiso financiero saben que el repago dependerá esencialmente de la calidad de los activos financieros contenidos en la fiducia y no se debería ver afectado por acciones de los acreedores sobre el patrimonio del fiduciante o fiduciario.

#### Esquema 4. Beneficios de la titulización.



Fuente: Elaboración propia

Para la sociedad los beneficios de la titulización se traducen en aumentos del crédito que implica un mayor acceso a la vivienda, con las consecuentes subas de montos prestables y baja de tasas de interés. En este sentido la promoción de la expansión del crédito hipotecario ya sea a través de un ordenamiento macroeconómico como de la búsqueda de herramientas de apalancamiento (titulización) contribuyen al interés público en ampliar la capacidad de las personas en acceder a una vivienda digna.

La sostenibilidad del fideicomiso financiero como canal de financiamiento del acceso a la vivienda, más en su potencial que en su grado actual de desarrollo en el mercado local, depende críticamente de la confianza del mercado, la cual puede verse afectada por la materialización de riesgos reputacionales.

#### Naturaleza del riesgo reputacional en la titulización

La comprensión del riesgo reputacional en procesos de titulización requiere analizar su origen dentro de la estructura económica y organizacional que los sustenta. En particular, resulta necesario identificar los actores intervinientes, las exposiciones que subsisten luego de la transferencia de activos y los mecanismos a través de los cuales determinados eventos pueden proyectarse hacia el plano de la percepción del mercado. En este contexto, el análisis se centra en el rol del fiduciante, en tanto actor clave en la generación de información, la estructuración de la operación y la configuración de los riesgos que, de manera directa o indirecta, pueden derivar en un deterioro reputacional.

#### Rol del fiduciante y asimetría informativa

El fiduciante es la entidad que transfiere los activos al fideicomiso, donde su participación en el prospecto incluye:

- Definición de los activos a transferir, al seleccionar la cartera de créditos hipotecarios, asegurando que cumplan con los criterios de elegibilidad.
- Aportar información sobre los activos, detallando características de los créditos (montos, plazos, tasas, garantías, historial de pago, etc.).
- Definición del flujo de pagos esperado al estimar la capacidad de los activos de generar los fondos necesarios para el pago de los valores fiduciarios.

Por lo tanto, el rol del fiduciante es fundamental, ya que aporta los activos a la fiducia y brinda información clave para que los inversores analicen la calidad de la emisión. El mayor conocimiento sobre la situación de los deudores lo posee la entidad financiera que ha otorgado el crédito. Cuando esa información no es transmitida a los reguladores, calificadoras de riesgo y demás stakeholders pueden suscitarse problemas de información asimétrica (Bebczuk, 2000) que podrían culminar en sucesos negativos, pérdidas económicas y fraudes. El fiduciante se configura así como el principal generador y transmisor de información relevante para el mercado, lo que introduce asimetrías informativas que hacen necesario un adecuado sistema de control

### **Riesgos residuales del fiduciante tras la titulización**

El primer paso es identificar los riesgos a los cuales se expone el fiduciante luego de realizada la titulización de sus activos. Cabe destacar, que no se analizará el caso donde se mantienen posiciones retenidas como originante<sup>12</sup>. En estos el abordaje debe efectuarse considerando a la organización en el rol de beneficiario<sup>13</sup>.

Entonces, teniendo en cuenta que, al titular, el fiduciante transfiere jurídicamente a los inversores o beneficiarios buena parte de los riesgos financieros inherentes a los activos subyacentes y que el riesgo operacional vinculado con la administración del patrimonio fideicomitado recae principalmente sobre el fiduciario, la entidad originante mantiene exposiciones residuales de diversa naturaleza: legales, regulatorias, reputacionales y, en

---

<sup>12</sup> La CNV en su actualización del TO 2013 estableció que *“En caso que el haber del fideicomiso se constituya con derechos creditorios se deberá retener, durante la vigencia de los valores representativos de deuda emitidos en el marco del fideicomiso, un interés económico neto cuyo monto no podrá ser inferior al CINCO POR CIENTO (5%) del valor nominal de los valores representativos de deuda emitidos y en circulación”*.

<sup>13</sup> Si la organización fiduciante mantiene los títulos en cartera propia, el análisis de riesgo se asemeja más a un tenedor de valores de deuda, es decir al beneficiario o inversor, ya que el riesgo proviene de la calidad crediticia del activo subyacente.

ciertos casos, económicas, derivadas de mecanismos de retención o del eventual impacto indirecto de la operación sobre su acceso al financiamiento. Entre ellas, el riesgo reputacional resulta particularmente relevante por su capacidad de amplificar los efectos de otros riesgos y afectar la confianza de inversores, reguladores y contrapartes.

### **El riesgo reputacional como riesgo derivado**

El riesgo reputacional que recae sobre el fiduciante en procesos de titulización no debe ser entendido como un riesgo primario o autónomo, sino como un riesgo indirecto o derivado.

El BCRA en sus lineamientos para la gestión integral de riesgos define al riesgo reputacional como:

*“...aquel que está asociado a una percepción negativa sobre la entidad financiera por parte de los clientes, contrapartes, accionistas, inversores, tenedores de deuda, analistas de mercado y otros participantes del mercado relevantes que afecta adversamente la capacidad de la entidad financiera para mantener relaciones comerciales existentes o establecer nuevas y continuar accediendo a fuentes de fondeo -tales como en el mercado interbancario o de titulización.”*

En la gestión del riesgo reputacional es esencial la oportuna toma de conocimiento de los directivos de hechos que pudieran dañar la imagen de la empresa y tomar acciones inmediatas. En caso contrario, el daño puede ser significativo, generando problemas que afecten la imagen de la entidad financiera, comprometiendo sus garantías frente a terceros, su capacidad de fondeo y negocios presentes y futuros con el público inversor, clientes y partes relacionadas (Ghosh, 2012). En casos extremos, la pérdida de reputación puede implicar incluso la desaparición de la institución (Jorion, 2007). Por lo tanto, es relevante para la entidad financiera mantener una percepción positiva de la sociedad en su rol de fiduciante, en las titulizaciones realizadas de carteras hipotecarias, con el objeto de evitar los efectos negativos del riesgo reputacional.

