

AHORRO Y FORTUNA. UN ANTECEDENTE DE LA INVERSIÓN COLECTIVA EN ESPAÑA

FERNANDO CARNERO LORENZO
Departamento de Historia e Instituciones Económicas
Universidad de La Laguna

INTRODUCCION

Hasta hace muy pocos años el grado de intermediación bancaria en España ha sido muy elevado, teniendo otras instituciones una exigua participación en el conjunto del sistema financiero. En particular, las entidades de inversión colectiva no han alcanzado cierta importancia hasta la década de 1990, sobre todo a partir de la reforma del mercado de valores, de tal manera que, si en 1988 significaban el 0,6 por ciento, a mediados de los años noventa ya se acercaba al 10 por ciento. Algo parecido ha ocurrido con las compañías de seguros, que en el mismo intervalo temporal pasaron del 2 al 7,5 por ciento¹. Ahora bien, esta transformación tan sólo afecta a los productos ofertados, ya que los protagonistas siguen siendo los mismos, los bancos, cuya participación en las aseguradoras y en las sociedades y fondos de inversión es considerable. Sin embargo, la presencia de estos últimos en nuestro país no es un fenómeno tan reciente como pudiera parecer, ya que sus orígenes se remontan a finales del siglo XIX.

El objetivo de la presente comunicación será aproximarnos a la génesis de estas instituciones financieras no bancarias, cuya historia carece por el momento de un estudio en profundidad², ya que las investigaciones sobre el sistema financiero español se han ocupado, mayoritariamente de los bancos y cajas de ahorros y, en menor medida, de la bolsa y los seguros³. En este sentido, se realizará, en primer término, un breve recorrido por la evolución de las entidades de inversión colectiva en otros países, desde sus primeros pasos en Gran Bretaña a mediados del siglo XIX hasta finales de la década de 1960. Luego se intentará esbozar lo ocurrido en España durante ese mismo periodo, así como mensurar su importancia relativa en el contexto internacional a partir del análisis comparado, para, finalmente, centrar nuestra atención en una de las primeras asociaciones de este tipo que se crearon en nuestro país, *Ahorro y Fortuna*, fundada en Santa Cruz de Tenerife en 1912, describiendo la modalidad de sociedad de inversión colectiva con la que se corresponde, las razones que avalan el momento y el lugar de su establecimiento, su significación dentro del sistema financiero del Archipiélago, el

¹ A. Bérges Lobera (1995), pp. 25-31.

² Tan sólo J.L. García Ruiz (1999), pp. 189-197, ha realizado algunas consideraciones al respecto.

³ Un repertorio bibliográfico actualizado sobre la historia del sistema bancario puede consultarse en J. Hernández Andreu (1998) y P. Martín Aceña y M. Titos Martínez (1999). En el caso de los mercados de valores véase A. Hoyo Aparicio (1993), y para los seguros el artículo de E. Frax Rosales y M.J. Matilla Quiza (1996).

volumen y la tipología de su cartera y, por último, los rasgos definitorios de sus partícipes.

I. LA INVERSIÓN COLECTIVA EN EL ÁMBITO INTERNACIONAL

La determinación de los precedentes de este tipo de compañías a nivel internacional no resulta fácil, ya que las divergencias entre los estudiosos de esta cuestión son muy importantes. Así, algunos autores los sitúan en la Edad Moderna, a partir de los banqueros de *Ausbourg* del siglo XVI, los *Administratie Kantooren* de Holanda durante la centuria siguiente o los *Parish Trust* de Escocia en el setecientos. También se suelen citar algunos casos para la primera mitad del siglo XIX, como por ejemplo la *Société Générale des Pays Bas pour Favoriser l'Industrie National* en 1822 o la *Société des Actions Réunies*, creada por el Banco de Bélgica una vez que este país obtuvo la independencia, asimismo se recurre a la compañía suiza *OMNIUM*, establecida en 1849, e incluso se alude al *Credit Mobilier* francés de los hermanos Pereire, fundado tres años después. No obstante, la mayoría de ellos son considerados más como bancos de negocios o sociedades de crédito que como instituciones de inversión colectiva⁴.

En lo que sí existe una mayor coincidencia entre los distintos autores es a la hora de señalar a los *Investment Trust* británicos, establecidos en el decenio de 1860, como las primeras sociedades de inversión asimilables a las que conocemos en la actualidad. Se trataba de la *International Financial Society* (1862), la *Financial Association* (1862) y el *Financial and Colonial Government Trust* (1868)⁵. Además, el hombre de negocios escocés Robert Fleming es considerado como el gran impulsor de este tipo de compañías, promocionando la primera de ellas en 1873, *Scottish-American Investment Trust*, y creando otras cincuenta más hasta las vísperas de la Segunda Guerra Mundial con un capital acumulado de 115 millones de libras esterlinas⁶.

