

NACIMIENTO Y DESARROLLO DE LA BOLSA DE VALORES DE LONDRES COMO ASOCIACIÓN CON NORMAS ESTABLECIDAS AUTÓNOMAMENTE*

EDWARD STRINGHAM**

Comúnmente se piensa que sea tarea del gobierno hacer respetar los contratos en los mercados financieros. Según la teoría de Hobbes, sin control exterior prevaldrían las estafas y no existiría asistencia social (Glaeser, 2001; Buchanan, 1975; Tullock, 172, 1974). Pues bien, si por un lado es sin duda cierto que las normas sirven para mejorar el rendimiento contractual, una opción muy importante que demasiadas veces queda olvidada es la posibilidad que el mercado establezca autónomamente sus propias normas. De hecho, examinando los documentos históricos, nos damos cuenta de que, por lo general, las normas que regulan los mercados financieros han ido desarrollándose independientemente de los gobiernos. Este trabajo se centra en el nacimiento y desarrollo de la Bolsa de Londres (Silber, 1981; Carlton, 1984; Fischel y Grossman, 1984; Macey y Kanda, 1990; Chambers y Carter, 1990; Mahoney 1997; Banner, 1998; Macey y O'Hara, 1999).¹ La Bolsa de Valores de Londres no tuvo origen público. Más bien, surgió cuando los agentes de bolsa del siglo XVIII convirtieron los cafés en lugares privados de reunión y empezaron a establecer un sistema de reglas propias.

* Originalmente publicado en inglés, *Journal of Private Enterprise*, n.º 17, 2, pp. 1-9 (2002)

** El autor desea agradecer a Peter Boettke; Bryan Caplan, Tyler Cowen, Paul Mahoney y Andrew Sellgren, así como a los participantes al seminario de la Universidad George Mason y a la Association of Private Enterprise Meetings por sus provechosos consejos. Las opiniones expresadas en este trabajo son de exclusiva responsabilidad del autor.

¹ Para informaciones más detalladas sobre la historia de la Bolsa de Londres véanse Wincott (1946), Morgan y Thomas (1969), Jenkins (1973) y Michie (1999).

Más allá de proporcionar solamente un lugar de reunión para compradores y vendedores, una de las funciones principales de una Bolsa de Valores es propiciar un ambiente bien organizado donde los agentes puedan seguir una serie de normas comunes. Los miembros de una Bolsa deben constantemente buscar formas de atraer nuevos negocios y una buena manera para incrementarlos es asegurar garantías contra las fraudes (Banner, 1998: 132). Con la creación de una asociación para estipular y hacer cumplir las normas colectivamente, los agentes de bolsa incrementan el valor de su corporación (Buchanan, 1965). Todo lo dicho se opone a la idea de que las Bolsas de Valores no pueden ser capaces de organizarse adecuadamente sin la intervención del Estado (Frye, 2000). La autorregulación del mercado tiene muchas más ventajas que la reglamentación estatal. En primer lugar, cuando al sector privado es dada la posibilidad de actuar libremente, los agentes de bolsa pueden experimentar diferentes reglas y normas para establecer cuáles sean más provechosas. La posibilidad de elegir es lo que permite a grupos de individuos que se han unido libremente en asociaciones descubrir nuevas y eficaces formas de reglamentar su conducta. Como escribió Hayek, «el valor de la libertad consiste principalmente en la posibilidad de descubrir y desarrollar lo que aún no ha sido inventado, y el buen funcionamiento de una sociedad libre descansa grandemente en la existencia de instituciones que hayan surgido con la misma libertad» (Hayek, [c1960], 1978: 61). Si todas las asociaciones privadas, como por ejemplo la Bolsa de Valores, tuvieran la posibilidad de escoger libremente sus normas, tendrían asimismo la posibilidad de descubrir cuáles de estas normas sean más convenientes y ventajosas. Lo cual está en evidente contraste con la idea de que las normas deben ser impuestas por el Estado. Hayek lo explica bastante bien:

No cabe duda de que hay diversas ventajas en obedecer a aquellas normas que no son impuestas desde arriba, no solamente porque tal coacción es dañina, sino porque sería provechoso darse cuenta de que no todas las normas deben observarse siempre y en cualquier caso. Precisamente, es el carácter flexible de las normas voluntarias que en la esfera ética hace posible su evolución gradual y su desarrollo espontáneo, y que, además, permite que la experiencia lleve a rectificaciones y mejoras. Tal evolución es

posible solamente con normas que no sean coactivas o impuestas desde arriba. A diferencia de las normas coactivas, que no pueden ser cambiadas sino de forma discontinua y al mismo tiempo definitiva, las normas de autorregulación permiten experimentos y cambios graduales. La existencia de individuos y asociaciones que observan simultáneamente normas diferentes proporciona la posibilidad de escoger las más eficaces. (Hayek, [c1960], 1978)

Si los agentes de bolsa tienen la posibilidad de experimentar y elegir, pueden continuamente adoptar nuevas formas de autorregulación.² Mientras puede ser cierto que las Bolsas de Valores necesiten alguna forma de reglamentación, no hay ningún motivo para concluir que las normas deban ser impuestas por el Gobierno.

