

NOVA ET VETERA

---



**Virginia Torrie\***

Universidad de Kent, Reino Unido

virginiatorrie@osgoode.yorku.ca

**Superando la crisis financiera global: una visión  
general de la experiencia canadiense\*\***

*Overcoming the Global Financial Crisis: An overview to  
the Canadian Experience*

*Abatendo a crise financeira global: Uma visão geral da  
experiência Canadense*

**Artículo de investigación:** recibido 01/06/2012 y aprobado 23/10/2012

---

\* La autora agradece profundamente al profesor Benjamin Geva por sus valiosos comentarios y sugerencias. Los comentarios a este artículo son bienvenidos y pueden enviarse al correo que se indica.

\*\* La investigación cuenta con datos hasta julio de 2009. El artículo fue publicado por primera vez en (2010) 16:1 Law and Business Review of the Americas 25-51.



## Resumen

Los signos iniciales de un hundimiento del mercado estadounidense de hipotecas de alto riesgo han demostrado ser más que la punta del iceberg de dudosas prácticas y productos financieros que conducen a la actual crisis económica. En estos momentos de gran investigación y reforma financiera, vale la pena examinar el impacto de la crisis financiera en la economía canadiense, ya que esta ha sido marcadamente diferente a la experiencia americana. Es de destacar el hecho de que los sistemas financieros canadienses parecen haber estado muy aislados de gran parte de la tormenta financiera. Este artículo argumenta que la resistencia de Canadá es atribuible en gran parte a un entorno regulatorio más conservador, que redujo gran parte de la conducta problemática que ha llevado al mundo al borde de la crisis financiera. Sin ser un estudio exhaustivo, este trabajo ofrece una visión general de los impactos de la crisis económica en Canadá y pone de relieve los factores claves que han contribuido a la experiencia canadiense.

**Palabras clave:** Crisis financiera, Canada, Economía, Regulación de mercados.

## Abstract

The first signs of a collapse in the U.S. mortgages market have proven to be more than the tip of the iceberg of unclear practices and financial products that led to the current economic crisis. In present-day time, when survey efforts and financial reforms are taking place, it sounds reasonable to explore the impact of the financial crisis on the Canadian economy, as it has been decidedly different from the American experience. It seems that Canadian financial systems have been largely distant from much of the financial storm. This document maintains that Canadian economic resistance is mainly attributable to a more conservative controlling environment, which minimized much of the questionable performance that drove out the world to the edge of financial crisis. Though it is not an exhaustive revision, this paper outlines the impacts of the economic crisis in Canada and highlights the basic factors that contributed to the Canadian experience.

**Keywords:** Financial crisis, Canada, Economy, Market regulation.

## Resumo

Os sinais iniciais de um colapso do mercado americano das hipotecas de risco alto demonstraram que elas são muito mais do que a ponta do iceberg de práticas duvidosas e de produtos financeiros que induziram a crise econômica atual. Neste tempo, caracterizado pela ênfase na pesquisa e na reforma financeira, é importante analisar o impacto da crise financeira na economia canadense, sendo que ela foi visivelmente diferente da experiência americana. É importante salientar que os sistemas financeiros canadenses parecem ter-se isolado da tempestade econômica. Este artigo mostra que a resistência do Canadá atribui-se, maiormente, a regulamentos mais conservadores, que reduziram muitos dos problemas

que levaram ao mundo à beira da crise financeira. O presente trabalho não é mesmo um estudo exaustivo, mas oferece uma visão geral dos impactos da crise econômica em Canadá e ratifica os fatores principais que contribuíram à experiência canadense.

**Palavras chaves:** Crise financeira, Canadá, economia, regulamento dos mercados.

## I. Introducción

Los rumores sobre un inestable mercado de hipotecas de alto riesgo estadounidense a principios de 2007 han desencadenado en una crisis económica de proporciones mundiales, caracterizada por el fracaso financiero de numerosos bancos y corporaciones, así como las prodigiosas medidas de rescate financiero del Gobierno para aquellas entidades consideradas demasiado grandes para caer. Incluso ahora, unos dos años más tarde, muchos países siguen en la agonía de esta “crisis financiera global”, que continúa impactando negativamente las economías nacionales, afectando así casi todos los aspectos de la sociedad. Si bien la crisis financiera no ha dejado ningún país completamente ileso, los dos últimos años han demostrado los efectos dispares de la crisis financiera en muchos países alrededor del mundo, generando curiosidad en cuanto a las razones de sus diferentes impactos y si las características particulares de las economías ‘menos afectadas’ podrían servir como ejemplos útiles para la comunidad económica mundial en medio de una gran investigación y reforma financiera<sup>1</sup>.

Canadá es un ejemplo de un país que ha sido menos afectado por la reciente crisis financiera que otras economías similares. Siendo uno de los países industrializados de occidente, Canadá tiene mucho en común con los demás miembros del G8 y de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OECD), incluyendo, y más específicamente, su vecino del sur, los Estados Unidos de América. Sin embargo, el impacto de la crisis financiera sobre la economía canadiense ha sido muy diferente al experimentado por los Estados Unidos. El alcance y la gravedad de la crisis financiera mundial ha afectado y sigue afectando a la relativamente pequeña economía canadiense, no obstante, lo que resulta interesante es que los sistemas financieros canadienses parecen haber estado notablemente más aislados de la crisis que la mayoría. Como se explicará con más detalle en las secciones siguientes, este trabajo sostiene que esta resistencia se puede atribuir en gran parte a un entorno regulatorio canadiense más conservador, lo que redujo en buena medida el comportamiento problemático que originó la actual crisis financiera mundial.

Los factores que contribuyeron a la actual crisis financiera mundial son diversos y complejos, como lo son las razones para los diferentes impactos que esta

---

<sup>1</sup> Ver, por. ej., Carswell (2009), Jordan (2009), Avery (2009), Perkins & Erman (2009), Heinrich (2008), Richburg (2008) Kay (2008).

234 produce en las economías nacionales. Si bien sería simplificar demasiado reducir esto último a un solo factor decisivo, esto se acerca mucho a la verdad en el caso de Canadá. Este artículo argumenta que en Canadá, una regulación gubernamental prudente ha desempeñado un papel fundamental en la atenuación del alcance y la severidad de los efectos de esta tormenta financiera en los sistemas financieros y la economía canadienses. Además, en el ámbito del control regulatorio, donde el impacto económico de la crisis financiera en Canadá ha sido drástico, puede estar en su mayor parte relacionado a una falla en la reglamentación. A pesar de su escudo regulatorio, la economía canadiense ha sufrido en muchas áreas que están fuertemente interconectadas con las de otros países, a través del comercio y las finanzas mundiales: el debilitamiento de la demanda estadounidense hacia las exportaciones canadienses, que están densamente concentradas en madera, petróleo, minería, gas natural y el sector vehículos, ha resonado a través de la economía canadiense, afectando particularmente las oportunidades de empleo; la reducción de personal y quiebra de empresas estadounidenses con oficinas y filiales en Canadá también han hecho mella en el mercado laboral canadiense, y la inestabilidad en los mercados crediticios mundiales ha limitado la disponibilidad de financiación empresarial de compañías canadienses, añadiendo nuevos retos para sobrevivir a la tormenta financiera. En el momento en que la crisis de hipotecas de alto riesgo en los Estados Unidos acaparaba los titulares en todo el mundo, en Canadá había un mercado de hipotecas de alto riesgo incipiente. Cuando las ejecuciones hipotecarias empezaron a tener un efecto de 'bola de nieve' en los Estados Unidos, las tasas de ejecuciones hipotecarias en Canadá no experimentaron los mismos picos. Por el contrario, las tasas se mantuvieron cerca de los mínimos históricos. Más tarde, en el otoño de 2008, cuando varios grandes bancos estadounidenses colapsaron o estuvieron al borde de la quiebra, la mayor parte de los más grandes bancos de Canadá obtuvieron ganancias y ni un solo banco canadiense recibió una medida de rescate gubernamental. A pesar de lo curioso que todo esto resulta, existen muy pocas investigaciones académicas sobre la crisis financiera global que ocupe directamente de su impacto en Canadá, aunque, como la crisis aún está en curso, esto no es sorprendente<sup>2</sup>. Sin embargo, incluso en esta etapa inicial, hay

---

<sup>2</sup> Al escribir estas líneas, la autora no ha podido encontrar ningún trabajo publicado que se ocupe ampliamente de esta cuestión, aunque varios artículos recientes que examinan las cuestiones relacionadas con este tema han sido identificados. Ver, por ej. Myers & Abiscott (2009), Carhart & Hoffman (2009), Ratnovski & Huang (2009), Nicholls (2008), Blair & Wesley (2008), Hall (2008),



una gran cantidad de información que se puede ofrecer a través de un cuidadoso análisis de la experiencia canadiense. En consecuencia, aunque no es un estudio exhaustivo de la completa ‘experiencia canadiense’, este artículo ofrecerá una visión general del impacto de la crisis financiera mundial en Canadá y describirá los principales factores que han contribuido a la capacidad de recuperación de la economía canadiense en medio de la crisis financiera mundial.

El resto de este artículo se organiza de la siguiente manera: la sección II establece el escenario para la discusión, dando una visión general de la economía canadiense, centrándose en los mercados de capital y las estructuras y la regulación de los sistemas financieros, con comparaciones y contrastes relevantes a sus homólogos estadounidenses cuando es del caso. Esta sección se centra en las características claves de la economía canadiense y las estructuras regulatorias que contribuyeron a la singular influencia de la crisis financiera en ese país. La sección III describe el impacto de la crisis financiera mundial en Canadá y en ella se destacan algunas de las respuestas de los gobiernos a la misma. La sección IV ofrece una breve conclusión.

## **II. Comparación básica entre la regulación financiera americana y canadiense**

### **a. Contrastes básicos: los Estados Unidos y Canadá<sup>3</sup>**

Estados Unidos es el cuarto país del mundo en tamaño físico, con un estimado de 305.15 millones de habitantes y una densidad de población aproximada de ochenta y tres personas por milla cuadrada (Encyclopedia Britannica Online, 2008). Por el contrario, Canadá es el segundo país más grande por masa de tierra, con una población estimada de apenas 33.21 millones de habitantes y una densidad de población relativamente espaciosa de 8,6 habitantes por milla cuadrada, lo que hace de Canadá uno de los países menos poblados del

---

Sarra (2008), Forte (2008), Boyer & Girard (2008), Boyer & Girard (Les titres adossés à des créances hypothécaires: caractéristiques et propriétés, 2008).