¿Por qué surgieron en Gran Bretaña?. La respuesta habría que buscarla en el hecho de haber sido el primer país en acceder a la Revolución Industrial, lo que le llevaría a ocupar el liderazgo económico y político mundial hasta la *Gran Guerra*. Esta circunstancia produjo enormes beneficios, que una vez satisfechas las necesidades internas de capital, generaron una importante bolsa de ahorro ocioso, más aun cuando la política de reducción de la deuda pública, llevada a cabo por el gobierno de Su Majestad después de las guerras napoleónicas, disminuyó el interés de los inversores por este tipo de valores. Por tanto, había que encontrar nuevas opciones en el exterior para dar empleo a los excedentes, de ahí que la mayor parte de estos fondos se orientasen hacia las empresas británicas en el extranjero, sobre todo de ferrocarriles, y hacia los empréstitos estatales, especialmente de las emergentes repúblicas latinoamericanas⁷. En este contexto, la aparición de formulas de inversión que permitiesen diversificar la cartera y, por ende, disminuir el riesgo, eran bien recibidas. Así, las entidades de inversión colectiva conocieron un notable auge, de tal manera que en 1875 existían dieciocho y quince años más tarde ya eran un centenar⁸.

⁴ L.M. Servien (1970) pp. 21-22 y 30.

⁵ J.M. Prats Esteve (1971), p. 95.

⁶ I. García Díaz (1970), p. 136-137.

⁷ Sobre la importancia y las características de las inversiones exteriores británicas en vísperas de la Primera Guerra Mundial, véase A. Maddison (1997), p. 92, y sobre su papel en la financiación de las economías latinoamericanas M. Carmagnani (1984), pp. 98-121.

⁸ J.M. Prats Esteve (1971), pp. 96-97.

Esta febril expansión conoció un primer frenazo en la primera mitad de los noventa, pues una serie de hechos adversos, como la quiebra de la casa de banca *Baring* o la revolución de Argentina, provocaron la desaparición de muchas de las sociedades de inversión británicas, sobre todo aquellas de más reciente creación que contaban con una cartera de valores aun exigua, lo que mermaba su margen de maniobra para hacer frente a la crisis. Tras superar este bache, y fruto de la fortaleza que mostraron los *Trusts* más antiguos, volvieron a recuperar la confianza del público, siguiendo desde ese momento a una nueva senda expansiva hasta el crack de 1929. Si en 1900 había unas sesenta compañías, su número se había casi cuadruplicado tres décadas más tarde⁹. Tan sólo se puede hablar de una ligera interrupción en esta tendencia durante la Primera Guerra Mundial, en que unas pocas entidades tuvieron dificultades para continuar, si bien la mayoría incluso desempeñaron un papel destacado en la colocación de los bonos de guerra.

En Estados Unidos el inicio de la inversión colectiva se suele situar en 1893 con la creación del *Boston Personal Property Trust*, sin embargo, las iniciativas de esta índole tardarían en fructificar y ello a pesar de contar con el apoyo incondicional del Gobierno. Así, durante la «Gran Guerra» y su inmediata posguerra, se intentó desarrollar un sistema por el cual un *Investment Trust* se convertiría en intermediario entre los exportadores-acreedores estadounidenses y los compradores-deudores europeos. Para darle solidez a esta idea se promulgó la *Edge Act* en 1919, sin embargo el experimento no tuvo mucho éxito. Por ello habrá que esperar a mediados de los llamados «felices años veinte» para que comenzasen a proliferar este tipo de instituciones, al amparo de la euforia bursátil e inmobiliaria que se vivió en el país. Si en 1920 eran cuarenta sociedades de inversión, en 1926 habían sienta sesenta y en 1929, antes del jueves negro, setecientas, asimismo sus capitales se multiplicaban por siete en el último intervalo temporal, alcanzando unos 7.000 millones de dólares¹⁰. De hecho, algunos autores acusan a estas compañías de ser las causantes del estallido de la burbuja especulativa de *Wall Street* al acelerar el crecimiento de las cotizaciones en su pugna por ganar adeptos¹¹. Finalmente se debe destacar una clara diferencia entre el desarrollo de estas instituciones en Gran Bretaña y Estados Unidos, ya que las primeras mostraron siempre su preferencia por los valores extranjeros, que antes de la Segunda Guerra Mundial suponían dos terceras partes del conjunto de sus carteras, mientras que en las segundas, los valores nacionales eran mayoritarios¹².