I

EL NACIMIENTO DE LAS BOLSAS DE VALORES

Las Bolsas de Valores no surgieron de la noche a la mañana. Ningún gobernador declaró nunca la instauración de la Bolsa de Valores de Londres; se trató más bien de una progresiva evolución (Smith, 1929: 206; Wincott, 1946: 1). Las sociedades anónimas surgieron a lo largo del siglo XVI, y no tuvo que pasar mucho tiempo antes de que existieran cantidades de acciones suficientes para justificar la profesión de los agentes de bolsa (Kindleberger, 1948: 16).³ Inicialmente, poseer acciones no era algo tan difundido y las ventas se concluían directamente entre compradores y vendedores. Los comercios se realizaban principalmente entre un propietario de acciones que vendía sus cuotas y otro propietario u otra persona dentro de la lista bastante limitada de compradores

² Lo cual no quiere decir que en cada momento se podrán romper los acuerdos con la excusa de que no hay porqué observar las viejas normas; será sin embargo posible adoptar normas nuevas para acuerdos futuros (Benson, 1990, 1993; Stringham, 1999).

³ La Amsterdam Bourse del siglo XVII es considerada la primera Bolsa de Valores (Allen y Gale, 1994: 13). Este estudio se centra en el surgimiento y desarrollo de la Bolsa de Valores de Londres, que con el tiempo pasó a ser el mercado más avanzado.

elegibles que las compraba (Jenkins, 1973). La liberalización del sector bancario a finales del siglo XVII aumentó la capacidad de las compañías de tomar fondos prestados, lo cual llevó a un incremento en la cantidad de sociedades de acciones de quince a ciento cincuenta en menos de seis años (Jenkins, 1973). En Inglaterra, hay pruebas de la existencia de agentes de bolsa a partir de las últimas décadas del siglo XVII y en 1692 el mercado tenía suficiente importancia como para que el semanal *Collection for Improvement of Husbandry and Trade* empezara a publicar el precio de las acciones de ocho compañías (Houghton, 1727; Neal, 1987: 99).

Al principio el comercio en acciones era tan sólo un negocio extra, pero con el tiempo los agentes empezaron a especializarse en correduría de bolsa (Jenkins, 1973).⁴ Mercadeaban en la Real Lonja de Londres, que hospedaba diversas clases de comerciantes, como por ejemplo tenderos, boticarios y fabricantes de paños (Wincott, 1947: 7). A medida que el número de agentes de bolsa iba creciendo, iba quedando claro que no eran enteramente los bienvenidos en la Real Lonja y en 1696 el Gobierno aprobó una ley «para Limitar el Número y el Ejercicio de los Agentes e Intermediarios de Bolsa.»⁵ Era una decisión para reglamentar y controlar a los agentes, pero éstos podían evitarlo simplemente marchándose de la Real Lonja y estableciendo sus negocios en otra parte de la ciudad (Reed, 1975; Morgan y Thomas, 1969: 22-24). Con excepción de los que comerciaban con el extranjero, la mayoría de los agentes de bolsa dejaron la Real Lonja en 1698.⁶

⁴ Jenkins destaca que «no necesariamente tenían que ser agentes de bolsa. Podían comerciar en lo que quisieran: acciones, oro, mercería, pescado, pan, carpintería, espectáculos, hasta arcos y flechas.»

⁵ A pesar de que se pueda pensar que el ambiente vivía completamente en un estado de *laissez faire*, en realidad había diversas restricciones (Banner, 1998), pero desde la óptica de la moderna economía podemos asegurar que casi ninguna de ellas tenía el mérito de hacer prosperar el mercado.

⁶ Algunos comercios se realizaban en las calles, pero los oficiales de policía preferían no permitir tales congregaciones para mantener las calles libres.