<sup>3</sup> Actualmente, Estados Unidos y Canadá presentan muchos puntos interesantes para comparación y contraste; ambos son países relativamente jóvenes para los estándares globales, con un legado común británico y comparten muchas prácticas y costumbres similares. Tomando una visión más amplia de la historia de la colonización europea de América del Norte, Estados Unidos y Canadá son tal vez mejor entendidos no solo como dos países distintos, sino también como producto de una bifurcación ideológica y física de los colonos hacia América del Norte, que comienza unos 200 años atrás. En otras palabras, para comparar y contrastar estos dos países a menudo es útil tener en cuenta que los puntos de similitud y diferencia que se ven en nuestros gobiernos, sistemas jurídicos y economías a menudo provienen de los puntos de vista coincidentes o divergentes de dos grupos de personas, en lugar que de estas instituciones de la sociedad en sí.

mundo (Encyclopedia Britannica Online, 2008). Aunque a primera vista estos hechos parecen muy alejados de la discusión de la regulación de los sistemas financieros y la crisis económica,<sup>4</sup> en realidad son fundamentales para entender las características y el desarrollo únicos de la economía canadiense. A través de una comprensión básica de Canadá y de su economía, las diferencias en las experiencias estadounidenses y canadienses sobre la crisis financiera comienzan a hacerse más claras, a la luz de un conocimiento subyacente de factores sociopolíticos que se extienden más allá de Wall Street y Bay Street (Encyclopedia Britannica Online, 2008: 28-31).

La economía canadiense se basa principalmente en la industria de servicios, la cual emplea aproximadamente al setenta y cinco por ciento de los canadienses; sin embargo, Canadá es único entre las naciones industrializadas occidentales por estar enfocado de manera desproporcionada en el sector primario, especialmente la explotación forestal, el petróleo, el gas natural y las actividades mineras (Encyclopedia Britannica Online, 2008: 28-31). Canadá es el mayor exportador mundial de pulpa y papel, un líder mundial en la producción de madera blanda, uranio, zinc, níquel y titanio, un importante productor de mineral de hierro, carbón, petróleo, oro, cobre, plata y plomo, y es el hogar de importantes operaciones de extracción de diamantes (Encyclopedia Britannica Online, 2008: 28, 30). Este país también tiene las segundas mayores reservas de petróleo en el mundo, así como inmensas reservas de gas natural (Encyclopedia Britannica Online, 2008: 31). El sector manufacturero canadiense es también considerable, comprendiendo un veinte por ciento del producto interno bruto y empleando catorce por ciento de la fuerza laboral del país (Encyclopedia Britannica Online, 2008: 32). Dentro del sector manufacturero, la industria del automóvil ha sido un área clave, especialmente en el sur de las provincias de Ontario y Quebec (Encyclopedia Britannica Online, 2008).

El comercio internacional, en particular las exportaciones, juega un papel importante en la economía canadiense, un hecho que se destaca además por la sensibilidad de muchas industrias del sector primario a las fluctuaciones de los precios mundiales (Encyclopedia Britannica Online, 2008: 30). Estados Unidos es el mayor socio comercial de Canadá y representa aproximadamente el setenta y cinco por ciento de todo el comercio de Canadá, con las exportaciones superando considerablemente las importaciones (Encyclopedia

<sup>4</sup> En este artículo los términos 'crisis económica', 'crisis financiera' se usan indistintamente para referirse en términos generales a las dificultades que enfrentan las economías nacionales y los sistemas financieros alrededor del mundo en la actualidad.

Britannica Online, 2008: 34). Debido a su fuerte dependencia de los Estados Unidos como el comprador principal de sus exportaciones, la economía de Canadá tiene la propensión a subir y bajar con la demanda estadounidense y las políticas comerciales internacionales. El ex primer ministro de Canadá, Pierre Elliot Trudeau, acertadamente describió este fenómeno como sigue: “Vivir al lado de [los Estados Unidos] es en algunos aspectos como dormir con un elefante. No importa qué tan amigable y de buen temperamento es la bestia, si puedo llamarlo así, uno se ve afectado por cada movimiento y gruñido”<sup>5</sup>.

Desde la segunda mitad de 2007, la maltrecha economía de los Estados Unidos ha dado lugar a un debilitamiento de la demanda de exportaciones de productos primarios de Canadá. Con la construcción de nuevas viviendas y comercios desacelerando al punto de llegar a un alto, la demanda de madera canadiense también ha caído. El alejamiento de los consumidores estadounidenses del mercado de los grandes camiones y camionetas que consumen gran cantidad de combustible también ha disminuido la demanda de gasolina, aceite, autopartes y vehículos nuevos provenientes de Canadá. Además, los fracasos financieros de General Motors y Chrysler, ambos con una red importante de plantas de fabricación y ensamblaje en Canadá, y una considerable proveeduría de subcomponentes para la industria automotriz doméstica, se han hecho sentir en la economía canadiense. Los últimos años han servido para ilustrar a los canadienses la estrecha interrelación entre las economías de los Estados Unidos y Canadá, y los riesgos inherentes de depender en gran medida de un socio comercial que les compra las exportaciones.

#### **b. Diferencias importantes en la regulación financiera**

Los diferentes marcos regulatorios empleados en los dos países pueden explicar gran parte de la aparente disparidad en el impacto de la crisis financiera en los Estados Unidos y Canadá. En términos más básicos, la regulación americana permitía, o tal vez incluso alentaba, un mayor riesgo financiero en comparación con la regulación canadiense. La toma de riesgos es un componente esencial en un sistema financiero capitalista, y la dicotomía de los enfoques de Estados Unidos y Canadá se puede entender como dos puntos en un espectro de tolerancia al riesgo.

---

<sup>5</sup> Pierre Elliot Trudeau, ex Primer Ministro de Canada, Discurso al Club de Prensa en Washington, D.C. (Mar. 25, 1969).

Algunas de las características claves de la reglamentación que influyeron en la proliferación de hipotecas de alto riesgo, los valores respaldados por activos, y las carteras de inversión altamente apalancadas en los Estados Unidos, incluyen las siguientes. Nótese el contraste entre las posiciones de Estados Unidos y Canadá en muchos de estos puntos.

**Impuesto a la renta e hipotecas.** La ley tributaria estadounidense permite a los propietarios de viviendas deducir la parte de intereses de los pagos de la hipoteca de su declaración federal de impuestos <sup>6</sup>. Esta característica, entre otras cosas, podría decirse que constituye un incentivo para que los consumidores suscriban hipotecas más grandes sobre sus casas por períodos de tiempo más largos, pagando así más intereses (tal vez a tasas más altas) durante la vida de la hipoteca, que de otra manera no hubieran tenido que pagar. En Canadá, no hay deducción de impuestos similar para las hipotecas de consumo. Como resultado de ello, no hay ningún incentivo artificial para suscribir una hipoteca, lo que posiblemente podría influir en las decisiones de los consumidores a la hora de comprar una casa.

**Los préstamos hipotecarios de alto riesgo.** Antes del estallido de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en 2007, la ley estadounidense fijó unos pocos límites sustanciales a los préstamos hipotecarios de alto riesgo, un hecho que se debe en gran parte a reguladores descentralizados, junto con la desregulación del sector financiero estadounidense en las últimas décadas<sup>7</sup>. El desarrollo de corredores de hipotecas agresivos en este mercado sirve para ilustrar al mundo lo inadecuados que eran los controles y contrapesos reglamentarios en esta industria. Si bien los términos y condiciones específicos de las hipotecas de alto riesgo estadounidenses variaban ampliamente, las características más notables eran que podían concederse hasta el 100 por ciento y a veces más del valor del precio de compra de la propiedad (Frame, Lehnert, & Prescott, 2008), que los requisitos financieros de los deudores eran por lo general bastante bajos, como se evidencia en la proliferación de los llamadas hipotecas ‘ninja’ (acrónimo en inglés para “sin ingresos, sin trabajo, sin capital”), un término usado para describir las hipotecas vendidas a los

<sup>6</sup> I.R.C. §§ 163(h)(2)(D), 163(h)(3), 163(h)(4) (2008).

<sup>7</sup> Ver Malloy (2008); Kiff & Mills (2007) (Una serie de hechos legales facilitaron el desarrollo y crecimiento de los préstamos hipotecarios de alto riesgo, incluyendo: la anulación de los topes de tasas de interés estatales por regulación federal en 1980; la permisibilidad legal de ofrecer hipotecas de tasa variable a partir de 1982; la aprobación de la Ley de Reforma Fiscal de 1986, resultando en que el interés hipotecario se convirtiera en el único interés de los consumidores de préstamos deducible de impuestos; y, el desarrollo de suscripción y de titularización automatizados en el mercado hipotecario).

deudores que parecían financieramente mal equipados para darle un buen manejo a una hipoteca (Pearlstein, 2007) (Arner, 2009), y que los aparentes vacíos en la supervisión reguladora se utilizaban a menudo en beneficio de los corredores de hipotecas y acreedores quienes, después de la suscripción de hipotecas de alto riesgo, reempacaban estos créditos de consumo de los clientes y los convertían en títulos valores respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés), que eran vendidos a los inversores ansiosos en Wall Street y en todo el mundo<sup>8</sup>.

La ley canadiense, por el contrario, generalmente requiere una cuota inicial mínima del veinte por ciento del precio de compra con el fin de calificar para una hipoteca de consumo sobre los bienes inmuebles<sup>9</sup>. Una hipoteca obtenida con una cuota inicial de menos del veinte por ciento es considerada una 'hipoteca de alto riesgo' en términos canadienses. En circunstancias excepcionales, cuando se estime que el deudor sea financieramente bien calificado, un pago inicial de menos del veinte por ciento y de tan solo el cinco por ciento del precio de compra se puede utilizar para obtener financiamiento hipotecario<sup>10</sup>. En tales casos, el valor total de la hipoteca debe ser asegurado a través de la Corporación Canadiense de Hipotecas y Vivienda (CMHC por sus siglas en inglés) (Corp. Can. Mortgage & Hous., 2009). CMHC es una corporación de la Corona, lo que significa que es el gobierno de Canadá quien asume el riesgo de incumplimiento del deudor en su hipoteca, y la institución de crédito tiene garantizado el pago. Como resultado de un marco regulatorio bastante conservador y un mercado hipotecario mucho más pequeño, los préstamos hipotecarios de alto riesgo en Canadá no se han desarrollado tan rápidamente como lo han hecho en los Estados Unidos y estaban todavía en su infancia cuando surgió la crisis de las hipotecas de alto riesgo. Las hipotecas de alto riesgo representaban solo el cinco por ciento de las hipotecas vigentes en Canadá a junio de 2007, mientras que en Estados Unidos llegaron a casi tres veces ese número (Nicholls, 2008). En parte como resultado de la imposición de mayores requisitos financieros a los deudores potenciales, lo cual es un indicador de la capacidad financiera del deudor para pagar una hipoteca, la morosidad hipotecaria en Canadá se ha mantenido muy baja en los años posteriores al estallido de la crisis de las hipotecas de alto riesgo, situándose en torno al 0,42 por ciento (Canadian Bankers Assoc., 2009)<sup>11</sup>.

<sup>8</sup> Ver, por ej., Unterman (2008), Engel & McCoy (2007).

<sup>9</sup> Bank Act, 1991 S.C., ch. 46 § 418 (Can.).

<sup>10</sup> *Idem* § 418(2); National Housing Act, R.S.C., ch. N-11 § 17.1 (1985); (Can. Mortgage & Hous. Corp., 2009)

<sup>11</sup> Estas son las cifras de los 7 bancos más grandes para el mes de Julio de 2009.