Pero el caso de Estados Unidos no fue el único, ya que en el periodo de entreguerras conocemos la puesta en marcha de sociedades similares en algunos países europeos, como Holanda, que en 1913 creó su primer *Trust* y tres años más tarde el primer fondo de inversión, *Nederlandsche fondren Mautshchappij*¹³, o Francia con la *Société Financière Fraco-Américaine* (1914), la *Union Trusts* (1925), la *Colonial Trust*, la *Compagnie Française des Placements* (1928) y la *Société Financière de l'Est* (1929)¹⁴. El escaso desarrollo de las distintas modalidades de inversión colectiva en este último país, así como en Alemania, Bélgica e Italia, se explica habitualmente por la doble imposición que recaía sobre estas entidades. Por ejemplo, las instituciones francesas debían abonar un gravamen del 37,4% sobre los beneficios obtenidos si los valores de su cartera eran nacionales, o un 40% si eran extranjeros, además debían pagar

⁹ *Ibidem*, pp. 98.

¹⁰ Estas referencias a la situación en Estados Unidos han sido obtenidas de L.M. Servien (1970), pp. 25-26.

¹¹ J.K. Galbraith (1991), pp. 88-90.

¹² J.M. Prats Esteve, (1971), p. 133.

¹³ *Ibidem*, p. 101.

¹⁴ I. García Díaz (1970), pp. 142-143.

al fisco el 15% por la venta de los títulos¹⁵. Otras causas que se suelen argumentar son el conservadurismo del inversor galo y las nefastas consecuencias que tuvo la crisis de los años treinta en sus homónimas estadounidenses. Sin embargo, es fundamentalmente el problema fiscal el que impidió un mayor desarrollo de estas sociedades en el «Viejo Continente». En ultramar se puede encontrar otro ejemplo de inversión colectiva anterior al crack del 29, concretamente en Japón, donde se establecieron las *Shitakukaishas* en 1922, si bien su evolución posterior no fue, al parecer, muy halagüeña¹⁶.

La crisis bursatil de Nueva York en octubre de 1929 marcó una nueva fase en la evolución histórica de estas instituciones. En el caso de Estados Unidos significó una profunda debacle, ya que tres años más tarde las compañías supervivientes tan sólo sumaban 2.000 millones de dólares de capital¹⁷. En otros países desanimó los intentos por fomentar su desarrollo, valga el ejemplo de Francia, donde las cinco existentes antes del crack desaparecieron durante la década siguiente, y un proyecto legislativo de 1930 para impulsarlas quedó en suspenso¹⁸. Una mejor situación presentó Gran Bretaña, que supo capear el temporal sin sufrir un importante descalabro, a ello contribuyeron las sociedades de inversión, que con su implicación directa evitaron que la caída de *Wall Street* se trasladase en las misma proporción a la bolsa de la *City*. De nuevo el protagonismo debe concederse a los *Trusts* con mayor tradición, ya que de los 103 existentes a comienzos de la década de los treinta, que fueron fundados con posterioridad a 1918, la mitad suspendieron el pago de dividendos; mientras que de los 94 creados antes del citado año, tan solo 7 pasaron por análogas circunstancias¹⁹. Incluso podemos destacar dos casos en los que la inversión colectiva iba a conocer un destacado impulso en estas fechas²⁰. El primero de ellos es Luxemburgo, donde una ley de 1929 que mejoraba el tratamiento fiscal de los *holding* hizo proliferar esta entidades, copiando a los *Investment Trust* británicos. Pero, sin lugar a dudas, el ejemplo más sobresaliente es el de Suiza, donde la *Société Internationale de Placements* (1930) fue la precursora del fuerte expansión posterior de las compañías y fondos de inversión, que en gran medida se debió a que este país, dada su larga tradición financiera, se convirtió en un importante refugio para los capitales procedentes del resto del mundo.

CUADRO 1
Capital de las sociedades de inversión colectiva en algunos países
(Medias quinquenales en millones de dólares)

	U.S.A.	Alemania	Suiza	Bélgica	Japón
1945-49	2.265		86		
1950-54	4.946	1	221		152
1955-59	12.333	181	508	52	523
1960-64	24.984	719	1.288	107	3.166
1965-69	44.506	1.153	1.478	95	2.920

FUENTES: I. García Díaz (1970), J.M. Prats Esteve (1971) y L.M. Servien (1970).

¹⁵ L.M. Servien (1970), pp. 38-43.

¹⁶ J.M. Prats Esteve (1971), p. 140.

¹⁷ Cfr. nota 13.

¹⁸ L.M. Servien (1970), p. 39.

¹⁹ I. García Díaz (1970), p. 137.

²⁰ El seguimiento de ambos casos se ha realizado a partir de L.M. Servien (1970), pp. 34 y 52-54.