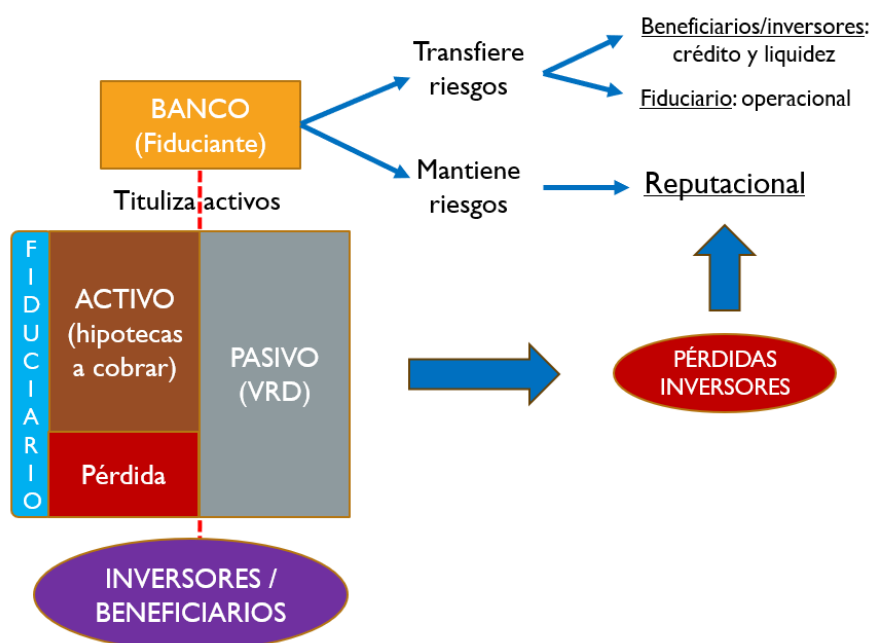
El riesgo reputacional también puede generar pérdidas en el valor de la franquicia de negocio de una entidad y tiene la característica particular de que su origen no se encuentra en eventos aislados, sino en procesos de gestión y decisiones organizacionales, lo que refuerza su carácter indirecto o derivado (Walter, 2006). En este sentido, su materialización depende de la ocurrencia, percepción o gestión deficiente de riesgos

subyacentes, entre los que se destacan los vinculados a la calidad crediticia de los activos, las decisiones de estructuración, los supuestos de modelización y la información provista al mercado. En este marco, los denominados Costos Ocultos (Pertierra Cánepa F. M., 2010) pueden interpretarse como una manifestación específica de dichos riesgos, en la medida en que reflejan desvíos no explícitos en el diseño o ejecución de la operación que afectan los resultados observados y, en consecuencia, la percepción de los inversores.

Sobre el riesgo de modelización, cabe señalar que en períodos de estabilidad financiera su incidencia es baja, es decir, los distintos modelos estadísticos candidatos generan estimaciones de riesgo similares. Sin embargo, durante períodos de estrés financiero, precisamente cuando más se los necesita, el riesgo de modelización se torna significativo: las estimaciones de riesgo no coinciden, dificultando la inferencia y la toma de decisiones (Danielsson, James, Valenzuela, & Zer, 2014).

La literatura sobre crisis financieras ha señalado que los eventos sistémicos no emergen necesariamente de la materialización directa de los riesgos subyacentes, sino de la incertidumbre y la percepción negativa que los agentes desarrollan respecto de su magnitud y localización (Gorton & Metrick, 2012). Esto sugiere que el riesgo reputacional actúa como un mecanismo de amplificación, trasladando los efectos de riesgos primarios al plano de la confianza y la credibilidad institucional. En consecuencia, el riesgo reputacional actúa como una instancia de segundo orden: recibe y amplifica los efectos de otros riesgos previamente materializados, trasladándolos al plano de la confianza, la credibilidad institucional y la capacidad de la entidad para sostener relaciones comerciales y de fondeo (Basel Committee on Banking Supervision, 2019).

**Esquema 5. Efectos de incobrabilidad en el riesgo reputacional.**



Fuente: Elaboración propia

Debido al aumento de la incobrabilidad de la cartera de hipotecas se genera un problema de insolvencia en el fideicomiso que podría ameritar su liquidación. Frente a ello, las pérdidas serán asumidas por los inversores en calidad de beneficiarios, generando una percepción negativa de la cartera cedida por el fiduciante, tanto por reguladores, público inversor y terceros interesados. Esa percepción negativa materializada en riesgo reputacional afectaría los negocios presentes y futuros del del fiduciante, afectando su patrimonio de forma indirecta.

Sin embargo, no se requiere llegar al extremo de la insolvencia y liquidación para que la entidad originante sufriera pérdidas: demoras en los cobros, retrasos en los pagos a los beneficiarios, cobros de gastos o impuestos no contemplados en los prospectos de emisión; también son causantes de riesgo reputacional, siempre que esos problemas sean responsabilidad del fiduciante. Por lo tanto, el riesgo reputacional derivado del proceso de titulización no debería identificarse, en sentido estricto, con el desvío entre lo estipulado en el prospecto de emisión y lo ocurrido en la realidad, sino con la percepción negativa que dicho desvío, u otros eventos, puede generar sobre el fiduciante por parte de inversores, reguladores y demás *stakeholders*.

### Formalización analítica del riesgo reputacional

El apartamiento entre lo proyectado y lo efectivamente observado constituye, así, un determinante especialmente relevante del riesgo reputacional, aunque no agota su contenido conceptual.