II LOS CAFÉS COMO LUGARES PRIVILEGIADOS DE REUNIÓN

Como no había ninguna área designada específicamente como Bolsa de Valores, los negocios se trasladaron a lugares casuales, principalmente en las muchas cafeterías entre las calles Cornhill y Lombard (Jenkins, 1973; Wincott, 1946). Thomas Mortimer, escritor del siglo XVIII, escribió que el lugar privilegiado para las reuniones de los agentes de bolsa era el Jonathan's, en la calle Exchange (Mortimer, 1801). Los cafés hospedaban varios agentes de bolsa, y algunos de ellos hasta tenían allí sus despachos (Jenkins, 1973: 40). En 1695 un agente de cambio hizo publicar el siguiente anuncio en el *Collection for Improvement of Husbandry and Trade*: «John Castaing en el café Jonathan de la calle Exchange compra y vende cédulas en blanco y de beneficio y toda clase de acciones y participaciones» (Mirowski, 1981). Los agentes solían reunirse todos los días en las mismas cafeterías.⁷ El que tenía éxito en sus comercios era calificado por sus colegas como «líder y oráculo de Jonathan's Coffee House» (Morgan y Thomas, 1969: 46).

Dado que se trataba de un mercado bastante complicado, y era frecuente cerrar tratos que se liquidaban trimestralmente, había muchas cosas que podían ir mal (Mortimer, 1891; Dickson, 1967). Uno de los problemas era el de las estafas. En 1692, John Houghton escribió en su periódico: «Sin duda alguna, si tales negocios fueran mejor conocidos, sería una ventaja indudable para el país; pero debo alertar a los principiantes a ser muy cautelosos, porque entre ellos hay muchos artistas de la estafa» (Houghton, 1727). Otro de los problemas era el incumplimiento de pago, aunque involuntario. Dado que podían pasar muchas semanas antes

⁷ Las cafeterías del Reino Unido eran diferentes de las modernas cafeterías de Estados Unidos, porque se podía consumir, además de café, también cerveza, vino, licores, sandwiches, tartas y queso (Jenkins, 1973: 41; Morgan y Thomas, 1969: 7). Diversas cafeterías eran elegidas lugares de reunión por clientes muy diferentes: escritores y críticos iban al Will's, los filósofos al Grecian, los jugadores acudían al White's Chocolate House, mientras el Lloyd's Coffee House, que más adelante iba a llamarse Lloyd's of London, era especializado en expediciones y seguros marítimos (Jenkins, 1973: 41; Raynes, 1948: 110).

de que el negocio se concretizara, los agentes arriesgaban sus contrapartidas comerciales, dado que no conseguían pagar en el día de liquidación. Mortimer afirmó que «los problemas surgían si la persona que hacía el negocio no tenía la capacidad (el dinero) para liquidar, porque en muchos casos ni el agente ni su cliente tenían dinero» (Mortimer, 1801).

La primera reacción a este problema fue que los morosos fueron echados del Jonathan's. Si un agente no conseguía llevar a cabo buenos negocios, era calificado de «lame duck», incapaz. En 1761 Thomas Mortimer escribió que «lame duck» era un «apodo que en la calle Change se daba a aquellos que no conseguían cumplir con sus compromisos». «Había alguno en casi cada reunión. La sanción para los que no pagaban era ser exiliados del Jonathan's, pero podían seguir trabajando como agentes en otros despachos». (Morgan y Thomas, 1969). Los malos agentes no eran castigados físicamente, simplemente eran exiliados de los cafés, y ser exiliados significaba un daño considerable en los negocios de un agente (Jenkins, 1973).

A pesar de haber sido exiliados, después de un tiempo los agentes morosos solían regresar a las cafeterías, lo cual era un problema para aquellos que no estaban al corriente de estar tratando negocios con alguien con malos antecedentes. Se decidió entonces escribir los nombres de los morosos en una pizarra, como admonición para que nadie tratara con ellos (Morgan y Thomas, 1969). Esta forma de boicoteo de hecho representaba una forma de procedimiento no coactivo contra aquellos en los que era preferible no confiar (Caplan y Stringham, 2001).⁸

III UN CLUB EXCLUSIVO

Si boicotear a los malos agentes funcionaba hasta cierto punto, con el tiempo algunos agentes de bolsa decidieron que a las cafeterías públicas se podía preferir algo mejor. Sentían la necesidad

⁸ Según Caplan y Stringham estos boicoteos eran un sistema para hacer respetar las normas.

de volverse más exclusivos para evitar tener que tratar con gentuza (Jenkins, 1973). Durante un tiempo, diferentes grupos experimentaron diversos lugares para comerciar en acciones y otros valores. En 1765 el Banco de Inglaterra hizo construir un edificio circular donde se podía hacer negocios, pero al parecer no tuvo mucho éxito. Un libro de 1824 describe los comercios en el edificio como un «espectáculo indecente» (Michie, 1999). Los agentes eran ruidosos y, por lo general, tenían mala reputación. Todos estos escenarios eran demasiado caóticos, por lo tanto se necesitaba una diversa solución (Jenkins, 1973; Morgan y Thomas 1969).⁹