Las nefastas consecuencias de la crisis de los años treinta para el sistema financiero internacional, sobre todo para los ahorradores particulares, llevó a numerosos países a adoptar, entre otras medidas, una regulación específica para las instituciones de inversión colectiva con el objeto de preservar los intereses de los partícipes en las mismas. A modo de ejemplo se pueden citar la *Prevention of Fraud Act* (1939) en Gran Bretaña o la *Investment Company Act* (1940) y la *Revenue Act* (1942) en Estados Unidos²¹. Estas actuaciones contribuyeron al relanzamiento de la inversión colectiva y a la difusión en otros países que se incorporaron a este proceso tras la Segunda Guerra Mundial (cfr. cuadro 1). En este grupo se encontrarían Alemania, Japón y Bélgica, así como Francia, en la que asistimos al resurgir de las sociedades de cartera a partir de 1945²². También se debe reseñar aquí la aparición del primer fondo de inversión de la recién creada Comunidad Económica Europea en Luxemburgo, *Eurunion* (1959)²³. Una notable excepción de esta tendencia sería Italia, que hasta 1970 aun no contaba con una legislación que favoreciera la implantación de esta modalidad de inversión institucional.

II. LAS SOCIEDADES DE INVERSIÓN EN ESPAÑA

La mayoría de los autores que analizan esta cuestión en nuestro país, suelen hacer coincidir sus comienzos con la Ley de 15 de julio de 1952 sobre el Régimen jurídico y fiscal de las sociedades de inversión mobiliaria, posteriormente sustituida por otra de 26 de diciembre de 1958 y complementada por el Decreto-Ley 7/1964 que contemplaba por primera vez los fondos de inversión²⁴. Incluso alguno de ellos alude a que, como suele ser habitual, el legislador tiene que ser el que impulse la actuación de los agentes económicos nacionales mediante medidas como éstas, que proporcionan beneficios fiscales²⁵. Tan sólo el artículo ya citado de J.L. García Ruiz se aventura a plantear la existencia de sociedades de esta índole antes de su regulación normativa²⁶.

A partir de las hipótesis y sugerencias de este último texto he intentado profundizar en la historia de la inversión colectiva en nuestro país, cuyos orígenes se remontarían a 1892, cuando se constituyó la primera compañía asimilable a las que se han estudiado para otras economías, *El Crédito General Español*. Desde ese momento, y hasta la promulgación de la primera legislación sobre las mismas, se crearon una treintena entidades de esta índole, tal y como se recoge en el cuadro 2, si bien se debe señalar que la nómina no está completa, pues la propia característica de la fuente consultada, que sólo se refiere a las sociedades anónimas, impide incorporar las que se

²¹ *Ibidem*, pp. 24 y 27-29.

²² En Alemania surgieron los primeros fondos de inversión en 1950, *Fondra y Fondak*, tras eliminar los obstáculos fiscales. En Bélgica, la primera sociedad de inversión colectiva apareció en 1946 bajo la denominación de *Belgische Maatschappij voor Beleggingsbeheer* (BEMAB), que gestionaba tres fondos de inversión. En Japón la promulgación en 1951 de la *Securities Investment Trust Act* dio origen a la formación de numerosas entidades de este tipo. En el caso de Francia, el Estado se hizo con una considerable cartera de valores privados como consecuencia del impuesto de Solidaridad Nacional de 1945. Ante esta circunstancia, estableció una serie de medidas para disminuir la presión fiscal sobre las sociedades de cartera con la finalidad de deshacerse de esos valores sin causar un desplome de las cotizaciones bursátiles. L.M. Servien (1970), pp. 32-47.

²³ I. García Díaz (1970), p. 142.

²⁴ Sin que pretenda ser una lista exhaustiva, valgan como ejemplos los trabajos de I. García Díaz (1970), p. 143, J.M. Prats Esteve (1971), pp. 297-301, P. Fernández-Rañada y de la Gándara (1984), p. 372, F. Roda (1991), p. 158.

²⁵ E. Sodevilla García (1999), p. 25.

²⁶ Cfr. nota 2.

constituyeron con otra forma jurídica. Buena prueba de ello es que el ejemplo que se desarrollará en el apartado siguiente es una sociedad comanditaria.

CUADRO 2
Instituciones de inversión colectiva en España creadas antes de 1952

Razón social	Fecha de constitución	Domicilio de la compañía
El Crédito General Español (2)	1892	Madrid
Crédito y Fomento (2)	1910	Barcelona
Ahorro y Fortuna	1912	S/C de Tenerife
Sindicato Emisor de Cataluña (1)	1917	Barcelona
Unión Financiera Ibérica (2)	1918	Pamplona
Trust Hispano-Italiano	1920	Madrid
Compañía Financiera-Fiduciaria Arnus-Gari	1928	Barcelona
Crédito Nacional Peninsular y Americano	1928	Madrid
Compañía de Inversiones, S.A. (C.I.S.A.)	1931	Barcelona
Financiera Fierro, S.A. (1)	1941	Madrid
Financiera Monasterio, S.A. (2)	1941	Oviedo
Empresa e Inversiones	1941	Bilbao
Fianzas y Rentas, S.A. (FIRESA)	1943	Barcelona
Comercial Financiera, S.A. (COFISA) (1 y 2)	1943	Madrid
Industria y Navegación, S.A. (I.N.S.A.)	1945	Madrid
Suministros Marca, S.A.	1946	Barcelona
Compañía general de Inversiones, S.A. (1)	1946	Madrid
Sociedad Anónima General de Valores	1946	Madrid
Crédito Hispánico Territorial, S.A. (1 y 2)	1946	Madrid
C.E.C.O.S.A. (1)	1946	Madrid
ALINOS, S.A. (1)	1946	Madrid
Cartera, S.A (CASA)	1946	Barcelona
Consortium, S.A.	1948	Madrid
Unión Mercantil y Financiera, S.A. (2)	1948	Barcelona
Inversiones Mavy, S.A. (I.M.S.A.)	1949	Valencia
Saracosta, S.A. (2)	1949	Madrid
Auxiliar Financiera, S.A. (AUFISA)	1949	Barcelona
Negocios Álvaro, S.A. (N.A.S.A.)	1949	Valencia
Compañía Anónima Fiduciaria Ibérica	1949	Barcelona
Pan-Ibérica (1 y 2)	1951	Barcelona