En términos analíticos, esta idea puede formalizarse considerando que el riesgo reputacional (RR) no depende de una única variable observable, sino de la interacción de múltiples riesgos subyacentes. En este sentido, puede expresarse como:

$$RR = f(R_C, R_E, R_M, R_O)$$

El riesgo reputacional surge a partir de la percepción que los *stakeholders* construyen sobre la materialización de riesgos subyacentes, donde  $R_C$ ,  $R_E$ ,  $R_M$  y  $R_O$  representan, respectivamente, los riesgos crediticios, estratégico, de modelización y operacional. Esta formulación permite distinguir entre los factores que originan potenciales desvíos en el desempeño de la cartera y el fenómeno reputacional propiamente dicho, que surge como consecuencia de la percepción que dichos desvíos generan en el mercado.

Dentro de este esquema, una forma empírica de aproximar la materialización de estos riesgos es a través del desvío entre los pagos proyectados ( $PP$ ) en el prospecto de emisión y los pagos efectivamente realizados ( $PR$ ). En términos formales, puede definirse el desvío como:

$$\Delta = PR - PP$$

o, en términos relativos,

$$\delta = \frac{PR - PP}{PP}$$

De este modo, el riesgo reputacional puede entenderse como una función creciente del desvío observado:

$$RR = g(\delta), \text{ con } \frac{\partial RR}{\partial |\delta|} > 0 \text{ en magnitud}$$

lo cual refleja que la magnitud del apartamiento, independientemente de su signo, incrementa la probabilidad de deterioro reputacional. A mayor magnitud absoluta del desvío, mayor es la probabilidad de deterioro reputacional, *ceteris paribus*. No obstante, la sensibilidad de esta relación depende de factores contextuales tales como la transparencia del emisor, la calidad de la información previa y las expectativas del mercado.

En este marco, el desvío entre *PP* y *PR* constituye un indicador observable particularmente relevante, en la medida en que puede reflejar la materialización de algunos de los riesgos subyacentes, especialmente el crediticio y el de modelización. Sin embargo, dicha diferencia no define por sí misma al riesgo reputacional, sino que actúa como un proxy operativo para su monitoreo.

En efecto, esta brecha puede originarse en un deterioro crediticio de la cartera hipotecaria, en errores estratégicos en la estructuración de la emisión, en supuestos de modelización inadecuados o en deficiencias en la ejecución y seguimiento del proceso. Por ello, su análisis resulta valioso para la auditoría interna no como una medición directa del riesgo reputacional, sino como un instrumento para identificar y evaluar los riesgos primarios que pueden desembocar en él.

Por otra parte, aun cuando el foco del presente trabajo se sitúe en el fiduciante, el riesgo reputacional no siempre deriva exclusivamente de fallas originadas en su propia esfera de actuación. También puede surgir por la actuación deficiente de terceros intervinientes, en la medida en que el mercado interprete que su selección, supervisión o articulación institucional resultaron inadecuadas. En este sentido, el fiduciante debería haber evaluado previamente las capacidades y responsabilidades del fiduciario, quien, como buen hombre de negocios, debe encontrarse debidamente capacitado para la administración del patrimonio fideicomitido (Pertierra Cánepa F. M., 2012).

En particular, desvíos en la administración del fideicomiso que impliquen la generación de costos no previstos, cargos adicionales o interpretaciones contractuales desfavorables para los beneficiarios pueden ser percibidos por el mercado como fallas en el diseño o supervisión de la estructura, afectando indirectamente la reputación del fiduciante.

No obstante, dado que los contratos de fideicomisos financieros con oferta pública suelen encontrarse estandarizados y que los fiduciarios financieros presentan, en general, un elevado grado de especialización en la materia, no es frecuente observar este tipo de problemas en la práctica, particularmente aquellos vinculados con Costos Ocultos.

Por ello, el riesgo reputacional derivado de una selección inadecuada del fiduciario no será abordado en las secciones posteriores.

### **Limitaciones del marco institucional y desafíos para la auditoría interna.**

Las limitaciones del marco regulatorio y de los mecanismos de disciplina de mercado para capturar de manera integral el riesgo reputacional en procesos de titulización ponen de manifiesto la necesidad de un enfoque complementario orientado al fortalecimiento de

los sistemas de control interno. En este contexto, la función de auditoría interna del fiduciante adquiere un rol central, en tanto constituye el ámbito desde el cual es posible evaluar de manera sistemática los procesos y decisiones que, aun cuando no se reflejen inmediatamente en variables observables, pueden derivar en un deterioro de la percepción del mercado. A partir de este diagnóstico, resulta pertinente desarrollar un marco operativo que permita orientar la intervención de la auditoría interna en la identificación, evaluación y mitigación de los riesgos subyacentes que pueden proyectarse hacia el plano reputacional.

### **Tratamiento regulatorio del riesgo reputacional**

En la práctica, la gestión integral de riesgos de los bancos se encuentra regulada principalmente por el BCRA, incluyendo entre ellos, el riesgo reputacional<sup>14</sup>. Estos lineamientos exigen a los bancos que desarrollen sus propios modelos en relación con el tamaño y significatividad de las operaciones que efectúen, independientemente de la existencia del enfoque regulatorio.

No obstante, el primer problema que se presenta es que el BCRA no expone taxativamente a las titulaciones como un ciclo relevante para ser controlado en su normativa<sup>15</sup> cuando la entidad fuera fiduciante. Si bien, dentro del universo contemplado existe el ciclo denominado “actividades fiduciarias”, este queda reservado para la organización en su rol de fiduciario. Mientras que, para el rol de beneficiario (tenedor de valores emitidos por fideicomisos financieros) se encuentra el ciclo “inversiones”.