Más allá de imponer requisitos más rigurosos de crédito, la creación de hipotecas MBS en Canadá es en gran parte realizada de acuerdo con las directrices cuidadosamente elaboradas y establecidas por la CMHC, y los títulos valores resultantes están totalmente garantizados por el gobierno de Canadá (Can. Mortgages & Hous. Corp, 2006) (Can. Mortgage & Hous. Corp., What is the MBS?, 2009). La CMHC no se hace responsable de la creación de MBS en sí, sino que la titularización se logra a través de los emisores privados (Can. Mortgage & Hous. Corp, 2006). Los requisitos de elegibilidad de emisores de la CMHC establecieron las normas y prácticas que deben ser cumplidos por los emisores elegibles con el fin de que hagan uso del programa de CMHC (Can. Mortgage & Hous. Corp, 2006). Las MBS elegibles se asignan a la CMHC en depósito de los inversores MBS (Mortgage-Backed Securities, títulos valores respaldados por hipotecas) (Can. Mortgage & Hous. Corp, 2006).

Además de los requisitos legales que rodean a los préstamos hipotecarios de alto riesgo en Canadá, cabe destacar las actitudes más conservadoras hacia los préstamos hipotecarios en este país. Los acreedores canadienses se han adherido estrechamente a los criterios de los deudores tradicionales cuando se trata de préstamos hipotecarios. Los ingresos del deudor y los activos financieros (así como los ingresos y los activos financieros de un codeudor o garante si es del caso) son normalmente las piezas fundamentales de información en la decisión de aprobar o denegar una solicitud de hipoteca. Debido al hecho de que los acreedores canadienses han tendido a errar por extrema precaución, el gobierno canadiense utiliza el seguro de hipoteca como un incentivo para los acreedores a conceder hipotecas en situaciones en las que normalmente no lo hacen. Por lo tanto, como el gobierno canadiense asume los riesgos de incumplimiento a través del seguro de hipoteca, el acreedor más bien conservador se siente cómodo al otorgar la hipoteca. La actitud más cautelosa de Canadá se ejemplifica por el hecho de que, si bien no es un requisito legal, es una práctica común para las instituciones de crédito canadienses requerir un seguro hipotecario para el pago inicial que se sitúan en o ligeramente por encima del mínimo del veinte por ciento (Can. Mortgage & Hous. Corp., 2009). El resultado de este manejo de los préstamos personales hipotecarios es que por lo general será más difícil para un comprador canadiense obtener financiamiento hipotecario, y tanta financiación, de lo que sería en una situación similar para compradores de vivienda de los Estados Unidos.

Como algo adicional, Canadá se ha beneficiado de mayores niveles reales de tasación de propiedades en general, que tendían a estimar, de

manera más conservadora, los valores de bienes raíces antes de determinar la cantidad a prestar a un posible deudor (Can. Mortgage & Hous. Corp., 2009)<sup>12</sup>. Los estándares más altos, combinados con el hecho de que había muy pocas hipotecas de alto riesgo en Canadá, lo que facilitó una intensa actividad de compra de vivienda en los Estados Unidos, ayudó a asegurar que los precios de la vivienda canadienses no estaban inflados artificialmente, como ha resultado ser el caso en los Estados Unidos (Durocher, 2008) (Department of Finance Canada, 2008). Como consecuencia, cuando las hipotecas de alto riesgo de dudoso cobro o ‘malas’ fueron conocidas en los Estados Unidos en el verano de 2007, no hubo disminución sustancial de los precios inmobiliarios en Canadá. Por el contrario, mientras que algunas áreas experimentaron un

<sup>12</sup> Desde la redacción de este artículo, los medios de comunicación noticias de Canadá han puesto de relieve las preocupaciones sobre la posibilidad de una burbuja inmobiliaria canadiense, similar a la experimentada en los EE.UU. hace poco. Tasas de interés muy bajas (por ejemplo, 2,25% para una hipoteca de tasa variable de cinco años, ofrecido por el Banco de Montreal, 12 de noviembre de 2009) se cree que es un factor que contribuye al auge de la actividad de compra de vivienda en las ciudades canadienses, tales como Toronto y Vancouver. Las noticias suelen informar sobre las feroces guerras de ofertas sobre las casas recién ingresadas al mercado lista y la exención de condiciones de venta, tales como inspección de la casa. De hecho, las guerras de ofertas parecen ser cada vez más comunes en el mercado de Toronto, a menudo conduciendo el precio de venta cientos de miles de dólares por encima del precio de venta. Así las cosas, se ha expresado preocupación con respecto a la capacidad de los nuevos compradores de pagar sus hipotecas, ya que el desempleo nacional continúa creciendo y las tasas de interés aumentan eventualmente. Ver por ej., Tony Wong (Mortgage lender warns of housing bubble, Toronto Star, Noviembre 12, 2009); Tara Perkins, Kevin Carmichael and David Ebner (Raising the roof: why easy credit and soaring house prices are rousing new fears, The Globe and Mail, Octubre 31, 2009).

En el otoño de 2009 también ha habido preocupaciones expresadas de que las normas laxas empleados por la CMHC están contribuyendo a una burbuja inmobiliaria canadiense, sin embargo, hasta ahora las preocupaciones son mezcladas y no ha surgido un consenso sobre esta cuestión. Véase por ejemplo, Diane Francis (HMC practices on shaky ground, Edmonton Journal, Noviembre 3, 2009).

Hay otro factor interesante en juego en los mercados de la vivienda de Ontario y British Columbia. El nuevo impuesto de ventas armonizado (HST), que será introducido en ambas provincias a partir de julio de 2010, parece ser parcialmente responsable por la urgencia de los constructores de viviendas nuevas de terminar los proyectos. El HST efectivamente aumentará el impuesto sobre las ventas de viviendas nuevas (así como un gran número de otros productos y servicios) a un 13% en Ontario y 12% en la Columbia Británica. Las nuevas viviendas que se vendan por menos de 400.000 dólares supuestamente pagarán aproximadamente la mitad de la tasa de HST. Constructores, preocupados porque el aumento de impuestos (que también se aplicará a una serie de servicios profesionales relacionados con la compra de una vivienda nueva) se traducirá en una caída en las ventas de casas nuevas, están corriendo para completar y vender tantas casas nuevas como puedan, antes de la implementación del HST. Los compradores están supuestamente corriendo a comprar casas nuevas por la misma razón. Véase por ejemplo, Richard Morrison (Buy now! HST on the way, National Post, September 4, 2009); Wendy Stueck (Housing and the HST: just beat it, The Globe and Mail, October 21, 2009).

descenso en los precios, los precios inmobiliarios en la mayoría de las ciudades canadienses se mantuvieron o siguieron creciendo (Durocher, 2008).

En los Estados Unidos, la crisis de hipotecas de alto riesgo puede atribuirse a la convergencia de dos factores principales: un gran número de hipotecas de alto riesgo y una caída generalizada y severa de los precios inmobiliarios (Durocher, 2008). Debido a las diferencias regulatorias y de mercado que se explicaron anteriormente, el mercado canadiense de bienes raíces en general no se caracterizó por esos rasgos, lo que ayuda a explicar por qué Canadá no ha experimentado una crisis de hipotecas de alto riesgo.

**Recursos de los acreedores.** En los Estados Unidos, el recurso legal tras la ejecución hipotecaria de préstamos hipotecarios de propiedades residenciales varía de acuerdo con las leyes estatales en mayor medida de lo que generalmente ocurre entre las provincias canadienses<sup>13</sup>. Mientras que el mecanismo legal estadounidense para la ejecución hipotecaria es uniforme a nivel federal, las leyes estatales difieren en el recurso a disposición de los acreedores que ejecutan la hipoteca en situaciones de patrimonio neto negativo<sup>14</sup>. Aunque la mayoría de los estados permiten que el acreedor obtenga un fallo por garantía insuficiente, algunos estados se oponen por completo este recurso o establecen criterios específicos (y a menudo onerosos) que deben cumplirse a fin de obtener una sentencia<sup>15</sup>. Algunos estados limitan aún más la cantidad de fallos por garantía insuficiente de acuerdo con el valor de mercado que tiene la propiedad<sup>16</sup>. Por otra parte, en algunos casos, los deudores pueden tener la posibilidad de proteger otros activos de la acción legal del acreedor o la ley estatal puede proteger a los deudores de un embargo de sus salarios<sup>17</sup>.

En contraste con los Estados Unidos, el recurso legal disponible para los acreedores en Canadá es generalmente uniforme y aplicado con más facilidad, lo que a su vez afecta las consecuencias financieras para el acreedor en el caso

<sup>13</sup> Excepto Alberta.

<sup>14</sup> 12 U.S.C § 3751 (1994). Para ejemplos de legislación de los Estados que contemplan de manera diferente el proceso de ejecución hipotecaria federal ordinaria ver, Ghent & Kudlyak (2011): (citing ALASKA STAT. 34 Ch. 20 § 100 (2008); ARIZ. REV. STAT. 33 Ch. 6, Art. 2 (West 2007); CAL. CIV. CODE §§ 2920-2944 (West 1993); IOWA CODE § 654.6 (West 1995); MINN. STAT. ANN. §§ 580-582 (West 2000); MONT. CODE ANN. 71-1-232 (2009); N.C. GEN. STAT. § 45-21.36, 38 (West 2007)).

<sup>15</sup> Véase, por ej., ALASKA STAT. 34 Ch. 20 § 100 (2008); ARIZ. REV. STAT. 33 Ch. 6, Art. 2 (West 2007); CAL. CIV. CODE §§ 2920-2944 (West 1993); IOWA CODE § 654.6 (West 1995); MINN. STAT. ANN. §§ 580-582 (West 2000); MONT. CODE ANN. 71-1-232 (2009).

<sup>16</sup> Véase, por ej., Ghent & Kudlyak (2011); ARK. CODE ANN. § 18.50.112 (2009).

<sup>17</sup> Ghent & Kudlyak (2011), (citing FLA. STAT. § 40.702; N.C. GEN. STAT. §§ 45-21.36, 38).



de morosidad. Como regla general, la ley canadiense establece que el deudor está obligado legalmente a pagar el importe pendiente de la hipoteca existente, sin importar el valor de la garantía hipotecaria, y los recursos de los acreedores se extienden a los otros bienes e ingresos del deudor<sup>18</sup>. Como resultado, incluso en medio de la crisis financiera actual, no solo la morosidad es una rareza en el contexto canadiense, es aún más extraño que los deudores se deshagan de sus casas (Department of Finance Canada, 2008)<sup>19</sup>.

**Ley de Reinversión en la Comunidad (CRA por sus siglas en inglés).**<sup>20</sup> No ha habido ninguna evidencia empírica definitiva de que la CRA haya contribuido a la reciente proliferación de los préstamos de alto riesgo en Estados Unidos, aunque esta cuestión ha sido un punto de controversia en los últimos años como resultado de un entorno esforzado en la investigación financiera y la reforma del sistema.<sup>21</sup> Al definir los impactos de la crisis financiera en Canadá, escasamente vale la pena anotar que no existe una ley canadiense comparable a la ley CRA de Estados Unidos.