NOTA: Además de las colocaciones en valores mobiliarios, llevaban a cabo inversiones en inmuebles (1) y/o realizaban operaciones de crédito (2).

FUENTES: *Anuario Financiero y de Sociedades Anónimas y El Monitor Financiero*.

Además, la ausencia de legislación generó una multiplicidad de formas, de tal manera que se pueden encontrar casos puros de sociedades de cartera, y otras en las que se combina esta actividad con las operaciones de crédito y/o la inversión inmobiliaria²⁷, siguiendo el modelo suizo de los *founds de placement*²⁸. Esto último también supone una situación novedosa, pues se suele señalar que esta faceta de la inversión colectiva aun no se había desarrollado en nuestro país²⁹. De la citada relación destaca, en primer término, la concentración en dos de las tres grandes plazas financieras españolas, Barcelona y Madrid, mientras que en Bilbao su incidencia fue escasa. Quizás, la explicación de esta diferencia haya que buscarla en los rasgos definitorios de los respectivos sistemas bancarios, ya que la banca vasca se aproxima más al modelo de entidades de negocio, competidoras, por tanto, de las instituciones de inversión colectiva. En segundo lugar, se debe resaltar el hecho de que la mayoría de ellas se constituyeran después de la Segunda Guerra Mundial, siguiendo así los pasos descritos con anterioridad para otros países europeos.

En el conjunto del mercado financiero español, la importancia relativa de las sociedades y fondos de inversión, así como, de las compañías de seguros fue exigua hasta hace pocos años, tal y como se señaló en la introducción. Esta situación vino motivada por la omnipresencia de los agentes tradicionales, es decir, bancos y cajas de ahorros (cfr cuadro 3). De hecho, ambos mostraban una especial predilección por los fondos públicos nacionales durante el primer tercio del siglo XX, ya que eran pignorables, lo que significaba acaparar una parte significativa del mercado de valores, dado el escaso desarrollo de los títulos privados. Este panorama se hizo aun más sombrío, si cabe, después de la Guerra Civil, con la implementación de una política de coeficientes obligatorios de inversión en cartera para las entidades bancarias y la consiguiente reducción del margen de maniobra para otros inversores institucionales.

CUADRO 3
Distribución de la captación de ahorro entre las instituciones financieras (%)

	1935	1945	1955	1965
Inversión colectiva	0,24	0,87	0,45	0,52
Bancos	79,56	82,37	79,88	75,98
Cajas de ahorros	20,02	14,18	17,64	21,31
Aseguradoras	0,18	2,58	2,03	2,19

FUENTES: *Anuario Financiero y de Sociedades Anónimas, Anuario Estadístico de España* y A. Carreras (1989).

Sin embargo, este cúmulo de circunstancias adversas no es óbice para marginar la relevancia de las sociedades y fondos de inversión en la historia financiera nacional. Si efectuamos un análisis comparativo con otros países, se pone de manifiesto que, a

²⁷ No hemos incorporado a nuestra relación las entidades de capitalización, mayoritariamente vinculadas a las compañías aseguradoras, y que, por tanto, estarían fuera del análisis. Con anterioridad a 1952 se habían establecido las siguientes compañías de este tipo en Barcelona: CAHISPA (1929), Fortunio (1949) y Capitalizadora Clavijo (1951), mientras que en Madrid fueron: América (1947), Culmen (1948), Europa (1948), Capitalizadora Española (1949), Central de Ahorros (1949), Esfera (1949), Ahorro y Capitalización (1950), Iberia (1950) y Cibeles (1951). *Anuario Financiero y de Sociedades Anónimas*.

²⁸ I. García Díaz (1970), pp. 154-158.