### **Limitaciones de los mecanismos de mercado y necesidad de la actuación de la auditoría interna**

A las limitaciones del marco regulatorio se suman las propias de los mecanismos de disciplina de mercado. En particular, la intervención de las calificadoras de riesgo puede generar una percepción de cobertura suficiente que no necesariamente se corresponde con la totalidad de los riesgos involucrados en el proceso de titulización. En efecto, sus evaluaciones se concentran fundamentalmente en los riesgos crediticios y de

---

<sup>14</sup> El TO Lineamientos para la Gestión de Riesgos en las Entidades Financieras es el que se encarga de establecer los requerimientos mínimos que deben cumplir los bancos comerciales para gestionar sus riesgos más relevantes.

<sup>15</sup> El TO de Normas Mínimas sobre Controles Internos para Entidades Financieras explica qué es el concepto de control interno, su importancia para las entidades financieras y enumera los ciclos (procesos) que entiende más significativos y de los cuales se debieran ejercer controles y monitoreo permanente.

concentración de la cartera subyacente, sin incorporar de manera integral otros riesgos relevantes<sup>16</sup>, como los asociados a la estructuración, la modelización o la calidad de la información provista por el fiduciante.

En este contexto, la asimetría informativa adquiere un rol central, dado que el fiduciante es quien posee el mayor conocimiento sobre la calidad de los activos transferidos. La eventual omisión o distorsión de información relevante en el proceso de evaluación puede derivar en una subestimación del riesgo por parte de los agentes de mercado, incrementando la probabilidad de desvíos entre lo proyectado y lo efectivamente observado, con el consiguiente impacto reputacional.

Desde una perspectiva institucional, distintos actores del mercado han señalado la necesidad de fortalecer los marcos de control y transparencia en los procesos de titulización. En este sentido, la AAFyFID (Asociación Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa (AAFyFID), s.f.) ha promovido lineamientos orientados a mejorar la calidad de la información y la gobernanza de estas estructuras.

Por su parte, si bien la normativa de la Comisión Nacional de Valores (CNV) contempla la retención<sup>17</sup> de una porción de la emisión por parte del fiduciante con el objeto de alinear incentivos<sup>18</sup>, este mecanismo resulta insuficiente para mitigar el riesgo reputacional. En efecto, si bien contribuye a reducir problemas de selección adversa, no elimina la posibilidad de que la materialización de riesgos crediticios o de modelización derive en pérdidas para los inversores y, en consecuencia, en un deterioro de la reputación del originante.

Asimismo, la figura del Agente de Revisión y Control (ARC) cumple un rol relevante en el seguimiento del fideicomiso, supervisando el cumplimiento de lo estipulado contractualmente y la evolución de la cartera. Sin embargo, su actuación se circunscribe principalmente al monitoreo ex post y a la protección de los intereses de los inversores, sin abordar de manera directa la evaluación del riesgo reputacional ni de los procesos que pueden originarlo.

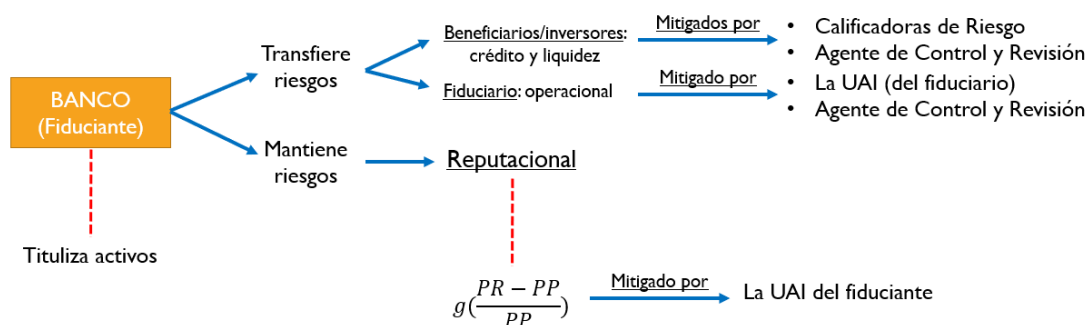
---

<sup>16</sup> No se intenta expresar que las calificadoras de riesgos incumplen sus trabajos, de hecho, el alcance de sus actividades se limita a los riesgos crediticios mencionados. Se hace foco en la percepción del público y no en la calidad del trabajo efectuado por las calificadoras de riesgos.

<sup>17</sup> En el TO CNV 2013 TITULO V – CAPÍTULO IV – SECCIÓN IX - ARTÍCULO 24, se reglamenta la retención de riesgo que explicita que el fiduciante debe retener el 5% de lo emitido.

<sup>18</sup> Esta recomendación fue realizada por Basilea III como una forma de converger a las normativas de securitización a nivel global y no trasladar el riesgo a los inversores.

## Esquema 6. El rol de la UAI del fiduciante en la titulización



Fuente: Elaboración propia

En consecuencia, ni el marco regulatorio ni los mecanismos de mercado logran capturar de manera integral el riesgo reputacional derivado del proceso de titulización. Este vacío refuerza la necesidad de una intervención activa por parte de la unidad de auditoría interna del fiduciante, como función encargada de evaluar la efectividad del sistema de control interno y de los procesos críticos que pueden dar lugar a la materialización de riesgos con impacto reputacional. La evidencia sugiere que las pérdidas reputacionales persistentes en entidades financieras suelen estar asociadas a fallas en los procesos de gobernanza, aun cuando existan mecanismos de disciplina de mercado y regulación (Walter, 2006), lo que refuerza la necesidad de fortalecer los sistemas de control interno desde una perspectiva integral.

### Marco operativo de auditoría para la mitigación del riesgo reputacional.

Las limitaciones identificadas en el marco regulatorio y en los mecanismos de disciplina de mercado para capturar de manera integral el riesgo reputacional en procesos de titulización evidencian la necesidad de un enfoque complementario orientado a su gestión. En este contexto, la auditoría interna del fiduciante se configura como la función más adecuada para intervenir en la evaluación de los controles de los procesos y decisiones que determinan la materialización de los riesgos subyacentes. A partir de este diagnóstico, se propone a continuación un marco operativo que permita estructurar dicha intervención desde una perspectiva preventiva, alineada con la naturaleza derivada del riesgo reputacional.