**Activos y balances bancarios.** Antes del estallido de la crisis de las hipotecas de alto riesgo, los bancos estadounidenses acostumbraban mantener sus más riesgosos activos (y pasivos) en partidas fuera del balance, una práctica que tuvo el efecto de reducir el nivel de riesgo evidente para los reguladores y el público, (aunque, como la crisis económica ha puesto de manifiesto, los bancos no estaban aislados por completo de los riesgos asociados a estas partidas)<sup>22</sup>. Por el

<sup>18</sup> Para ley de Ontario aplicable véase Courts of Justice Act, R.R.O. 1990, Reg. 194, s. 64; véase a manera general, Mortgages Act, R.S.O. 1990, c. M.40; Kiff (Canadian Residential Mortgage Markets: Boring But Effective?, 2009).

<sup>19</sup> As of Q1 2008 sólo el 0,3 por ciento de las hipotecas canadienses tenían 90 días de atraso, en comparación con el 4,5 por ciento de las hipotecas estadounidenses en el mismo período.

<sup>20</sup> 12 U.S.C. § 2901 (2009). La CRA es una ley federal estadounidense que tiene por objeto alentar a los bancos comerciales, así como a las entidades de ahorro, a ayudar a satisfacer las necesidades de crédito de las comunidades en las que operan. Esta ley se dirige particularmente a los barrios de bajos y moderados ingresos. Véase FED. RESERVE BOARD, COMTY. REINVESTMENT ACT, (2009), <http://www.federalreserve.gov/dcca/cra>

<sup>21</sup> Véase por ej., R. Christopher Whalen, The Subprime Crisis—Cause, Effect and Consequences, 17-SPG J. AFFORDABLE HOUS. & CMTY. DEV. L. 219 (2008), 219-234 en 221-222; FED. RESERVE BANK OF DALLAS, THE CRA AND SUBPRIME LENDING: DISCERNING THE DIFFERENCE (2009), <http://www.dallasfed.org/ca/bcp/2009/bcp0901.cfm>; NEIL BHUTTA AND GLENN B. CANNER, DID THE CRA CAUSE THE MORTGAGE MARKET MELTDOWN?, COMMUNITY DIVIDEND (2009), [www.minneapolisfed.org/research/pub\\_display.cfm?id=4136](http://www.minneapolisfed.org/research/pub_display.cfm?id=4136).

<sup>22</sup> Véase a manera general, Kathleen C. Engel & Patricia A. McCoy (2007), *Turning a Blind Eye: Wall Street Finance of Predatory Lending*, 75 FORDHAM L. REV. 2039.

contrario, los bancos canadienses no eran tan activos ni en el mercado de hipotecas de alto riesgo, ni en los programas de titularización que movían esos activos y pasivos en partidas fuera del balance o cuentas de orden (en este sentido, las prácticas de los bancos canadienses pueden atribuirse en gran medida a los diferentes requerimientos regulatorios de capitalización, como veremos más adelante). El movimiento de los activos de los bancos a formatos fuera de balance fue impulsado en parte por el uso de la titularización de hipotecas y el modelo ‘producir para distribuir’, empleado por muchos productores de hipotecas estadounidenses, factores que no eran tan frecuentes en el mercado hipotecario de Canadá donde los acreedores tienen una tendencia mucho mayor a aferrarse a las hipotecas que ellos originan (Canadian Bankers Assoc., 2009). Como resultado, solo alrededor del veintinueve por ciento de las hipotecas de alto riesgo de Canadá han sido titularizadas, en contraste con el porcentaje de más o menos sesenta por ciento en el caso de las hipotecas de vivienda en Estados Unidos (Kiff, 2009). Por otra parte, a través de la CMHC, el gobierno de Canadá garantiza aproximadamente el noventa por ciento de los MBS del país (Kiff, 2009). En consecuencia, ni los bancos canadienses, ni los inversionistas en MBS se enfrentan a riesgos tan fuertemente apalancados como los bancos estadounidenses y los inversionistas en MBS de ese país (Kiff, 2009).

**Regulación bancaria.**<sup>23</sup> La regulación bancaria en Canadá difiere en varios aspectos importantes de la de sus vecinos. Aunque el resumen que sigue es panorámico, se destacan una serie de diferencias fundamentales entre la regulación bancaria estadounidense y la canadiense<sup>24</sup>.

En primer lugar, vale la pena señalar que los bancos canadienses, aunque no son tan grandes como los bancos estadounidenses más importantes, tampoco son tan pequeños como para que no se haga una comparación cuidadosa. Es ilustrativo el caso del Royal Bank of Canada (RBC), recientemente clasificado

<sup>23</sup> El marco de la regulación bancaria en Canadá y los Estados Unidos es, obviamente, mucho más complejo de lo que aquí se describe brevemente. Para una descripción más completa de la regulación bancaria en Canadá, véase, por ej., Nicholls (2008), Crawford (2008). Para una visión general de la regulación bancaria estadounidense véase, por ej., (Malloy, Banking law and regulation, 1995) (Macey, Miller, & Scott, 2001).

<sup>24</sup> El término ‘banco’ en el contexto canadiense se utiliza para referirse a los bancos comerciales autorizados y regulados por el gobierno federal. Cabe anotar, sin embargo, que una más pequeña, aunque no menos importante, cohorte de instituciones financieras de Canadá están compuestas por las sociedades fiduciarias e instituciones cooperativas (cooperativas de crédito y cajas populares). La regulación de estas instituciones financieras no se discute aquí, pero véase, Nicholls (2008).

como el duodécimo banco más grande del mundo por capitalización de mercado (C\$ 80 mil millones / US\$ 73 mil millones) (Royan Bank of Canada, 2009). Para situar esto en el contexto del panorama bancario estadounidense, esta situación pone al RBC detrás de los bancos estadounidense JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo y Goldman Sachs, en términos de capitalización bursátil (Royan Bank of Canada, 2009).

En Canadá, la regulación de los bancos se realiza mediante un único regulador federal, el Superintendente de Instituciones Financieras, a través de la Oficina del Superintendente de Instituciones Financieras (OFSI, por sus siglas en inglés)<sup>25</sup>. La reglamentación prudencial de los bancos canadienses se logra a través de varios canales, entre ellos: la Ley Bancaria Federal, las regulaciones asociadas a la ley bancaria, las directrices emitidas por la OFSI, así como a través de comunicaciones menos formales de la OFSI, tales como cartas a los bancos canadienses en nombre de la Superintendente de Instituciones Financieras (Nicholls, 2008). Recientemente, el enfoque canadiense para la reglamentación bancaria, que fue criticado por ser demasiado conservador, ha demostrado ser un sistema más bien sensato y robusto de regulación, un hecho que recibió el reconocimiento internacional cuando el Foro Económico Mundial escogió a los bancos canadienses como los más sólidos del mundo por dos años consecutivos durante la crisis económica (Mundial, 2009).

Los requerimientos de capitalización son una de las medidas más importantes con las cuales los reguladores ayudan a mitigar el riesgo bancario y fomentar prácticas bancarias prudentes. De acuerdo con los requisitos reglamentarios, los bancos norteamericanos deben mantener tasas de capital *Tier 1* de por lo menos el seis por ciento, aunque en la práctica muchos bancos mantienen tasas de al menos el siete por ciento<sup>26</sup>. Por el contrario, los bancos canadienses están obligados a contar con una tasa mínima de capital *Tier 1* del siete por ciento.<sup>27</sup> En la práctica, sin embargo, los cinco mayores bancos canadienses mantuvieron tasas de capital *Tier 1*

<sup>25</sup> Bank Act, 1991 S.C., ch. 46 § 418(2)(b) (Can.).

<sup>26</sup> Véase, por ej., Bank of America (2009); (Co., J.P. Morgan Chase &, 2009), (Wells Fargo & Co., 2009).

<sup>27</sup> Bank Act § 485(1); Nicholls (2008)(citando a la OFICINA DEL SUPERINTENDENTE DE INST. FIN. DE CAN., REQUERIMIENTOS DE SUFICIENCIA DE CAPITAL (CAR) SIMPLER APPROACHES—GUIDELINE A-1 (2007), [http://www.osfi-bsif.gc.ca/app/DocRepository/1/eng/guidelines/capital/guidelines/CAR\\_A1\\_e.pdf](http://www.osfi-bsif.gc.ca/app/DocRepository/1/eng/guidelines/capital/guidelines/CAR_A1_e.pdf) [hereinafter CAR GUIDELINE]). La proporción de capital es una medida del coeficiente de solvencia que se calcula dividiendo el capital regulatorio por los activos ponderados según el riesgo. Véase (BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, 2004).

del nueve por ciento o más, y tasas totales de capital de más del once por ciento para el año fiscal 2008, superando ampliamente los mínimos requeridos en varios puntos porcentuales<sup>28</sup>. Al final del tercer trimestre de 2009, estas cifras se elevaron hasta y por encima del 10,4 por ciento y por encima del 12,6 por ciento, respectivamente.<sup>29</sup>

Además, los bancos canadienses, en general, deben mantener una relación máxima de ‘activos sobre capital’ (ACM por sus siglas en inglés) de veinte a uno<sup>30</sup>. Este límite significa que los activos del banco no pueden ser mayores a veinte veces el capital del banco (Nicholls, 2008). A diferencia de los porcentajes de capital, que miden el capital regulatorio sobre los activos de riesgo ponderados, el ACM tiene en cuenta los activos totales del banco, incluyendo algunos artículos pertinentes de las cuentas de orden, y por lo tanto da una visión más amplia del riesgo bancario que lo que lo hacen las proporciones *Tier 1* y de

<sup>28</sup> Los cinco bancos más grandes de Canadá, conocidos como los “Big Five,” son el Royal Bank of Canada (RBC), Toronto-Dominion Bank (TD Bank), Bank of Nova Scotia (BNS), Bank of Montreal (BMO), and Canadian Imperial Bank of Commerce (CIBC). ROYAL BANK OF CAN., 2008 TIER 1 AND TOTAL CAPITAL RATIOS FOR BIG FIVE BANKS: 2008 ANNUAL REPORT 31 2009, [http://www.rbc.com/investorrelations/ir\\_quarterly.html](http://www.rbc.com/investorrelations/ir_quarterly.html) (En 2008, la proporción de capital Tier 1 del RBC era 9.0 %; la proporción de capital total era 11.1 %); TORONTO-DOMINION BANK, 2008 ANNUAL REPORT 57 2009, <http://www.td.com/ar2008/index.jsp> (en 2008, la proporción capital Tier 1 del TD Bank era 9.8 %; la proporción de capital total era 12 %); BANK OF NOVA SCOTIA, 2008 ANNUAL REPORT 23 2009, [http://scotiabank.com/cda/content/0,1608,CID7148\\_LIDen,00.html](http://scotiabank.com/cda/content/0,1608,CID7148_LIDen,00.html) (in 2008, BNS’ Tier 1 capital ratio was 9.3 %; la proporción de capital total era 11.1 %); BANK OF MONTREAL, 191ST ANNUAL REPORT 2008 27 (2009), [http://www2.bmo.com/content/0,1263,divId-3\\_langId-1\\_navCode-3198,00.html#ArchivedAR](http://www2.bmo.com/content/0,1263,divId-3_langId-1_navCode-3198,00.html#ArchivedAR) (en 2008, la proporción de capital Tier 1 del BMO era 9.77 %; la proporción de capital total era 12.17 %); CANADIAN IMPERIAL BANK OF COMMERCE, CIBC ANNUAL ACCOUNTABILITY REPORT 2008 2 (2009), <http://www.cibc.com/ca/investor-relations/annual-reports.htm> En 2008, la proporción de capital Tier 1 del CIBC era 10.5 %; la proporción de capital total era 15.4 %).