No sorprende que hordas de agentes, honestos y no, quisieran conducir sus negocios en los mismos lugares. Como las ganancias eran muy elevadas, los estafadores podían, teóricamente, disipar los provechos de los demás agentes. Al final, un grupo de agentes encontró una manera para eliminar, por lo menos en parte, este desarreglo. En 1761 Thomas Mortimer escribió: «En aquellos tiempos, algunos caballeros se dieron cuenta de que algunos miembros de la hermandad no eran capaces u honestos y decidieron crear una asociación con la finalidad de echarlos del Jonathan's Café» (Smith, 1929). En 1762 ciento y cincuenta agentes formaron una asociación y llegaron a un acuerdo de exclusividad con el Jonathan's Café. Cada miembro debía pagar ocho libras al año para el alquiler del Café (Morgan y Thomas, 1969). Transformando el Jonathan's en un club privado, los miembros tenían la posibilidad de excluir a los no afiliados y expulsar a los insubordinados. Los analistas hablan de los fundadores de la asociación como de los agentes «más importantes» (Morgan y Thomas, 1969) y «más capaces» (Jenkins, 1973). Si solamente los agentes de buena reputación eran admitidos en el club, entonces habría muchas menos posibilidades de hacer malos comercios.

Desafortunadamente para el nuevo proyecto, uno de los agentes exiliados demandó a los miembros del club y el gobierno se entrometió en sus planes declarando que el Jonathan's no tenía ningún derecho de excluir a nadie (Morgan y Thomas, 1969; Jenkins,

⁹ Podemos imaginar que si tal solución hubiese sido exitosa, los comercios hoy se podrían llevar a cabo en edificios como el London Stock Rotunda o el New York Stock Rotunda.

1973). Esto frenó un poco el uso de las cafeterías como mercados privados y, como estrategia alternativa, en 1773 los agentes se organizaron para adquirir ellos mismos un edificio. Este nuevo edificio se conoció como el Nuevo Jonathan's y podían entrar solamente los que pagaban la cuota de admisión, que cubría algunos gastos como por ejemplo el alquiler (Wincott, 1946). En 1773 el *Gentlemen's Magazine* reportó que «se tomó la decisión que el New Jonathan's ya no debía llamarse New Jonathan's, sino Bolsa de Valores, y que este mismo nombre debía ser grabado sobre la puerta» (Jenkins, 1973). No obstante fuera conocida como Bolsa de Valores, hay que aclarar que era diferente de lo que hoy se entiende propiamente como Bolsa de Valores. En 1801 Thomas Mortimer afirmó que «los agentes se reunían en una cafetería muy grande, llamada Bolsa de Valores» (Mortimer, 1801). Esta cafetería/Bolsa de Valores no tenía afiliación oficial y era administrada por dos comisiones que representaban una a los propietarios de la cafetería y la otra a los clientes (Morgan y Thomas, 1969; Jenkins, 1973).

Para entrar no hacía falta afiliarse, era suficiente pagar la cuota diaria. La cuota podía servir para alejar a muchos holgazanes, pero después de algunos años resultó claro que no era suficiente. El precio para ser admitidos era suficientemente bajo como para que agentes poco fiables siguieran presentes causando bastantes problemas tanto a los inversores como a los demás agentes (Wincott, 1946). Por ello, el deseo de los agentes era formar una asociación aun más exclusiva y en 1801 se decidió que para ser admitidos había que ser miembros suscritos (Morgan y Thomas, 1969). Se anunció lo siguiente:

Los propietarios de la Bolsa de Valores, por solicitud de un número considerable de los caballeros que la frecuentan, y con el acuerdo unánime de la Comisión Universal solicitada para asistirlos en el establecimiento de las reglas necesarias, han acordado por unanimidad que después del próximo 27 de Febrero esta Casa dejará definitivamente de ser una Bolsa de Valores y a partir del día martes 3 de Marzo se convertirá en una Sala de Suscripción al costo de 10 guineas al año. La suscripción podrá renovarse el día 1 de Marzo de cada año a seguir. Todos los que deseen ser suscriptores deben especificarlo por escrito al señor

E. Whitfor, Secretario de las Comisiones Reunidas, antes del día 31 del mes corriente para que dichas Comisiones puedan votar (Michie, 1999).

A los agentes se les requería seguir ciertas reglas para poder ser miembros de la Sala de Suscripción. En 1801 se decidió que «siendo deseable que la Sala de Suscripción de Acciones adquiera y conserve un renombre digno de respeto, y considerando que a tal fin es absolutamente necesario impedir todo tipo de desorden» se habría impuesto una multa a todos aquellos que hubieran violado las reglas. «Multa que debía ser pagada al Secretario de la Comisión Universal y que sería destinada a fines benéficos» (Morgan y Thomas, 1969).¹⁰ Este nuevo mecanismo de control servía para reprimir los malos comportamientos, manteniendo los afiliados del club bajo control.