### **Enfoque conceptual de auditoría del riesgo reputacional**

Dado que el riesgo reputacional no constituye una variable autónoma directamente observable, su gestión no puede abordarse mediante controles específicos sobre la “reputación” en sí misma, sino a través del fortalecimiento de los controles aplicados a aquellos riesgos primarios cuya materialización puede derivar en su deterioro; en este sentido, la función de auditoría interna no actúa sobre la reputación de forma inmediata, sino sobre la efectividad del sistema de control que regula los procesos de originación, selección, estructuración, información y seguimiento de los activos titulizados, en la medida en que estos determinan la percepción posterior del mercado.

Entonces, el objetivo será fortalecer los controles sobre aquellos factores que pueden generar desvíos significativos entre los pagos proyectados y realizados, así como sobre otras dimensiones de cumplimiento, transparencia y calidad de información que inciden en la percepción del mercado. De este modo, la reducción de la diferencia entre lo proyectado y lo observado debe entenderse como un medio relevante de prevención, pero no como una condición suficiente ni como una definición exhaustiva del fenómeno reputacional.

La creciente complejidad de los procesos de titulización ha sido destacada por organismos del sector, entre ellos la Asociación Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa, lo que refuerza la necesidad de fortalecer los sistemas de control interno y el rol de la auditoría en la evaluación de los procesos críticos.

### **Enfoque preventivo y lógica temporal del proceso**

Los trabajos de la auditoría interna deben orientarse a identificar en qué momentos del proceso de titulización se originan o se potencian los riesgos primarios con capacidad de traducirse posteriormente en riesgo reputacional. Ello exige un enfoque preventivo, centrado en la revisión de controles ex ante y no solamente en la observación de resultados ex post, dado que cuando el daño reputacional se torna visible para el mercado, los márgenes de corrección suelen ser significativamente menores. Entonces, se diferencian tres momentos que existen en el proceso de titulización (Pertierra Cánepa & Charo Naimo, 2025).

- Momento de pre-transferencia de la propiedad: la situación anterior al momento en que el fiduciante transfiere la propiedad de las hipotecas al fideicomiso.
- Momento de la transferencia: Es el momento en el cual se materializa el traspaso y los bienes son integrados al fideicomiso.

- Momento de post-transferencia: Es el momento en el cual el fideicomiso se encuentra en marcha, bajo la propiedad del fiduciario, hasta su liquidación.

El fiduciante, toma relevancia esencialmente en el momento de pre-transferencia, ya que aquí su actuación es esencial en dos aspectos:

1° es cuando se deben seleccionar cuidadosamente las hipotecas que serán enviadas al fideicomiso para ser administradas por el fiduciario.

2° Es cuando se debe diseñar el flujo proyectado tanto de los cobros a los deudores de las hipotecas, como de los pagos a los tenedores de los títulos valores a emitirse, información que luego formará parte del prospecto y suplemento de emisión.

Notar que la evolución futura del fideicomiso, en cuanto al logro de los objetivos fijados en el contrato, estará supeditada a las acciones mencionadas precedentemente donde la intervención del fiduciante es clave para asegurar la solvencia de la cartera hipotecaria cedida. Cualquier error en la selección de los activos transferidos al fideicomiso o diseños defectuosos del flujo proyectado de cobros y pagos podrían generar diferencias entre lo pactado y lo real y provocar la incidencia de riesgo reputacional sobre el fiduciante. Cabe destacar que los problemas mencionados serán identificados en el momento de post-transferencia, es decir con el fideicomiso en marcha y la cartera hipotecaria en propiedad del fiduciario. Aquí, ya el daño está hecho y poco puede hacer el fiduciante para mitigar las consecuencias negativas del riesgo reputacional. Por lo cual, solo en el momento de pre-transferencia será posible que este tome las medidas necesarias para mitigar el riesgo reputacional que se manifestaría más adelante y es por ello que su intervención es clave.

### **Foco crítico: etapa de pre-transferencia y procesos a analizar**

Esta intervención se materializa en 3 procesos principales en los cuales deberá intervenir el fiduciante:

- Análisis del estado de las hipotecas
- Selección de las hipotecas a transferir al fideicomiso
- Diseño del prospecto de emisión

A continuación, se explicará en qué consiste cada proceso, qué controles debieran fortalecerse y a qué variable afectan.

#### Análisis del estado de las hipotecas

Aquí se debe asegurar que se hayan efectuado controles tendientes a verificar las condiciones de las hipotecas previo a la transferencia al fideicomiso. El objetivo es

obtener información con cierto grado de razonabilidad sobre la calidad crediticia de las hipotecas, información de los deudores, historial previo, mora e incobrabilidad. Se debe tener en cuenta que el proceso de titulización, si bien se lo relaciona con el fideicomiso, dado que es el vehículo que estructura el negocio, es inescindible de los procesos de otorgamiento de financiaciones. Un fideicomiso, al igual que todo producto estructurado, no tiene ningún valor *per se*, más allá del que surge de los activos subyacentes que lo componen. Entonces, el auditor que actúa en organizaciones que sean fiduciantes debe incluir en su análisis los controles efectuados en los procesos relacionados con el otorgamiento y seguimiento de esas hipotecas. Los resultados de esos controles pueden provenir de auditorías específicas sobre los ciclos de otorgamiento de créditos y valuación y seguimiento, o realizarse al momento de verificar el proceso de titulización.

En el caso del otorgamiento de financiaciones, se deberá constatar:

- El cumplimiento de todas las políticas de otorgamiento de créditos de la organización.
- El cumplimiento normativo (BCRA, CNV y regulaciones locales).
- Controles antifraude y validación de documentación.
- Evaluación crediticia y scoring.
- Proceso de formalización y documentación contractual.