<sup>29</sup> ROYAL BANK OF CAN., SUPPLEMENTARY FIN. INFO. Q3 2009 3 (2009), [http://www.rbc.com/investorrelations/ir\\_quarterly.html](http://www.rbc.com/investorrelations/ir_quarterly.html) (At the end of Q3 2009, RBC’s Tier 1 capital ratio was 12.9 %; total capital ratio was 14.4 %); TORONTO-DOMINION BANK, 3RD QUARTER 2009 QUICK FACTS 1 (2009), [http://www.td.com/investor/qr\\_2009.jsp](http://www.td.com/investor/qr_2009.jsp) (At the end of Q3 2009, TD Bank’s Tier 1 capital ratio was 11.2 %; total capital ratio was 14.7 %); BANK OF NOVA SCOTIA, SUPPLEMENTARY FIN. INFO. 1 (2009), <http://scotiabank.com/images/en/filesaboutscotia/21511.pdf> (at the end of Q3 2009, BNS’ Tier 1 capital ratio was 10.4 %; total capital ratio was 12.7 %); BANK OF MONTREAL, 2009 SUPPLEMENTARY FIN. INFO Q3 2 (2009), [http://www2.bmo.com/financialresults/0,,divId-3\\_langId-1\\_navCode-228,00.html](http://www2.bmo.com/financialresults/0,,divId-3_langId-1_navCode-228,00.html) (At the end of Q3 2009, BMO’s Tier 1 capital ratio was 11.71 %; total capital ratio was 14.32 %.); CANADIAN IMPERIAL BANK OF COMMERCE, SUPPLEMENTARY FIN. INFO Q3 1 (2009), <http://www.cibc.com/ca/investor-relations/quarterly-results/quarterly-financial.html> (At the end of the Q3 2009, CIBC’s Tier 1 capital ratio was 12 %; total capital ratio was 16.5 %).

<sup>30</sup> (Nicholls, 2008) (citing CAR GUIDELINE, ut supra 57, at 1.2, which states that “‘Capital’ for this purpose, refers to the sum of the bank’s adjusted net Tier 1 capital and adjusted net Tier 2 capital, as defined in section 2.5 of the CAR guideline”).

capitalización total por sí solas (Nicholls, 2008) (en los Estados Unidos, el movimiento de los activos y pasivos como partidas fuera del balance también puede hacer que no sean tenidos en cuenta en el cálculo de la proporción de capital *Tier 1* del banco. El efecto de esto fue la creación de un incentivo particular para los bancos estadounidenses para mover los pasivos fuera del balance. En Canadá no existe el mismo incentivo para hacerlo ya que el uso de la ACM como una herramienta de medición de la capitalización reglamentaria impide a los bancos ocultar sus activos y pasivos de esta manera). Los bancos canadienses son conocidos por estar bien por debajo de la relación ACM máxima. Por ejemplo, en el tercer trimestre de 2009, la ACM para los cinco grandes bancos osciló entre 14,9 a 1 y 16,6 a 1<sup>31</sup>. De este modo, tanto los requisitos de suficiencia de capital como de fuerte cumplimiento bancario tienen el efecto de mantener el riesgo de los bancos en Canadá dentro de niveles reglamentariamente aceptables.

Una manera improvisada de ilustrar cómo una diferente regulación bancaria impactó la toma de riesgos de los bancos es a través de una comparación de los coeficientes de apalancamiento. Un coeficiente de apalancamiento de operaciones de capital es una cifra que representa el apalancamiento de una empresa en capital<sup>32</sup>. Cuanto mayor sea la cifra, más alto es el grado de apalancamiento de los asuntos financieros de la empresa, y por lo tanto mayor es el riesgo de pérdida financiera. Al comienzo de la crisis financiera, la relación de apalancamiento colectiva de los bancos de inversión estadounidenses era de 26,5, en comparación con el 19,8 de los bancos más grandes de Canadá, que abarcan tanto las operaciones bancarias comerciales como las de inversión (Laurin, Poschmann, & Banerjee, 2008).

Otra diferencia a tener en cuenta entre las prácticas de los bancos estadounidenses y canadienses es el grado de confianza del banco en las líneas de liquidez a corto plazo otorgadas por otras instituciones financieras (Nicholls, 2008). En los Estados

<sup>31</sup> ROYAL BANK OF CAN., *ut supra* 51, at 1 (A finales del 3er trimestre de 2009, la ACM del RBC era de 16.3 a 1); Press Release, CNW Group, TD Bank Financial Group Reports Third Quarter 2009 Results (Ago. 27, 2009), <http://www.newswire.ca/en/releases/archive/August2009/27/c7986.html> (A finales del 3er trimestre de 2009, la ACM del TD Bank era de 16.6 to 1); BANK OF NOVA SCOTIA, 2009 THIRD-QUARTER REPORT TO SHAREHOLDERS 29 (2009), <http://scotiabank.com/images/en/files/aboutscotia/21512.pdf> (A finales del 3er trimestre de 2009, la ACM del BNS era de 16.6 to 1); BANK OF MONTREAL, Q309 FINANCIAL RESULTS 9 2009, <http://www2.bmo.com/bmo/files/financal%20information%20slides/3/1/Q3%2009%20Financal%20Highlights.pdf> (A finales del 3er trimestre de 2009, la ACM del BMO era de 14.9 to 1); Press Release, CNW Group, CIBC Announces Third Quarter 2009 Results (Aug. 26, 2009), <http://www.newswire.ca/en/releases/archive/August2009/26/c6651.html> (A finales del 3er trimestre de 2009, la ACM del CIBC era de 16.2 a 1).

<sup>32</sup> Para más acerca de "Gearing ratios" (Coeficientes de Endeudamiento) véase Law & Owen (1999).

Unidos, los bancos dependen más de estos tipos de respaldo a la liquidez que los bancos de Canadá. Por lo tanto, los bancos estadounidenses sufrieron una mayor exposición a los vaivenes del mercado a corto plazo durante la crisis económica debido a su mayor interconectividad con otros (Nicholls, 2008).

Otra diferencia fundamental entre los dos sistemas bancarios es la ausencia de grandes bancos de inversión en el panorama canadiense, los cuales han caracterizado recientemente el panorama de los servicios financieros en los Estados Unidos. Un banco de inversión es una institución financiera que asesora a empresas en fusiones y adquisiciones y proporciona financiación para las empresas industriales a través de sus servicios de suscripción<sup>33</sup>. Los bancos de inversión por lo tanto difieren de los bancos comerciales en que prestan una amplia gama de servicios bancarios, tanto a particulares como a empresas, incluyendo: operación de cuentas bancarias, recepción de depósitos, actividades de préstamo personales y comerciales, y la recepción y el pago de moneda extranjera (Law J. , 2009).

Las regulaciones en los Estados Unidos imponen requerimientos de capitalización significativamente más bajos a las instituciones de banca de inversión que a los bancos comerciales, lo cual se espera que cambie a través de modificaciones normativas derivadas de la crisis financiera (van Steenis, Studer, & Davis, 2008)<sup>34</sup>. La flexibilidad se debía en gran parte a la evolución histórica de las regulaciones bancarias y de la banca de inversión en los Estados Unidos, con el efecto de que los bancos estadounidenses de inversión no están sujetos al régimen de regulación más amplio aplicable a los bancos comerciales (Coffee & Sale, 2009). Una escasa supervisión regulatoria, junto con una riesgosa actividad empresarial, contribuyeron a las recientes dificultades financieras que enfrentó el sector financiero de Estados Unidos, en especial los grandes bancos de inversión.

El entorno de la banca de inversión en Canadá es muy diferente, un factor que contribuye a la resistencia de las instituciones financieras del país frente a la crisis económica. Una vez más, el espíritu conservador de Canadá en el ámbito de la banca se erige como una de las principales razones para la forma de hacer banca de inversión. En este país, las mayores operaciones de banca de inversión caen bajo los auspicios de los cinco grandes bancos (Big Five). El resultado es que la banca de inversión está bajo la estrecha supervisión de la OFSI, el mismo regulador responsable de la supervisión de

<sup>33</sup> Para más acerca de 'Banca de Inversión', véase Law J. (2009).

<sup>34</sup> Véase también Saule Omarova & Adam Feibelman, *Risks, Rules and Institutions: A Process for Reforming Financial Regulation*, 39 U. MEM. L. REV. 881, 881-930 (2009).

bancos comerciales. Por lo tanto, las regulaciones bancarias, tales como las relativas a los requisitos de capitalización, aplican a las sucursales de banca de inversión a través de su aplicación al banco en su conjunto. La ausencia de bancos de inversión independientes, con los problemas de regulación que estas entidades plantean en los Estados Unidos, eliminó una serie de instituciones financieras de alto riesgo del sector bancario canadiense. De hecho, antes del comienzo de la crisis de las hipotecas de alto riesgo había cinco grandes bancos de inversión independientes en los Estados Unidos. Menos de dos años más tarde no hay ninguno, después de haber sido los cinco devastados por la crisis financiera (Coffee & Sale, 2009: 735). El reciente fracaso financiero de los bancos de inversión estadounidenses es sorprendente, desde un punto de vista regulatorio, destacando la necesidad de una regulación eficaz y prudencial de la banca de inversión para preservar la seguridad y solidez de la industria de servicios financieros (y de hecho de la economía), tanto en los Estados Unidos como en Canadá.