Como para todas las novedades, había algunos problemas en esta nueva Sala de Suscripción de Acciones, y hubo que efectuar varias reorganizaciones antes de que los problemas fueran finalmente resueltos. Muchos de los afiliados no querían colaborar para facilitar la transformación. Uno de los miembros fue multado pero se negó a pagar sosteniendo que no tenía porqué estar de acuerdo con las nuevas reglas (Morgan y Thomas, 1969; Reed, 1975).¹¹ En los meses siguientes la Sala de Suscripción de Acciones se desintegró, dejando a los que deseaban una asociación más exclusiva con la única opción de crear una nueva casa de contratación. Tras muchos preparativos y tras haber ofrecido a los viejos agentes de cambio hacerse afiliados, se acumularon fondos emitiendo 400 acciones, cada una del valor de 0,50, de las cuales cada persona podía llegar a comprar hasta cuatro cuotas. Así, al año siguiente, se logró construir el nuevo edificio (Morgan y Thomas, 1969; Reed, 1975).

¹⁰ Es interesante notar que las multas eran destinadas a fines benéficos más que a enriquecer a los que las recaudaban. Para un informe sobre el incremento del derecho penal como medio para enriquecer al gobierno, véase Benson, 1990, 1994.

¹¹ Por aquel tiempo, uno de los miembros era un tal David Ricardo, pero luego renunció (Jenkins, 1973: 51).

IV DESAFÍOS Y COMPETENCIA

La nueva Bolsa de Valores en Capel Court podía ahora establecer normas aceptadas unánimemente por todos los miembros, pero desde luego no sorprende que los excluidos no estuvieran contentos con su nueva colocación.¹² En 1810 hubo una petición para que el gobierno debilitara la Bolsa de Valores obligándola a abrirse al público. El proyecto de ley decía:

No existe, en este momento, un mercado abierto al público para la compraventa de acciones, fondos, valores del Estado y demás valores; y el lugar en donde hasta ahora se ha centrado la mayor parte de estas compraventas y en donde siguen realizándose estos negocios es un lugar privado del que el público queda excluido. Sería muy conveniente y ventajoso para los súbditos de Su Majestad si un mercado abierto al público fuera establecido en un lugar adecuado para la compraventa de las acciones, de los fondos y de los valores (Morgan y Thomas, 1969).

Si el gobierno hubiera intervenido en este acuerdo privado, los agentes poco confiables habrían podido obtener una admisión forzada en la nueva Bolsa de Valores.

Afortunadamente para la Bolsa, el gobierno no exigió el acceso público como había hecho en el caso del Jonathan's Café. Un miembro declaró que la propuesta de ley de 1810 había surgido «bajo el pretexto falaz de crear una Bolsa de Valores abierta al público dentro de Londres», pero que en realidad quería «acoger a los estafadores y ofrecer nuevas oportunidades a los diseños criminales de aventureros notorios y corruptos». Por lo contrario, la Bolsa de Valores había quedado «abierta para los hombres dignos de honor y cerrada para siempre para todos los estafadores» (Morgan y Thomas, 1969). La Bolsa de Valores de Londres podía ahora establecer y poner en ejecución sus normas internas; nadie que no fuera miembro era admitido (Johnstone, 1814).

¹² Por aquella época el Banco de Inglaterra estuvo contemplando si construir una nueva Casa de Contrataciones abierta al público, pero al final desistió (Morgan y Thomas, 1969: 71).

El hecho de que la afiliación era dispendiosa y que las Bolsas podían expulsar a los estafadores ha llevado a algunos a ver en esta exclusividad un ejemplo de cartel (Demsetz, 1969; Welles, 1975). ¿Podía tal cooperación entre los agentes de cambio ser simplemente una forma de connivencia (Downen, 1992; Cowen y Sutter, 1999)?¹³ La posibilidad de hacer ejecutar las normas permitía a los agentes sancionar a los que no cooperaban, pero no les daba la posibilidad de imponer cualquier regla que quisieran. Como ha destacado Mahoney:

Los intentos de una Bolsa de Valores de cobrar un precio de monopolio por los servicios de sus miembros podrían causar un daño a los miembros mismos solamente en el caso de que la Bolsa se enfrentara a una competencia suficiente por parte de otros mercados. Otras Bolsas podrían capturar volúmenes de mercado ofreciendo costos menores y los inversores no serían desfavorecidos debido a un loco intento de cargar un precio de monopolio dentro de un mercado competitivo. Si las Bolsas de Valores tuvieran suficiente competencia, las normas restrictivas sobrevivirían solamente si se demostrasen eficaces (Mahoney, 1997).¹⁴

Aquellas normas que incrementan el valor de un producto, como por ejemplo las garantías contra las fraudes, se imponen por sí mismas, y, siempre que no existan barreras legales para entrar, aquellas normas que se demuestren colusorias caerán inutilizadas (Telser, 1980; Caplan y Stringham, 2001).¹⁵ Si las normas de las Bolsas de Valores fueran solamente colusorias, no hay duda de que la preferencia de los clientes iría a aquellos agentes que no siguieran las normas y que cobrarán menos por los mismos servicios. Esta competencia sería la causa de que los carteles se disolvieran.