Para el seguimiento de esas hipotecas hasta su efectiva transferencia a la fiducia, el auditor debe verificar:

- El adecuado registro contable y sistemas de administración de cartera.
- Un sistema de seguimiento y monitoreo de pagos y morosidad.
- Que se realice un control de garantías y seguros.
- La clasificación y provisión de créditos de acuerdo con normativa bancaria.
- La realización de conciliaciones entre sistemas internos y reportes regulatorios

Sobre este punto se requiere un sistema adecuado de monitoreo que incluya una valuación a riesgo con visión prospectiva de los activos. En este punto es relevante contar con un modelo íntegro y exacto de deterioro de valor de activos financieros, tal como exigen las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Cualquier problema relacionado con inadecuadas pautas de otorgamiento del crédito o deficiencias en los modelos de valuación de activos financieros podrían generar costos que afectarían la reputación del fiduciante.

#### Selección de las hipotecas a transferir al fideicomiso

Una vez verificada la razonabilidad en los controles sobre el estado de las hipotecas se debe proceder a su cuidadosa selección, avanzando con el proceso de securitización. En ese sentido se debe verificar la efectividad de los controles relacionados con:

- Los criterios de selección de créditos para la securitización.
- El cumplimiento de requisitos contractuales del fideicomiso.
- La validación de valuación y estructura de los activos transferidos.
- Los procedimientos de cesión de derechos y garantías.
- El control sobre el impacto contable de la operación (baja de activos ilíquidos y reconocimiento de cash).

Es probable que en estas tareas se requiera la participación del fiduciario como nuevo propietario de los bienes a transferir a la fiducia.

#### Diseño del prospecto de emisión

El diseño de este documento es clave, pues es la formalización legal del compromiso entre las partes del contrato (fiduciante y fiduciario) y los beneficiarios (inversores). Para el análisis de los controles en relación con el prospecto, el auditor deberá verificar mínimamente que:

- Se establezca la responsabilidad de las partes y sujetos intervinientes en el fideicomiso financiero.
- Exista consistencia entre su diseño y lo dispuesto en las leyes, los decretos y resoluciones de los tres poderes del Estado, como con las disposiciones emanadas de los organismos de control, principalmente CNV y BCRA, en relación con los activos asequibles.
- Evaluar la razonabilidad y grado de cumplimiento de los objetivos fijados, analizando los cobros proyectados de las hipotecas, los pagos de VRD y CP.
- Identificar y medir de los riesgos propios de la actividad y la existencia de planes de contingencias a adoptar frente a desvíos significativos.
- Verificar la razonabilidad de las tasas de incobrabilidad proyectadas de las hipotecas y buscar, en todo caso, la sobrecolateralización<sup>19</sup>.

#### **Integración analítica: vínculo con PP y PR**

---

<sup>19</sup> Se denomina así al hecho de colocar en el fideicomiso un activo muy superior al con el propósito de que el riesgo de insolvencia sea mínimo, pues se requeriría una tasa de incobrabilidad muy elevada para llegar a esa situación.

A partir de lo expuesto, los controles aplicados en el proceso de titulización no actúan de manera uniforme sobre el desempeño del fideicomiso, sino que inciden sobre dimensiones diferenciadas que resultan determinantes para la evolución del riesgo reputacional.

En particular, los controles asociados al análisis y selección de las hipotecas inciden sobre la variable PR (pagos realizados), en la medida en que la calidad crediticia de los activos transferidos condiciona la capacidad efectiva de generación de flujos del fideicomiso a lo largo del tiempo. Por su parte, los controles vinculados al diseño del prospecto de emisión impactan sobre la variable PP (pagos proyectados), al establecer las condiciones, supuestos y expectativas que estructuran los compromisos asumidos frente a los inversores.

En este sentido, el riesgo reputacional no surge de manera aislada de ninguna de estas dimensiones, sino del grado de consistencia entre ambas. Desvíos significativos entre los pagos proyectados y los efectivamente realizados reflejan la materialización de riesgos primarios —crediticios, estratégicos o de modelización— que, al ser percibidos por el mercado, pueden traducirse en un deterioro de la reputación del fiduciante.

En consecuencia, la función de auditoría interna no se orienta a la minimización directa de dichos desvíos, sino a la evaluación de la efectividad del sistema de control aplicado a los procesos que los determinan, procurando reducir la probabilidad de que la materialización de riesgos subyacentes se proyecte hacia el plano reputacional.

### **Condiciones de implementación del sistema de control**

Una vez identificados los procesos será necesario verificar que se haya realizado un relevamiento integral sobre las cuestiones donde rigen los lineamientos dictados por los organismos de control, incluyendo la legislación emanada de los tres poderes del Estado. Estas normas externas delimitan el diseño y funcionamiento del fideicomiso, incluyendo los tipos de créditos hipotecarios pasibles de titulización. A su vez regulan la actuación del ente auditado, el fiduciante. Este relevamiento deberá tener en cuenta lo dispuesto en:

- Leyes, decretos o resoluciones de los poderes del Estado
- Reglamentaciones de los entes de control

En el primer caso, se considera principalmente:

- el CCyCN (Ley 26.994).
- la Ley de Entidades Financieras (Ley 21.526).
- la Ley de Mercado de Capitales (Ley 26.831).

- la Ley Encubrimiento y Lavado de Activos de Origen Delictivo (Ley 25.246).
- y cualquier otra normativa de entes externos que rijan el funcionamiento del fideicomiso financiero y/o del fiduciante.