Como punto final, la ley canadiense impone requisitos muy estrictos en materia de control bancario, en gran parte debido al hecho de que los cinco grandes bancos representan casi el noventa por ciento de los activos de los bancos nacionales, por lo cual estos bancos son un tema de especial preocupación para los reguladores en lo relacionado a la seguridad y la solidez de las prácticas bancarias y el control extranjero (Nicholls, 2008). Históricamente, el gobierno canadiense se ha negado a otorgar la aprobación necesaria para que se den cambios significativos en el control bancario, y en particular se negó a aceptar fusiones que afectaran a los bancos canadienses durante la década de 1990, cuando muchas instituciones financieras alrededor del mundo se aglomeraban para convertirse en 'megabancos' (Wasserstein, 2001). Durante este período, los bancos estadounidenses se vieron involucrados en fusiones y formaron algunas de las más grandes instituciones financieras del mundo. Por ejemplo, la fusión de Travelers y Citibank en 1998, que creó Citigroup, se convirtió en la primera compañía en operar a escala mundial en todos los ámbitos de las finanzas (Wasserstein, 2001). En Canadá, el control gubernamental mantuvo los bancos y las prácticas bancarias en la misma trayectoria más bien conservadora que ha seguido durante muchos años, un hecho que fácilmente pudo haber sido distinto si la regulación bancaria hubiera permitido la creación de bancos canadienses más grandes y más agresivos, a través de fusiones bancarias, o permitido una mayor influencia extranjera en las operaciones bancarias a través de participación no canadiense.

En esta sección se ha dado una visión general básica de una serie de importantes diferencias normativas entre los marcos legislativos estadounidenses y canadienses, en particular en lo relacionado a la hipoteca y la regulación de los sistemas financieros. Aunque lejos de ser completa, la comparación nos dice, y subraya el hecho de que, aunque los Estados Unidos y Canadá tienen mucho en común, sus marcos jurídicos que rigen diversos aspectos de la regulación financiera difieren en algunos aspectos importantes.

### III. La crisis financiera global en Canadá

La crisis económica mundial ha afectado a las economías de todo el mundo principalmente en dos formas, las cuales están delineadas en este documento como efectos directos e indirectos. Los efectos directos se refieren a la repercusión inmediata y localizada de la exposición a los riesgos reales asociados con los productos financieros de alto nivel de endeudamiento que ha formado la raíz de la crisis financiera. Un ejemplo de esto es cuando un banco sufre una pérdida económica por tenencia de hipotecas de alto riesgo que se han convertido en deudas de dudoso cobro o incobrables. Los efectos indirectos describen todos los impactos de la crisis financiera que no son efectos directos, incluyendo, por ejemplo, el impacto en las exportaciones maderables canadienses a los Estados Unidos debido a una caída en la construcción de casas en ese país. Como se verá en detalle más adelante, esta diferenciación servirá para ayudar a comparar el impacto de la crisis financiera en Canadá, que ha experimentado efectos indirectos de la crisis financiera, con los Estados Unidos, que ha sufrido efectos tanto directos como indirectos.

250

Esta sección detalla el gran impacto de la crisis económica mundial en Canadá. El país ha sufrido los efectos indirectos de la crisis, lo cual significa que los problemas subyacentes que condujeron a esa crisis no estuvieron presentes en Canadá. Sin embargo, sectores específicos, y la economía canadiense en general, han sido afectados negativamente. De estos efectos indirectos, algunos han sido muy visibles, mientras que otros son más difíciles de determinar. El primero de los apartados siguientes rastrea los efectos de la crisis de las hipotecas de alto riesgo estadounidense en la crisis canadiense de liquidez de los papeles comerciales respaldados por activos de terceros (ABCP por sus siglas en inglés), un evento que fue el efecto secundario más inmediato de la crisis económica en Canadá y fue significativo tanto desde la perspec-



tiva de la ley de insolvencia<sup>35</sup> como de la ley de títulos valores. El segundo apartado pone de manifiesto otros significativos impactos de la crisis financiera que han significado un lastre para la economía canadiense desde el inicio de la crisis económica global.

**a. Una reacción a la crisis de las hipotecas de alto riesgo: el colapso financiero de los ABCP respaldados por activos de terceros**

El impacto más inmediato, y tal vez más concreto, de la crisis financiera mundial en Canadá fue la crisis de liquidez y subsiguiente insolvencia de los ABCP respaldados por activos de terceros (fideicomisos) en agosto de 2007<sup>36</sup>. El ABCP respaldado por activos de terceros canadiense es un título valor del mercado monetario de alta liquidez, por lo general con vencimiento de treinta a noventa días, respaldado por una cartera de inversiones de créditos de consumo titularizadas, que suele estar vinculada a la emisión de fideicomisos por un acuerdo de permuta de incumplimiento crediticio. La insolvencia por C\$ 32 mil millones (aproximadamente US\$ 29,76 mil millones)<sup>37</sup> marca la más grande insolvencia en dólares en la historia canadiense, y fue un caso sin precedentes para el régimen de la insolvencia de Canadá debido a la amplitud y complejidad de los procedimientos<sup>38</sup>. La crisis de liquidez de los ABCP respaldados por activos de terceros se dio como resultado de una serie de eventos desencadenados por la pérdida de confianza de los inversores en los activos subyacentes de los fideicomisos ABCP (que consistía principalmente en créditos de consumo estadounidenses) debido al estallido de la crisis de las hipotecas de alto riesgo en los Estados Unidos. En Canadá, varios organismos reguladores y de asesora-

<sup>35</sup> La terminología legal canadiense distingue entre los términos 'bancarrota' e 'insolvencia'. Compare *Bancarrotas e Insolvencia Act*, R.S.C., ch. B 3 (1985) (ilustrando un proceso legal conducido bajo estatutos) con *Arreglos Con Acredores de Compañías Act*, R.S.C., ch. C 36 (1985) (que se refiere generalmente a la inhabilidad de pagar las deudas cuando estas son exigibles y a procedimientos de reorganización, lo cual es el equivalente canadiense más cercano a los procedimientos estadounidenses de Chapter 11).

<sup>36</sup> En el tiempo previo a la crisis de liquidez de los ABCP respaldados por activos de terceros había dos tipos principales de ABCP en Canadá, el ABCP respaldado por banco y el ABCP de terceros (no bancario). Solo los ABCP de terceros experimentaron una crisis de liquidez en agosto de 2007, dando lugar a un procedimiento de insolvencia. Los programas ABCP con respaldo de banco, al enfrentar problemas de liquidez similares, recibieron fondos de emergencia de las instituciones patrocinadoras, evitando así la posibilidad de insolvencia (ABCP, 2008).

<sup>37</sup> Aproximación del valor del dólar estadounidense basada en una tasa de cambio al medio día de C\$1.00 = US\$0.93 para agosto 15, 2007.

<sup>38</sup> *ATB Fin. v. Metcalfe & Mansfield Alternative Inv. II Corp.*, [2008] 240 O. A. C. 245, 8, 120-21(Can.).

miento han recopilado información sobre la crisis de liquidez de los ABCP respaldados por activos de terceros, con miras a la posible reforma de los marcos regulatorios existentes<sup>39</sup>. Estas investigaciones han revelado que los ABCP respaldados por activos de terceros no estaban lo suficientemente regulados, dejando abierta la posibilidad de una crisis de liquidez como la que se experimentó en agosto de 2007 (Chant, 2009).

Mientras que la crisis de liquidez de los ABCP respaldados por activos de terceros canadiense fue provocada por la pérdida de confianza de los inversores, la falta de un marco regulatorio sólido para los programas ABCP es seguramente la culpable por haber permitido el desarrollo de prácticas de negocios muy riesgosas con escasos controles y contrapesos, lo cual dejó a los programas ABCP, innecesariamente, en una posición financieramente vulnerable.

Una descripción detallada de la estructura de los programas ABCP respaldados por activos de terceros está fuera del alcance de este artículo, y por lo tanto no es discutida en detalle aquí. Más bien, a continuación, se ofrece una breve descripción de las deficiencias del modelo de regulación y de negocios de los ABCP. En términos muy básicos, el ABCP era un título a corto plazo, de alta liquidez para el cual los fideicomisos emisores no estaban obligados a llenar un folleto de emisión o a cumplir con los requisitos ordinarios del registro de valores. Esto fue posible gracias a una exención legal que aplicaba cuando una de las agencias aprobadas de una lista de calificación de deuda le daba a los valores ABCP una calificación que cumplía con la calificación mínima requerida en la exención<sup>40</sup>. Debido a la falta de requisitos de divulgación, muy poca información sobre los programas específicos de ABCP llegó al mercado, dando lugar al ahora mayor riesgo de que la desinformación pudiera circular entre los inversionistas.

El principal problema aparente en la estructura de negocios de los programas ABCP respaldados por activos de terceros fue que solo eran financieramente sostenibles, siempre y cuando el fondo fiduciario pudiera continuar emitiendo nuevos bonos ABCP (IIROC, 2008). Para respaldar las posibles consecuencias negativas

<sup>39</sup> Véase Consultation Paper of The Canadian Securities Administrators (2008), IIROC (2008), Chant (2009).

<sup>40</sup> Véase National Instrument 45-106 Prospectus and Registration Exemptions (2005), Los conduits que venden títulos comerciales han podido prescindir de los requisitos de folleto y de registro desde 1963 en Ontario, cuando la Ley de Valores de Ontario fue modificada por primera vez para incluir una excepción para las compras que superaran la cantidad mínima principal o de denominación de \$ 50.000. Ver *IIROC Report, ut supra* 80, en 39.

del contrato, los ABCP respaldados por activos de terceros entraban en contratos de líneas de crédito con bancos principales que les permitían obtener fondos en tiempos de “conmoción general del mercado” (IIROC, 2008). A diferencia de los acuerdos de línea de crédito usados por muchos programas ABCP de los Estados Unidos, este estilo canadiense de apoyo a la liquidez previsiblemente no cubriría todos los casos en los que un fideicomiso ABCP requiriera fondos de emergencia<sup>41</sup>.

En 2007, el estallido de la crisis de hipotecas de alto riesgo estadounidense golpeó al mercado canadiense de ABCP respaldados por activos de terceros. Los inversionistas en ABCP respaldados por activos de terceros canadienses sabían vagamente que su inversión era respaldada por los créditos de consumo estadounidenses que ahora los medios de comunicación proclamaban de dudoso valor<sup>42</sup> (más tarde se descubrió que menos del diez por ciento de los activos que respaldaban ABCP respaldados por activos de terceros eran activos de alto riesgo) (CNW, 2007). Sin poder recurrir a documentos de plena divulgación, los tenedores de pagarés ABCP no conocían la cantidad o calidad de los créditos de consumo estadounidenses a los que estaban atadas sus inversiones. Temiendo lo peor, casi todos los grandes inversionistas en ABCP respaldados por activos de terceros canadienses se negaron a comprar más títulos, optando a cambio por redimir sus ABCP pendientes (Erman, McNish, Perkins, & Scoffield, 2007). Incapaces de expedir más títulos, los fideicomisos de ABCP respaldados por activos de terceros intentaron retirar fondos de sus contratos de líneas de crédito para pagar bonos vencidos. Debido a la naturaleza más restrictiva de los acuerdos de apoyo a la liquidez en Canadá, sin embargo, la mayoría de las instituciones de crédito descubrieron que no estaban obligados a proporcionar los fondos y, en consecuencia, negaron las peticiones de los fideicomisos ABCP (Erman, McNish, Perkins, & Scoffield, 2007: 5-6, 15). Los programas ABCP canadienses, ahora en una situación de insolvencia técnica, debido a su incapacidad para pagar vencimientos de ABCP, de inmediato se reunieron con sus principales inversores y llegaron a un acuerdo de status quo (en esencia, la congelación de todo el mercado de ABCP respaldados por activos de terceros en Canadá) para facilitar las negociaciones posteriores (Erman, McNish, Perkins, & Scoffield, 2007). Meses de intensa negociación produjeron un proyecto de plan de

<sup>41</sup> *Financial System Review* (Bank of Can., Ottawa, Ont., Can.) Junio 2003, en 46 (las agencias estadounidenses de calificación de deuda Standard & Poor y Moody's se encontraban entre los que habían señalado las deficiencias de los acuerdos de liquidez al estilo canadiense con anterioridad a la crisis de liquidez de 2007).