¹³ Cowen y Sutter (1999) afirman que la cooperación entre contrincantes es una forma de connivencia.

¹⁴ Mahoney continua: «las normas restrictivas de las Bolsas podrían parecer más inofensivas si concebidas como medios para evitar aprovechamientos gratuitos y apropiaciones por partes de los no afiliados.

¹⁵ Sobre las normas colusorias se ejercería la presión tanto de la competencia externa como de la competencia interna a la Bolsa misma. Como escribe Mahoney (1997): «El hecho de que los miembros de la Bolsa tengan opiniones distintas en lo que concierne a las normas restrictivas reduce el peligro de un cartel estable de agentes.»

Por otra parte, si las normas proporcionaran realmente garantías contra las fraudes, no habría motivo para que los clientes buscaran agentes que no observaran las normas de las Bolsas.¹⁶

Por aquellos tiempos, los miembros de la Bolsa de Valores de Londres tenían que hacer frente a varios tipos de competencia, lo cual hacía que el mercado fuese bastante controversial. Los que querían actuar fuera de las normas impuestas por las Bolsas de Valores podían hacer sus negocios en despachos privados, en la Regia Bolsa de Valores, en el Banco de Inglaterra o en Bolsas de Valores extranjeras como la Bolsa de Amsterdam (Mortimer, 1801: 76; Kregel, 1995: 468; Morgan y Thomas, 1969: 140; Michie, 1985: 61-82; Neal, 1987; Stringham, 2001). Esta competencia ponía un freno a que la Bolsa de Valores estableciera normas ineficientes. En algunos casos las normas se demostraban demasiado gravosas y eran abandonadas por el temor de perder negocios por culpa de los agentes no afiliados (Morgan y Thomas, 1969: 140). Estas personas ajenas eran consideradas «una molestia», lo cual no sorprende dado que estaban en competencia directa. Para atraer nuevos negocios, la Bolsa de Valores de Londres hacía publicidad en los periódicos, destacando que los que no eran afiliados no estaban «bajo el control de la Comisión» (Morgan y Thomas, 1969: 141), lo cual quería significar que los miembros de la Bolsa de Londres eran más confiables.

Por muchos años la Bolsa de Valores de Londres no tuvo constitución formal y solamente en 1812 se elaboró el primer reglamento oficial (Mirowski, 1981: 573; Morgan y Thomas, 1969: 74). La necesidad de atraer nuevos negocios, no las normas jurídicas, hizo que la Bolsa de Londres actuara de manera bien ponderada (Boot y otros, 1993: 1178).¹⁷ Era interés de la Bolsa de Valores tener

¹⁶ Lo cual no quiere decir que los clientes buscarían solamente a agentes que fueran miembros de la Bolsa de Valores. Aquellos agentes que hubieran conseguido establecer relaciones dignas de confianza no tendrían demasiada necesidad de las normas de la Bolsa y los cazadores de gangas que quisieran arriesgarse con una Bolsa clandestina podían hacerlo.

¹⁷ En Boot y otros se afirma: «Dado que una garantía discrecional de un garante de muy buena reputación tenía más valor de una garantía exigible de un garante con menor reputación, los precios de las garantías discrecionales no tenían que ser menores que los precios de las garantías exigibles». Sobre la importancia de los alicientes más que de las normas jurídicas véanse Hasnas (1995a, 1995b); y Klein (1997).

buena reputación, de lo contrario perdería negocios. En 1877 el Gobierno declaró que las normas de la Bolsa de Valores «habían sido ventajosas para el público» y que la Bolsa actuaba «honradamente, honestamente, y con el deseo de hacer justicia». Concluía diciendo que sus normas privadas eran «capaces de proporcionar remedio y ejercitar un freno mucho más eficaz y satisfactorio que cualquier regla promulgada por el tribunal legal» (Wincott, 1946: 27). La asociación tiene ventajas para asegurarse de que la Bolsa actúe correctamente y por ello establecerá y hará cumplir sus normas con la mayor eficiencia posible. Un tribunal indiferente, por lo contrario, no tendría incentivos ni mucho menos el conocimiento necesario para hacer cumplir las normas de una Bolsa de Valores (Stringham, 1999).