Para el caso de los organismos de control se tendrán en cuenta principalmente:

BCRA:

- TO Fideicomisos Financieros Comprendidos en la Ley de Entidades Financieras
- TO Lineamientos para la Gestión de Riesgos en las Entidades Financieras
- TO Manuales de Originación y Administración de Préstamos
- TO Cesión de Carteras de Crédito
- TO Clasificación de Deudores

CNV:

- TO 2013 CNV
- Resoluciones complementarias CNV que no se encuentren actualizadas en el TO 2013.

Además del relevamiento del marco normativo, es fundamental contar con una estructura organizativa adecuada para llevar a cabo las tareas de selección de activos, titulización y diseño del prospecto, así como con procedimientos formalizados que describan las actividades que deben realizar las unidades organizativas. Por lo cual, el auditor deberá verificar la existencia y razonabilidad de manuales de procedimiento que describan las actividades que realizan los responsables de los procesos. Estos deben contener el mayor grado de detalle y especificidad sobre las tareas efectuadas y sus controles correspondientes, al mismo tiempo de encontrarse formalizados en la organización.

Asimismo, se deberá constatar la existencia de una estructura organizativa que pueda atender al logro de los objetivos. También verificar que el diseño de las misiones y funciones en cada una de las áreas tengan correspondencia con las actividades que realizan, personal interviniente y la correcta habilitación de perfiles de acceso a sistemas aplicativos, de acuerdo con la asignación de responsabilidades. Finalmente, se deberá realizar un seguimiento de las capacitaciones brindadas al personal de la organización sobre titulaciones, asegurando que todos los actores involucrados revistan idoneidad para llevar a cabo sus actividades.

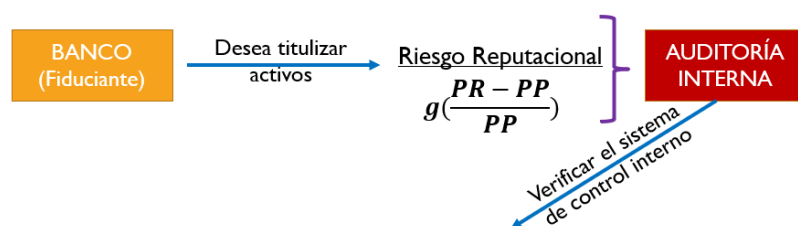
### **Síntesis del enfoque de auditoría**

En síntesis, la gestión del riesgo reputacional en procesos de titulización no puede abordarse como el control directo de una variable autónoma, sino como la supervisión de

los factores que determinan su eventual materialización. En este sentido, el riesgo reputacional emerge como resultado del desalineamiento entre las condiciones proyectadas y los resultados efectivamente observados, reflejando la materialización de riesgos primarios cuya percepción por parte del mercado afecta la credibilidad del fiduciante.

Bajo este enfoque, la función de auditoría interna adquiere un rol central, en la medida en que su intervención se orienta a evaluar la efectividad del sistema de control aplicado a los procesos críticos de originación, selección, estructuración e información, que inciden directamente en la consistencia entre los pagos proyectados y realizados. De este modo, su accionar no se dirige a la mitigación ex post de los efectos reputacionales, sino a la reducción ex ante de la probabilidad de que dichos desvíos se produzcan.

**Esquema 7. Verificación de controles en los procesos a cargo del fiduciante.**



**Procesos a cargo del fiduciante**

Análisis del estado de las hipotecas, previo a la transferencia	Selección de las hipotecas y transferencia al fideicomiso	Diseño del prospecto de emisión
<ul style="list-style-type: none"> <li>Cumplimiento de políticas internas y externas de financiaciones.</li> <li>Registro contable y sistematización.</li> <li>Valuación y deterioro de hipotecas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Criterios de selección de las hipotecas.</li> <li>Procedimientos de cesión de derechos y garantías.</li> <li>Impacto contable de la baja de activos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Razonabilidad de las estimaciones de cobros de hipotecas y pagos de valores fiduciarios.</li> <li>Consistencia con normativas externas.</li> </ul>
Información de otras auditorías específicas (créditos).	Formalización de la titulización.	Trabajo conjunto con el fiduciario.

Fuente: Elaboración propia

En consecuencia, la auditoría interna interviene sobre los determinantes estructurales del riesgo reputacional, alineando su función con la naturaleza derivada de este riesgo y contribuyendo a fortalecer la sostenibilidad del proceso de titulización desde una perspectiva de control y gobernanza.

## **Conclusiones**

El desarrollo del crédito hipotecario constituye un pilar fundamental para la canalización del ahorro de largo plazo y la ampliación del acceso a la vivienda, particularmente en economías donde las restricciones de financiamiento limitan su alcance. En el caso argentino, el fideicomiso, en su forma general, ha desempeñado un rol relevante como instrumento de estructuración para canalizar recursos hacia el sector de la construcción, especialmente a través de esquemas desarrollados por fuera del mercado de capitales. Sin embargo, esta dinámica no ha sido plenamente acompañada por una profundización equivalente de los instrumentos financieros orientados a la titulización.

En este contexto, los fideicomisos financieros se presentan como un mecanismo eficiente para transformar activos ilíquidos en instrumentos negociables, facilitando la expansión del crédito y su integración con el mercado de capitales.

Sin embargo, este proceso no implica la eliminación de los riesgos, sino su reconfiguración. En particular, el fiduciante, aun cuando transfiere jurídicamente los activos, mantiene exposiciones residuales cuya relevancia trasciende lo estrictamente financiero. Entre ellas, el riesgo reputacional se destaca por su carácter derivado, en tanto no surge de manera autónoma, sino como consecuencia de la materialización, percepción o gestión deficiente de riesgos subyacentes asociados a la calidad de los activos, la estructuración de la operación y la información provista al mercado.

Este rasgo distintivo plantea un desafío específico desde el punto de vista de su gestión, ya que el riesgo reputacional no puede ser abordado mediante controles directos, sino a través del fortalecimiento de los mecanismos que regulan los procesos que lo determinan. En este sentido, la consistencia entre los pagos proyectados y los efectivamente realizados se constituye como una dimensión crítica, en la medida en que refleja la capacidad del sistema para sostener las expectativas generadas frente a los inversores.