<sup>42</sup> Ver, BBC (2007), Pearlstein (2007), Webb (2007).

reestructuración para los veintidós fideicomisos ABCP respaldados por activos de terceros afectados y el comité de negociaciones procedió con los procedimientos de insolvencia, bajo la supervisión formal de los tribunales (Forte, 2008: 213-219).

El proceso de reestructuración congeló C\$ 32 mil millones del dinero de los inversores durante unos dieciocho meses (CBS News, 2009). Al término del procedimiento de insolvencia, los inversionistas quedaron con nuevos títulos reestructurados que valían solo una fracción de su valor anterior a la crisis de liquidez (Sarra, 2008: 323). Se prevé que con el tiempo el valor de los títulos se incrementará; resultado facilitado por el hecho de que los títulos son de libre negociación (Sarra, 2008).

El impacto de esta congelación a los inversores no se debe subestimar. La mayoría de los inversores en ABCP respaldados por activos de terceros eran grandes instituciones que utilizaban los títulos de alta liquidez como un lugar para invertir capital de trabajo por períodos cortos de tiempo. El papel comercial era un lugar atractivo para almacenar los fondos ya que ofrecía una tasa de rendimiento ligeramente más alta que la de similares vehículos de inversión y (supuestamente) se podía vender en cualquier momento. Por lo tanto, la carga financiera puesta en los inversionistas institucionales por la congelación del mercado, seguida por la pérdida sufrida por recibir títulos reestructurados y descontados, todo en un momento de gran incertidumbre en el mercado, era considerable.

Durante el curso de los procedimientos de insolvencia, se descubrió que había unos 2000 pequeños inversores tenedores de ABCP respaldados por activos de terceros (otra desconcertante revelación derivada de la debacle de los ABCP) (Watson, 2008). A los inversores minoristas les habían sido vendidos ABCP respaldados por activos de terceros bajo circunstancias en cierta forma dudosas, debido en gran parte a la falta de comprensión del distribuidor en relación con las complejidades y riesgos asociados con este tipo de instrumento financiero (IIROC, 2008: 59-64). Sobra decir que estos inversores, la mayoría de los cuales habían puesto todos los ahorros de su vida en los títulos ABCP, se encontraban en una situación financiera peligrosa de cara al plan de reestructuración. Afortunadamente para estos inversores, debido a la convergencia de varios factores, se logró un acuerdo especial con respecto a las tenencias de los inversores minoristas<sup>43</sup>. Tras la finalización

<sup>43</sup> Debido a problemas de tiempo, una sola clase de acreedores fue creada en virtud de la Ley de Concursos Mercantiles (CCAA, por sus siglas en inglés), con la aprobación de la corte. *ATB Fin. v. Metcalfe & Mansfield Alternative Inv. II Corp.*, [2008] 240 O. A. C. 245, ¶ 24 (Can.). La CCAA requiere que un plan de reestructuración sea aprobado por una mayoría doble de los acreedores; la mayoría

con éxito del plan de reestructuración, los inversores minoristas habían recibido el valor en dólares de su inversión total (calculado justo antes del momento de la congelación del mercado); en esencia, estos inversores quedaban saneados (Forte, 2008: 217) En muchos sentidos, este fue el resultado correcto, aunque la forma en que se produjo fue algo sorprendente desde la perspectiva de la legislación de insolvencia canadiense.

Debido a las partes implicadas y a la naturaleza privada de las negociaciones, la crisis de liquidez ABCP y los procedimientos de insolvencia se han visto opacados en gran parte por la situación financiera en progresivo deterioro alrededor del mundo. Por lo tanto, la crisis de liquidez de los ABCP respaldados por activos de terceros no es un tema generalmente conocido por la mayoría de los canadienses, excepto quienes participan activamente en los sectores de valores y financieros. Sin embargo, el fracaso financiero de los fideicomisos ABCP respaldados por activos de terceros sirve como un ejemplo notable de falla en la regulación, en el contexto de la ley de valores canadiense. En particular, si los fideicomisos ABCP canadienses hubieran tenido acuerdos de apoyo a la liquidez de estilo global (como era práctica común en los programas ABCP estadounidenses) o hubieran tenido la divulgación adecuada que exige la regulación de valores, es probable que no hubiera habido una crisis de liquidez que discutir. En otras palabras, los ABCP respaldados por activos de terceros canadienses habrían estado en mejor posición para capear la tormenta financiera.

La Comisión de Valores de Ontario ha estado investigando la debacle de los ABCP respaldados por activos de terceros desde que comenzó, y recientemente ha emitido notificaciones de fuertes multas a uno de los fideicomisos más grandes de ABCP y a cuatro de sus antiguos ejecutivos. La preocupación del regulador se debe a la conducta evidenciada en julio de 2007 que sugiere que estas partes utilizaron incorrectamente información en relación con ABCP respaldados por activos de terceros en un momento en que todavía no había sido revelada al público

---

en número y en la cuantía de la reclamación. *Companies' Creditors Arrangement Act*, R.S.C., ch. C 36, s. 6 (1985). Puesto que había cerca de 2000 inversores minoristas, y solo cerca de 200 inversores institucionales, la aprobación del plan por parte de los pequeños inversores era crucial para su éxito. En consecuencia, los inversores con títulos por menos de C\$ 1 millón quedaron exentas del plan (que eximió efectivamente a casi todos los pequeños inversores). *ATB Fin.*, [2008] 240 O. A. C. at 245, ¶ 27 (Can.). El plan final dio a todos los demás acreedores títulos a largo plazo con valores descontados de su valor original. Los nuevos títulos eran de libre negociación. *Idem* Algo extraño, en este caso el uso de una sola clase de acreedores para los propósitos de la CCAA requirió el tratamiento de los acreedores de forma diferente según el acuerdo del plan final.

según lo exige la ley de valores<sup>44</sup>. Las medidas coercitivas en este caso, si bien no pueden directamente hacer frente a las deficiencias en la regulación que gobierna los ABCP, sin duda demuestra la gran atención prestada por los organismos reguladores a los programas ABCP a raíz de la crisis de liquidez y la gravedad de la situación desde una perspectiva regulatoria.

La respuesta gubernamental a la crisis de liquidez los ABCP respaldados por activos de terceros se ha dado principalmente a través de propuestas estudiadas para la reforma, derivadas de importantes informes de investigación elaborados por los organismos reguladores y consultivos. Tres importantes informes sobre el punto se han preparado y publicado: un documento de consulta de la Administración Canadiense de Valores (CSA, por sus siglas en inglés), un informe de la Organización Reguladora de la Industria de Inversión de Canadá (IIROC, por sus siglas en inglés), y un estudio de investigación preparado para el Panel de Expertos sobre la Regulación de Valores (Panel de Expertos) (Consultation Paper of The Canadian Securities Administrators, 2008). El documento de consulta de la CSA examinó el uso de la exención de folletos de papeles comerciales por parte de los emisores de ABCP respaldados por activos de terceros y el papel desempeñado por las agencias de calificación de deuda. Sus sugerencias incluían que a los emisores de papeles comerciales ya no se les permita usar esta exención, y que se estudie la posibilidad de regular las agencias de calificación de la deuda y reducir la dependencia del regulador de las agencias de este tipo en el futuro (Consultation Paper of The Canadian Securities Administrators, 2008). IIROC es el organismo autorregulador de los agentes de inversiones canadienses; en consecuencia, su informe fue el resultado de un proyecto de investigación importante que aborda problemáticas prácticas empleadas por sus miembros, que resultó en la venta de ABCP a los inversores minoristas (IIROC, 2008: 80). IIROC propuso una serie de reformas para hacer frente a los problemas identificados con las prácticas de los distribuidores en este sentido (IIROC, 2008: 74). Es de destacar el hecho de que todas las entidades reguladas por IIROC involucradas con participaciones de clientes minoristas en ABCP respaldados por activos de terceros implantaron planes de ayuda al cliente ante la noticia de la congelación del mercado en

<sup>44</sup> Ver Perkins, McNish, & Erman (Regulators Seek Record Settlements, 2009), Autorité des marchés financiers & National Bank Financial Inc. (2009), Autorité des marchés financiers & Valeurs mobilières banque laurientienne Inc. (2009). En materia de Canaccord Financial Ltd., Credential Securities, Scotia Capital Inc., revisar *News Release* (2009). En materia de of HSBC Bank Canada, *Canadian Imperial Bank of Commerce & CIBC World Markets Inc.*, revisar *Order* (2009).

agosto de 2007 (IIROC, 2008: 66). El informe del Panel de Expertos presentó un relato detallado de los factores que condujeron a la crisis de liquidez, así como un examen del marco regulatorio y de los temas de políticas actuales derivados de la crisis (Chant, 2009: 80). El estudio concluye que la crisis de liquidez era previsible y evitable, y describe las implicaciones de este hallazgo para la regulación de valores (Chant, 2009: 42). Estos tres informes han descrito una serie de apropiadas sugerencias en materia de reforma legal en esta área; sin embargo, al momento de este escrito, las reformas de la ley de valores para hacer frente a los problemas en el actual marco regulatorio aún no se han diseñado e implementado.

#### **b. Las consecuencias de la crisis financiera mundial**

Más allá de la debacle de los ABCP respaldados por activos de terceros, la economía canadiense en su conjunto ha sufrido los efectos indirectos de la crisis financiera global. Aquí se destacan tres amplias áreas interconectadas que se han visto significativamente afectadas: la disponibilidad del crédito, el comercio con los Estados Unidos y el desempleo.

La conmoción financiera en todo el mundo y, particularmente, en los Estados Unidos, contribuyó a una contracción del crédito en Canadá: la llamada 'crisis crediticia'. Tras el fracaso de varios bancos en los Estados Unidos, los bancos canadienses, de una manera típicamente conservadora, eran renuentes a extender los fondos. El efecto de goteo de esta reticencia dio lugar a un endurecimiento general de la disponibilidad de créditos para negocios o para el consumo. Para las empresas, la obtención de financiación era un reto o simplemente imposible, ya que el costo del capital también se había incrementado. Cabe destacar que en el tercer trimestre de 2008 no hubo ofertas públicas iniciales en la Bolsa de Valores de Toronto, algo sin precedentes para el principal mercado de capitales de Canadá (Price Waterhouse Coopers, 2008). Además, la crisis crediticia, aunque sea solo uno de los varios factores que contribuyen, ha jugado un papel en los casos de insolvencia de varias empresas de primera línea con grandes operaciones o con sede en Canadá, incluyendo a Chrysler (Rutenberg & Vlastic, 2009), General Motors Canadá (CBS News, 2009), y AbitibiBowater Inc. (el tercer más grande fabricante de pulpa y papel en América del Norte) (CBC News, 2009) (AbitiBowater, 2007).