V CONCLUSIÓN

No obstante pueda haber buenas razones para temer que en un complicado mercado de acciones haya mayores posibilidades de hacer fraudes, parece evidente que no había mercado que fuese inmune en esta esfera. Más que depender de una reglamentación pública para hacer cumplir los contratos, los agentes conscientemente encontraron una manera para resolver el problema creando e imponiendo un sistema de reglas internas. Dado que su objetivo era impulsar los negocios, el interés de los miembros estaba alineado con el interés de sus clientes. Fue la capacidad de experimentar y la necesidad de atraer nuevos negocios lo que permitió a los agentes descubrir las mejores maneras de organizarse y auto reglamentarse.

Bajo este sistema de *laissez faire*, empresas y asociaciones como por ejemplo la Bolsa de Valores de Londres podían decidir autónomamente la manera de organizarse y solamente aquellos que conseguían hacerlo con éxito prosperaban.¹⁸ Dado que la Bolsa de Valores de Londres no tenía monopolio legal, necesitaba

¹⁸ Otras Bolsas de Valores, por ejemplo en Estados Unidos, se desarrollaron en manera bastante diferente (Michie, 1986).

asegurar que su existencia fuera ventajosa. Dennis Carlton escribe: «es útil considerar las Bolsas de Valores como rivales (o potencialmente rivales) entre ellas. Como en otros mercados, la competencia es un sustituto de la reglamentación. Más competencia hay, mayores son las probabilidades de que las Bolsas mismas tengan que promulgar normas y reglamentaciones para beneficiar y proteger a sus clientes más o menos de la misma manera en que la competencia en otros mercados protege a los consumidores» (Carlton, 1984: 259). Cuando las Bolsas de Valores consiguen organizarse libremente sin reglamentación por parte del estado, entonces es el mercado mismo el que les da la posibilidad de experimentar las maneras mejores de organizarse libremente. En su búsqueda de nuevas ganancias, los agentes tendrán el incentivo de encontrar las mejores maneras de auto reglamentarse. La evolución de la Bolsa de Valores de Londres es prueba evidente de que reglas ventajosas pueden ser creadas por el mercado.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALLEN, Franklin y GALE, Douglas (1994): *Financial Innovation and Risk Sharing*. Cambridge, MA: MIT Press.
- BANNER, Stuart (1998): *Anglo American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690-1860*. Cambridge: Cambridge University Press.
- BENSON, Bruce (1994): «Are Public Goods Really Common Pools?» *Economic Inquiry*, Vol. 32: 249-271.
- (1990): *The Enterprise of Law*. San Francisco: Pacific Research Institute for Public Policy.
- (1993): «The Impetus for Recognizing Private Property and Adopting Ethnical Behavior in a Market Economy: Natural Law, Government Law, or Evolving Self-Interest». *The Review of Austrian Economics*, Vol. 6, N.º 2: 43-80.
- BANNER, Stuart (1998): «The Origin of the New York Stock Exchange, 1791-1860». *Journal of Legal Studies*, Vol. 27: 113-140.
- BOOT, A., GREENBAUM, S. y THAKOR, A. (1993): «Reputation and Discretion in Financial Contracting». *The American Economic Review*, Vol. 83, Issue 5, pp. 1165-1183.

- BUCHANAN, James (1965): «An Economic Theory of Clubs». *Economica*, Vol. 32: 1-14.
- (1975): *The Limits of Liberty*. Chicago: University of Chicago Press.
- CAPLAN, Bryan y STRINGHAM, Edward (2001): «Networks, Law, and the Paradox of Cooperation». *Review of Austrian Economics*, forthcoming.
- COWEN, Tyler (1992): «Law as a Public Good: The Economics of Anarchy». *Economics and Philosophy*, Vol. 8: 249-267.
- COWEN, Tyler y SUTTER, Daniel (1999): «The Costs of Cooperation». *The Review of Austrian Economics*, Vol. 12: 161-173.
- CARLTON, Dennis (1984): «Futures Markets: Their Purpose, Their History, Their Growth, Their Successes and Failures». *The Journal of Futures Markets*, Vol. 4, N.º 3: 327-271.
- CHAMBERS, Scott y CARTER, Colin (1990): «U.S. Futures Exchanges as Nonprofit Entities». *The Journal of Futures Markets*, Vol. 10, N.º 1: 79-88.
- DEMSETZ, H. (1969): «Perfect Competition, Regulation, and the Stock Market». In Manne, H. (de.) *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, pp. 1-22. Washington: American Enterprise Institute.
- DICKSON, P.G.M. (1967 [1993]): *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of Public Credit 1688-1756*. Aldershot, Hampshire, England: Gregg Revivals.
- FISCHEL, Daniel y GROSSMAN, Sanford (1984): «Customer Protection in Futures and Securities Markets». *The Journal of Futures Markets*, Vol. 4, N.º 3: 273-295.
- FRYE, Timothy (2000): *Brokers and Bureaucrats: Building Market Institutions in Russia*, Ann Arbor: University of Michigan Press.
- GLAESER, Edward, JOHNSON, Simon y SHLEIFER, Andrei (2001): «Coase versus the Coasians». *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116: 853-899.
- HAYEK, F.A. ([c1960] 1978): *Constitution of Liberty*. Chicago: University of Chicago.
- HASNAS, John (1995a): «Back to the Future: From Critical Legal Studies Forward to Legal Realism, or How Not to Miss the Point of the Indeterminacy Argument». *Duke Law Journal*, Vol. 45: 84-132.