²⁹ A modo de ejemplo sirven I. García Díaz, (1970), p. 158; P. Fernández-Rañada y de la Gándara (1984), pp. 380-381; F. Roda (1991), pp. 159 o J.L. García Ruiz (1999) p. 196.

pesar del dominio de los bancos y cajas de ahorro, con respecto al conjunto de la economía la situación española no distaba mucho del grupo de países de su entorno que habían desarrollado las modalidades de inversión colectiva después de la Segunda Guerra Mundial, como Francia, Alemania o Bélgica, si bien, claro está, que se encontraba muy lejos de los tres pioneros en esta materia, Gran Bretaña, Estados Unidos y Suiza (cfr cuadro 4). Por tanto, estos resultados revelan que, desde el punto de vista de la inversión institucional, el mercado financiero hispano no estaba tan escasamente desarrollado, lo que ocurre es que el grado de bancarización de nuestra economía era muy superior al de las otras referencias nacionales que se están empleando, si exceptuamos a Suiza por sus especiales características.

CUADRO 4
Importancia del capital de las entidades de inversión colectiva en 1967 (%)

	Sobre el P.I.B.	Sobre depósitos bancarios	Nivel de bancarización
España	0,59	1,03	56,76
Francia	0,35	1,03	34,49
Bélgica	0,47	1,00	47,56
Alemania	0,87	2,95	29,51
Gran Bretaña	2,11	6,22	33,88
Estados Unidos	5,82	22,85	25,48
Suiza	4,92	6,12	80,38

NOTA: el cálculo del nivel de bancarización se ha realizado a partir de la siguiente fórmula: Depósitos X 100 / P.I.B.

FUENTES: Los datos de España proceden de I. García Díaz (1970), A. Carreras (1989); mientras que los del resto de países han sido recopilados de L.M. Servien (1970) y B.R. Mitchel (1992 y 1993).

III. AHORRO Y FORTUNA, UN ANTECEDENTE EFÍMERO.

El 28 de mayo de 1912 se procedía en Santa Cruz de Tenerife a la creación de la sociedad comanditaria *Ahorro y Fortuna* con un capital de 5.000 pesetas. El promotor y socio mayoritario de esta entidad era Juan M. Ballester, que a su vez asumía el cargo de Director-Gerente. Además poseía su propio órgano de difusión, la publicación mensual, *El Monitor Financiero*, que constituye la fuente de información la que se nutre este apartado. El objeto social era la adquisición de series de valores públicos extranjeros amortizables por sorteo y beneficiarse de los premios a los que tuviese opción. Cada una de las series funcionaba de forma autónoma, con una duración de tres años y dividida en mil partes, siendo el precio de cada participación de 2,5 pesetas. Aquellas participaciones que quedaban sin suscribir tenían que ser asumidas directamente por la sociedad. Los títulos que componían cada serie eran depositados en la Sucursal del Banco de España en Santa Cruz de Tenerife. La distribución de los premios que se obtenían era de la siguiente manera: si era superior a 5.000 pesetas se repartía entre los partícipes de la serie agraciada, previa deducción de los impuestos y de una comisión del 2,5 por ciento para gastos de gestión, en caso contrario se destinaba

a la compra de otros valores que engrosaban la cartera inicial. Al vencimiento de cada serie se vendían los títulos según la cotización bursatil de ese día, reembolsando el importe a los partícipes.

Esta sociedad se asimila a un tipo concreto de inversión colectiva, los fondos de inversión, ya que presenta la típica estructura triangular de los mismos: una sociedad gestora –*Ahorro y Fortuna*- de un patrimonio mobiliario –cada una de las series- y una entidad financiera depositaria –la sucursal del Banco de España en Santa Cruz de Tenerife-. Estas circunstancias, no sólo la convierte en un antecedente de las sociedades de inversión colectiva en términos generales, sino de esta fórmula concreta, ya que hasta ahora los estudiosos del tema en nuestro país habían ubicado sus inicios después del citado Decreto-Ley de 1964³⁰. Tan sólo cabe reseñar dos cuestiones que no se corresponden con la caracterización típica de los fondos de inversión. De una parte, el hecho de que la institución gestora tuviese la forma jurídica de sociedad comanditaria, ya que lo normal es que fuese anónima, de otra, que se tratase de una modalidad de capital cerrado, ya que la cartera de valores de cada serie estaba prefijada por la gestora y no podía ser modificada hasta que expirase el plazo de su vencimiento -salvo en el caso de obtener premios inferiores a 5.000 pesetas-, cuando uno de los rasgos diferenciadores de los fondos es la variabilidad de su capital. No obstante, estas excepciones pueden ser perfectamente achacables a la falta de regulación de esta actividad durante el periodo que se esta analizando aquí.

CUADRO 5
Canarias en el contexto nacional (%)

	1900	1910
Producto Interior Bruto	1,27	1,33
Población	1,93	2,22
Depósitos del sistema bancario	0,49	0,68
Capital social desembolsado	0,54	3,18
Primas de seguros	0,56	1,83

NOTA: La cifra del P.I.B. de 1910, en realidad es la de 1920.