En este marco, la auditoría interna del fiduciante adquiere un rol central como función orientada a evaluar la efectividad del sistema de control interno aplicado al proceso de titulización. Su intervención, lejos de limitarse a la verificación ex post, se orienta a la identificación y evaluación de los procesos críticos que inciden en la generación de desvíos entre lo proyectado y lo observado, actuando así sobre los determinantes estructurales del riesgo reputacional.

En consecuencia, el fortalecimiento de los controles internos en las entidades fiduciantes, a través de una actuación activa y sistemática de la auditoría interna, no solo contribuye a mitigar los riesgos subyacentes, sino que constituye un elemento clave para preservar

la credibilidad del proceso de titulización y asegurar la sostenibilidad del financiamiento hipotecario en el largo plazo.

Una línea de investigación futura relevante consiste en profundizar la relación entre el riesgo reputacional y la presencia de Costos Ocultos en los procesos de titulización. En la medida en que estos costos reflejan desvíos no explícitos en el diseño, estructuración o ejecución de las operaciones, pueden constituirse en una manifestación concreta de los riesgos subyacentes analizados en este trabajo. Su eventual materialización, aun cuando no derive en incumplimientos contractuales, podría afectar la percepción del mercado sobre la calidad de las emisiones y, en consecuencia, amplificar el riesgo reputacional del fiduciante. Explorar esta relación permitiría avanzar en la identificación de indicadores más precisos para el monitoreo preventivo de este riesgo.

## **Bibliografía**

- (s.f.). Obtenido de Asociación Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa (AAFyFID): [www.aafyfid.com.ar](http://www.aafyfid.com.ar)
- Banco Central de la República Argentina.* (s.f.). Obtenido de (BCRA): <https://www.bcra.gob.ar/>
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID). (2017). Financiamiento del mercado de vivienda en América Latina y el Caribe. *BID*.
- Basel Committee on Banking Supervision. (2019). *SRP30: Risk management*. Bank for International Settlements.
- Bebczuk, R. N. (2000). *Información Asimétrica en Mercados Financieros*. Madrid: Cambridge University Press.
- Cassagne, J. C. (2008). La discrecionalidad administrativa. *Revista Jurídica La Ley*, 1056-1071.
- CEPAL. (2005). El crédito hipotecario y el acceso a la vivienda para los hogares de menores ingresos en América Latina. *Comisión Económica para América Latina y el Caribe*.
- Charo Naimo, N. I. (2025). Un salto de calidad en la auditoría de los Fideicomisos donde participa el Estado. *Documentos de Trabajo Universidad del CEMA*, n°893.
- Comisión Nacional de Valores.* (s.f.). Obtenido de CNV : <http://www.cnv.gov.ar/sitioweb/>
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.* (s.f.). Obtenido de BIS: <https://www.bis.org/>
- Danielsson, J., James, K., Valenzuela, M., & Zer, I. (2014). *Model Risk of Risk Models*. Washington, D.C.: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Fabozzi, F. J., & Kothari, V. (2008). *Introduction to Securitization*. Wiley.
- Ghosh, A. (2012). *Managing Risks in Commercial and Retail Banking*. Wiley.
- Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires. (2024). *Accesibilidad a la vivienda a través del crédito hipotecario. Ciudad de Buenos Aires. 4° trimestre 2023*. Ciudad Autónoma de Buenos Aires.
- Gorton, G. B., & Metrick, A. (2012). Securitized Banking and the Run on Repo. *Journal of Financial Economics*.
- INFOLEG.* (s.f.). Obtenido de Ministerio de Justicia y Derechos Humanos: <http://www.infoleg.gob.ar/>

- Instituto de Auditores Internos de Argentina . (s.f.). Obtenido de IAIA:  
<https://iaia.org.ar/>
- Jorion, P. (2007). *Value at Risk: the new benchmark for managing financial risk*. McGraw-Hill.
- Pertierra Cánepa, F. (2016). Fideicomiso: vehículo óptimo para que las pymes y los inversores participen en el moderno mercado de capitales. *Documentos de Trabajo UCEMA*.
- Pertierra Cánepa, F. M. (2010). Fideicomiso: Costos de Agencia y Costos Ocultos. *Documentos de Trabajo Universidad del CEMA, n°428*.
- Pertierra Cánepa, F. M. (2012). El Fiduciario es la clave del fideicomiso. *Documentos de Trabajo Universidad del CEMA, n°502*.
- Pertierra Cánepa, F. M. (2014). *Fideicomiso y Negocios. El valor estratégico del fideicomiso para los negocios productivos*. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Alfaomega.
- Pertierra Cánepa, F. M. (2016). Fideicomiso: vehículo óptimo para que las PyMEs y los inversores participen en el moderno mercado de capitales. *Documentos de Trabajo Universidad del CEMA, n°584*.
- Pertierra Cánepa, F. M. (2018). Análisis de Costos de Agencia y Costos Ocultos en Fideicomisos. *Documentos de Trabajo UCEMA n°681*.
- Pertierra Cánepa, F. M., & Charo Naimo, N. I. (2025). Fideicomiso y riesgos: su adecuada gestión es un activo diferencial del management. *Documentos de Trabajo Universidad del CEMA, n°897*.
- Pertierra Cánepa, F., & Charo Naimo, N. (2024). La Argentina Federal y Productiva. El Fideicomiso como Instrumento para el Crecimiento y el Desarrollo de la Nación. *Documentos de Trabajo Universidad del CEMA, n°863*.
- Sindicatura General de la Nación*. (s.f.). Obtenido de SIGEN:  
<https://www.argentina.gob.ar/sigen>
- Walter, I. (2006). Reputational Risk and Conflicts of Interest in Banking and Finance: The Evidence So Far. *NYU*, 36.