- (1995b): «The Myth of the Rule of Law». *Wisconsin Law Review*, 1995: 1999-233.
- HOUGHTON, John (1727): *Husbandry and trade improv'd*, Vol. 1. London: Woodman y Lyon.
- JENKINS, Alan (1973): *The Stock Exchange Story*. London: Heinemann.
- JOHNSTONE, Andrew (1814): *The Calumnious Aspersions Contained in the Report of the Sub-committee of the Stock-Exchange*, 3.th ed. London: W. Lewis.
- KINDLEBERGER, Charles P. (1984): *A Financial History of Western Europe*. London: George Allen & Unwin.
- KLEIN, Daniel (1997): *Reputation*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- KREGEL, J.A. (1995): «Neoclassical Price Theory, Institutions and the Evolution of Securities Market Organisation». *The Economic Journal*, Vol. 105: 459-470.
- MACEY, Jonathan y KANDA, Hideki (1990): «The Stock Exchange as a Firm: The Emergence of Close Substitutes for the New York and Tokyo Stock Exchanges». *Cornell Law Review*, Vol. 75: 1007.
- MACEY, Jonathan y O'HARA, Maureen (1999): «Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective». *Journal of Legal Studies*, Vol. 28: 17.
- MAHONEY, Paul (1997): «The Exchange as Regulator». *Virginia Law Review*, Vol. 83: 1453-1500.
- MICHIE, Ranald (1985): «The London Stock Exchange and the British Securities Market, 1850-1914». *Economic History Review* Second Series, Vol. 38, N.º 1: 61-82.
- (1986): «The London and New York Stock Exchanges, 1850-1914». *Journal of Economic History*, Vol. 46, N.º 1: 71-187.
- (1999): *The London Stock Exchange: A History*, Oxford: Oxford University Press.
- MIROWSKI, Philip (1981): «The Rise (and Retreat) of a Market; English Joint Stock Shares in the Eighteen Century». *Journal of Economic History*, Vol. 41, N.º 3: 559-577.
- MORGAN, E.V. y THOMAS, W.A. (1969 [c1962]): *The London Stock Exchange*. NY: St Martin's Press.
- MORTIMER, Thomas (1801): *Every man his own broker; or, A guide to the Stock Exchange*. 13th ed., considerably improved, re-published. London: W.J. & J. Richardson.

- NEAL, Larry (1987): «The Integration and Efficiency of the London and Amsterdam Stock Markets in the Eighteen Century». *Journal of Economic History*, Vol. 47, N.º 1: 97-115.
- RAYNES, Harold (1948): *A History of British Insurance*. London: Pitman & Sons (1948).
- REED, M.C. (1975): *A history of James Capel & Co*. London: James Capel & Co.
- ROTHBARD, Murray (1970): *Power and Market*. Kansas City: Sheed, Andrews y McMeel.
- SILBER, William (1981): «Innovation, Competition, and New Contract Design in Futures Markets». *The Journal of Futures Markets*, Vol. 1, N.º 2: 123-155.
- SMITH, C.F. (1929): «The Early History of the London Stock Exchange». *The American Economic Review*, Vol. 19, N.º 2: 206-216.
- STRINGHAM, Edward (1999): «Market Chosen Law». *Journal of Libertarian Studies*, Vol. 14, N.º 1: 53-77.
- (2001): «The Extralegal Development of Financial Trading in Seventeenth-Century Amsterdam». Ensayo presentado en los *Southern Economics Association Meetings*. Tampa, FL, November 19, 2001.
- TELSER, Lester (1980): «A Theory of Self-Enforcing Agreements». *Journal of Business*, Vol. 53: 27-44.
- TULLOCK, Gordon (1972): *Explorations in the Theory of Anarchy*. Gordon Tullock (editor). Blacksburg, V.A.: Center for the Study of Public Choice.
- (1974): *Further Explorations in the Theory of Anarchy*. Gordon Tullock (editor). Blacksburg, V.A.: Center for the Study of Public Choice.
- WELLES, C. (1975): *The Last Days of the Club*. NY: E.P. Dutton.
- WINCOTT, Harold (1946): *The Stock Exchange*. London: Sampson Low, Marston & Co.