FUENTES: R. Alvarez Llanos (1986), A. Carreras (1989), F. Carnero Lorenzo (1995), L.G. Cabrera Armas y F. Carnero Lorenzo (1997) y *Estadísticas de la Contribución de Utilidades*.

Ahora bien, debemos adelantar que su duración fue breve, puesto que desapareció al comenzar la Primera Guerra Mundial debido a que la mayoría de los títulos que componían la cartera eran de países contendientes, tal y como se podrá comprobar más adelante. No obstante, en tan escaso tiempo logró poner en circulación diez series por un importe total de 25.000 pesetas, cantidad nada despreciable si tenemos en cuenta que significaba el 0,20 por ciento de la captación de recursos ajenos por parte de las instituciones financieras en el Archipiélago³¹. Además, Canarias resultaba un lugar propicio para estas iniciativas por su conexión con los mercados financieros internacionales, dado el modelo de economía abierta implantado con el

³⁰ Cfr notas 24 y 25, así como consultar J.L. García Ruiz (1999), p. 196.

³¹ Comparar este dato con los insertos en el cuadro 3 para el conjunto nacional en 1935.

Régimen de Puertos Francos de 1852³². De hecho, las Islas habían mostrado una importante predilección por las diversificación de sus operaciones financieras, de tal manera que, si bien poseía un grado de bancarización menor que el resto del territorio nacional medido en términos de las imposiciones de ahorro, no es menos cierto que sus entidades se mostraron más dinámicas en sus relaciones crediticias con el sector privado³³. Otros rasgos distintivos se pueden encontrar en la numerosa constitución de sociedades mercantiles, así como en la suscripción de contratos con las compañías aseguradoras, en su mayoría extranjeras (cfr. cuadro 5). Incluso se plantearon otras alternativas para la inversión de capitales. Unas tuvieron relativo éxito, como el establecimiento de un bolsín en Santa Cruz de Tenerife durante la segunda mitad de los años veinte, y otras resultaron frustradas, como la de crear una lonja internacional con la finalidad de convertir al Archipiélago en un centro de transacciones para determinadas mercancías -azúcar, café, cacao, madera, etc.-, al igual que ya lo venía haciendo Gibraltar³⁴.

CUADRO 6

Cartera de valores de las diez series gestionadas por la sociedad Ahorro y Fortuna

Denominación de los títulos	Emisión	Número
Obligaciones del Imperio Otomano (Ferrocarril de la Turquía europea)	1870	10
Obligaciones de la Ville de París	1871	6
Obligaciones Foncier del Credit Foncier de Francia	1879	1
Obligaciones del Principado de Serbia	1881	4
Obligaciones Comunal del Credit Foncier de Francia	1880	2
Bonos de la Prensa Francesa	1887	2
Bonos del Credit Foncier de Francia	1887	2
Obligaciones del Estado Independiente del Congo	1888	10
Obligaciones del empréstito de Bevilaqua La Masa (Roma)	1888	7
Bonos del Credit Foncier de Francia (llamados Argelinos)	1888	3
Obligaciones del Canal de Panamá	1889	10
Obligaciones del Cantón de Friburgo	1902	7
Obligaciones de la Ville de Bruxelles	1905	6
Obligaciones de la Ville D'Anvers	1905	2
Obligaciones de la Ville de Liege	1905	2
Obligaciones del Credit Foncier de Hungría	1906	7
Obligaciones Comunal del Credit Foncier de Francia	1906	1
Obligaciones de la Cruz Roja Serbia	1907	9
Obligaciones de la República de San Marino	1909	9

FUENTE: *El Monitor Financiero*.

³² El grado de apertura exterior de la economía isleña había pasado del 28,5 al 64,4 por ciento entre 1860 y 1930. F. Carnero Lorenzo (1997), p. 33.

³³ F. Carnero Lorenzo (1995 y 2000).

³⁴ Agradezco estas informaciones a los profesor Luis Gabriel Cabrera y Álvaro Díaz, que provienen de sus indagaciones en los periódicos de Santa Cruz de Tenerife, La Tarde y El Progreso.

Al analizar la estructura de la cartera de valores de las series emitidas por la empresa *Ahorro y Fortuna*, se observa que esta constituida principalmente por títulos europeos, sobre todo franceses (cfr. cuadro 6). Además, en su mayoría se correspondían con países directamente implicados en la *Gran Guerra*, de ahí que como se señalaba con anterioridad, este conflicto bélico acabase con las expectativas de este ensayo pionero de inversión colectiva. El número de valores que formaban parte de cada serie eran diez, y su composición venía determinada por la cuantía de los premios que se podían obtener, que debía estar en torno a los 30 millones de pesetas, sin embargo, durante el tiempo que duró la sociedad no obtuvo ningún beneficio de los diversos sorteos en los que participó. Además, en el periódico *El Monitor Financiero* se incluían numerosas reseñas y artículos sobre los organismos emisores, así como sobre la situación en los países de origen de las mismas, con la finalidad de que los potenciales suscriptores tuviesen una información lo más completa posible, pues no debemos olvidar que uno de los objetivos de la inversión colectiva es aminorar la incertidumbre a la hora de seleccionar las posibles opciones.