El gobierno de Canadá respondió con bastante rapidez al deterioro de las condiciones de crédito nacionales con el fin de inyectar liquidez y estimular el crédito bancario. La acción del Gobierno se discutirá más adelante (cabe se-

ñalar que, aunque destinadas a combatir la crisis crediticia, muchas iniciativas se llevaron a cabo con la intención de mantener la competitividad internacional de los bancos canadienses en un momento en que otros bancos, en particular en los Estados Unidos, estaban recibiendo apoyo del gobierno) (Department of Finance Canada, 2008).

Tras los acontecimientos de octubre de 2008, el Banco de Canadá instituyó subastas de préstamos a largo plazo en las que préstamos no hipotecarios y otros productos financieros titularizados fueron aceptados como garantía temporal con un descuento del cuarenta por ciento (Bank of Canada, 2008). Nuevos esfuerzos estuvieron encaminados a ampliar la cantidad de dinero disponible en el sistema bancario, incluyendo un aumento de la liquidez directamente disponible en las subastas del banco central, garantizando los préstamos interbancarios, y a prestar dinero directamente a los bancos (Durocher, 2008: 32) (Vieria, 2009). Además, el Departamento de Finanzas de Canadá amplió sus compras de MBS de los bancos, adquiriendo C\$ 25 millones en hipotecas aseguradas por medio de la CMHC en virtud de las disposiciones de la Ley Nacional de Vivienda (Department of Finance Canada, 2008)<sup>45</sup>. Al mismo tiempo, el Banco de Canadá ha seguido reduciendo su tasa de interés clave, que se encuentra estable en 0,25 por ciento al momento de escribir este documento, reducido de una tasa del 3 por ciento del año anterior (Bank of Canada, 2009).

El presupuesto federal recientemente aprobado estará dirigido de forma específica a los aspectos económicos relativos a la crisis financiera a través de una serie de medidas apodadas 'Plan de Acción Económica de Canadá' (Department of Finance Canada, 2009). Este plan apunta a lo siguiente:

- Ayudar a los canadienses y estimular el gasto, proporcionando C\$ 8300 millones para la Estrategia de Habilidades y de Transición de Canadá, para ayudar a los canadienses a superar la tormenta económica actual y que les proporcione la formación necesaria para prosperar en la economía del mañana. Además, C\$ 20 mil millones serán destinados a reducciones en impuestos personales en el período 2008-09 y en los próximos cinco años fiscales.
- Mejorar el acceso al financiamiento y fortalecer el sistema financiero de Canadá, destinando C\$ 200 mil millones a través del Marco de

<sup>45</sup> Ver en general National Housing Act, R.S.C., ch. N 11 (1985).



Financiación Extraordinario para mejorar el acceso a la financiación para los consumidores canadienses, los hogares y las empresas (Department of Finance Canada, 2009)<sup>46</sup>.

Casi un año después del caos financiero de octubre de 2008, las condiciones crediticias son más o menos estables en Canadá, a pesar de que posiblemente no han recuperado su fortaleza anterior a la crisis. Los bancos canadienses, tras sobreponerse a los embates de la tormenta financiera, hasta el momento han mantenido una sólida posición financiera, han sido competitivos en el mercado, y han conservado la confianza de los canadienses, como se demuestra a través del haber accedido con éxito a la financiación del mercado de capitales tan solo a principios de diciembre de 2008 y en 2009<sup>47</sup>. Aunque el crédito al consumo se ha visto afectado, las bajas tasas de interés, una economía canadiense bastante estable e iniciativas específicas de financiación del Gobierno parecen haber contribuido a un frenesí de actividad en la compra de vivienda en las principales ciudades canadienses (Ebner & Krashinsky, 2009). Por muchas razones, estos eventos parecen ser indicadores de estabilidad económica y tal vez incluso de recuperación. Mientras que a Canadá puede estarle yendo mejor que a la mayoría de las naciones, es esencial recordar que la recuperación de Canadá, sin duda, estará vinculada a la de otros países, especialmente Estados Unidos.

Como se mencionó anteriormente, el comercio con los Estados Unidos es un componente integral de la economía canadiense. Por lo tanto, los factores que afectan al comercio entre Canadá y los Estados Unidos, especialmente las exportaciones canadienses, pueden tener enormes implicaciones financieras para Canadá. En consecuencia, la crisis financiera mundial, con Estados Unidos en el epicentro, ha cobrado su precio en la actividad comercial binacional. En particular, una serie de eventos han servido para reducir la demanda estadounidense de exportaciones canadienses. La ventaja comparativa del dólar canadiense frente al dólar estadounidense ha repercutido negativamente en las exportaciones canadienses al hacer los productos canadienses más costosos para los compradores estadounidenses (Beltrame,

<sup>46</sup> Véase Budget Implementation Act, 2009 S.C., ch. 2 (Can.).

<sup>47</sup> Por ejemplo, en diciembre 8, 2008, unos pocos meses después de la conmoción financiera de octubre de 2008, RBC completó una oferta pública por C\$225 millones suscrita bajo la modalidad de colocación en firme; en junio 19, 2009 BMO emitió C\$400 millones en acciones bajo la modalidad de colocación en firme (McCarthy Tétrault, 2009).

2009). Además, la desaceleración en la construcción de nuevas viviendas y en la fabricación de automóviles en Estados Unidos ha disminuido la demanda de madera canadiense, así como nuevos vehículos y componentes para carros, tradicionalmente dos de las principales exportaciones canadienses hacia Estados Unidos (The Gazete, 2008) (Toronto Star, 2008).

El gobierno de Canadá no está, obviamente, en condiciones de resolver por sí solo los problemas que afectan a la actividad comercial entre Estados Unidos y Canadá. Sin embargo, el gobierno federal ha respondido a los retos que plantea la disminución de la demanda estadounidense de varias maneras. Un ejemplo es el paquete de estímulo económico para el sector de la construcción (Department of Finance Canada, 2009). Dentro de los objetivos de este plan de acción del Gobierno se incluyen los siguientes:

- Estimular la construcción de viviendas, destinando C\$ 7,8 mil millones para construir viviendas de calidad, estimular la construcción, fomentar la propiedad de la vivienda y mejorar la eficiencia energética.
- Acelerar y ampliar la reciente inversión histórica en infraestructura federal, con casi C\$12 mil millones en nuevos fondos de estímulo a la infraestructura por dos años, creando nuevos puestos de trabajo de la construcción, para que Canadá salga de esta crisis económica con una infraestructura más moderna y más verde.
- Ayudar a las empresas y las comunidades a proteger el empleo y apoyar el ajuste sectorial durante esta crisis extraordinaria con C\$ 7,5 mil millones en ayuda adicional para los sectores que lo necesitan, como el automotriz, el forestal y el de manufactura, junto con las regiones y comunidades (Department of Finance Canada, 2009).

Los beneficios esperados de estas iniciativas son múltiples. Un sector de la construcción activo ayudará a mantener y crear oportunidades de empleo para los canadienses, a mantener o aumentar la demanda de las exportaciones canadienses de madera, y tendrá efectos de goteo, que afectarán de manera positiva a las numerosas empresas e industrias que apoyan o se basan en la industria de la construcción.

A pesar de la aparente resistencia del sistema financiero canadiense y la oportuna intervención del Gobierno, la crisis financiera, por desgracia, ha causado la pérdida de numerosos puestos de trabajo a lo largo del país. Las tasas de desempleo

se han incrementado en el último año, pasando del 6,1 por ciento en julio de 2008, al 8,6 por ciento en julio de 2009 (The Daily, 2008) (The Daily, 2009). Al comparar las tasas nacionales de desempleo para julio de 2009, el desempleo en Canadá fue ligeramente menor que en los Estados Unidos, que registró una tasa de desempleo nacional de 9,4 por ciento (Department of Labor, 2009). Esperemos que para los canadienses, el Plan de Acción Económica, con su enfoque en la creación de puestos de trabajo en los sectores más afectados, no solo pueda detener la ola de desempleo sino también ayudar a revertir la reciente tendencia alcista.

Como se destacó anteriormente, los impactos de la crisis económica en Canadá han sido por lo general menos graves que los sufridos en los Estados Unidos hasta la fecha, en gran parte debido a un régimen regulador más conservador que contuvo los efectos directos, así como muchos efectos indirectos, de la crisis financiera. Los efectos indirectos de la crisis financiera en Canadá, como lo demuestra la crisis crediticia, la disminución del comercio transfronterizo, y las pérdidas de empleo, sirven para ilustrar una vez más la interconexión de la economía de Canadá con Estados Unidos, así como con otros países de todo el mundo. Puede ser que un mejor marco regulador hubiera podido haber mitigado las consecuencias negativas de la crisis financiera en estas áreas, sin embargo, el autor sostiene que es más probable que ninguna cantidad de regulación podría haber completamente aislado todos los aspectos de la economía canadiense de una crisis financiera de esta magnitud. Por lo tanto, las áreas que necesitan una obvia reforma regulatoria sin duda deberían tener prioridad. Por ejemplo, el fracaso de los fideicomisos ABCP demuestra una laguna en el marco normativo que rige los papeles comerciales; una que, al parecer, será subsanada por los reguladores en un futuro próximo.

#### **IV. Conclusión**

En este artículo se ha intentado situar a Canadá y a su economía en el contexto de la crisis económica mundial. Si bien no se trata de un recuento exhaustivo de la experiencia canadiense, sirve para resaltar cómo la bastante conservadora regulación financiera canadiense ha protegido al país de la mayor parte de las consecuencias negativas de la crisis financiera mundial. La posición canadiense ha sido explicada, en parte, haciendo una breve descripción de una serie de importantes diferencias legislativas entre los Estados Unidos y Canadá. Por otra parte, el caso de los ABCP respaldados por activos de terceros ilustra el fracaso del baluarte regulador de Canadá, que podría decirse

que ha causado repercusiones económicas que muy posiblemente se podrían haber evitado.

Una prudente regulación no es ni mucho menos el remedio para todas las situaciones, sin embargo, este relato ilustra algunas formas en que Canadá se ha beneficiado enormemente de su régimen regulador más bien conservador. En la medida en que la crisis financiera ha aumentado la conciencia y despertado el interés en la reforma de las regulaciones en todo el mundo, se sugiere que un estudio minucioso de la regulación financiera de Canadá, así como sus recientes éxitos y fracasos, podría aportar información a los esfuerzos de los reformadores. Como mínimo, un examen de la experiencia canadiense ofrece una interesante perspectiva de una cultura reguladora más conservadora con la cual se pueden contrastar los marcos regulatorios más inclinados al riesgo de otros países líderes alrededor del mundo.