CUADRO 7
Número de participes de cada serie

Serie	Fecha de inicio	Participes
A	1 de julio de 1912	86
B	1 de julio de 1912	89
C	1 de agosto de 1912	103
D	1 de septiembre de 1912	162
E	16 de noviembre de 1912	224
F	11 de diciembre de 1912	259
G	1 de febrero de 1913	326
H	1 de abril de 1913	326
I	1 de noviembre de 1913	---
J	31 de diciembre de 1913	357

NOTA: no disponemos de los datos de la Serie I.
FUENTE: Idem cuadro 6.

En cuanto a los inversores, en primer término debemos señalar que con cada nueva emisión su número se incrementó de manera significativa, lo que prueba que la idea de J.M. Ballester fue bien acogida entre la clientela potencial, tan sólo las dificultades que a veces existían para efectuar la compra de algunos valores fue lo que impidió mantener la frecuencia mensual del comienzo (cfr cuadro 7). De hecho, la sociedad promocionaba su producto como la mejor de las Loterías posibles, ya que por un módico precio se podía adquirir un boleto, que además sería reembolsado una vez hubiese caducado el sorteo. Así, el nivel de concentración de participaciones entre los suscriptores era muy bajo, de tal manera que la mayoría de ellos tan sólo poseían una o dos. Con esto se conseguía otro de los propósitos reiteradamente expresados por el promotor de *Ahorro y Fortuna*, popularizar la participación en los mercados de valores. (cfr. cuadro 8).

CUADRO 8
Distribución del número de participaciones suscritas (%)

	Suscriptores	Participaciones
De 1 a 2	59,10	18,43
De 3 a 5	17,57	15,59
De 6 a 10	17,68	34,27
De 11 a 20	4,49	18,15
Más de 20	1,15	13,56

FUENTE: Idem cuadro 6.

La clasificación socio-profesional de los inversores permite matizar la afirmación anterior, ya que la mayoría de ellos se encuadrarían en los grupos sociales dominantes en las Islas, propietarios y comerciantes, es decir, en la burguesía agromercantil de la que hablan algunos autores³⁵, que además son los que más participaciones acumularon, mientras que las clases trabajadoras ocuparían los últimos puestos. Esta situación no es exclusiva de este caso, ya que en otros ámbitos de la actividad financiera se reproduce este comportamiento³⁶. Por tanto, la supuesta «democratización de la inversión» que suponían este tipo de entidades, según palabras de Wiesenerger³⁷, en esta ocasión no se cumplió, si bien se puede señalar que al menos sí se convirtió en uno de los escasos cauces para que los segmentos de población con menores ingresos tuviesen acceso al mercado financiero, debido al bajo coste del desembolso a realizar.

CUADRO 9
Clasificación socio-profesional (%)

	Suscriptores	Participaciones
Propietarios	23,26	24,50
Labradores y Jornaleros	2,99	4,21
Industriales y artesanos	10,07	5,18
Comerciantes	14,16	28,92
Profesionales liberales	5,18	14,98
Funcionarios y militares	8,75	5,94
Otros asalariados	17,67	6,49
Sus Labores	11,05	4,35
Otros	6,85	5,45

FUENTE: Idem cuadro 6.

Por último, en relación al origen geográfico de los partícipes, en su inmensa mayoría residían en Tenerife, destacando los que procedían de los municipios de Santa Cruz de Tenerife y La Laguna, que suponen más de la mitad de los inversores (cfr.

³⁵ A.M. Macías Hernández y J.A. Rodríguez Martín (1995).

³⁶ F. Carnero Lorenzo y J.S. Nuez Yáñez (2001).

³⁷ Citado por L.M. Servien (1970), p. 25.

cuadro 10). Esta distribución espacial pone de manifiesto una de las características del mercado financiero isleño, su fragmentación motivada por su condición archipelágica. De hecho, en otras investigaciones en curso se ha detectado que la actividad crediticia de los particulares, e incluso de la mayoría de las entidades bancarias, responde a esa segmentación insular, si bien en este último caso existía algún tipo de integración al establecerse un sistema de corresponsalías mutuas o por el paulatino establecimiento de sucursales³⁸. De todas formas, *Ahorro y Fortuna* intentó extender su área de influencia al conjunto de Canarias mediante el nombramiento de representantes³⁹, que en cierta manera tuvieron algún éxito, pues en las últimas series se vieron incrementadas las suscripciones de otras islas.

CUADRO 10
Origen geográfico de los inversores (%)

Lugar de residencia	Participación
Tenerife	80,36
La Palma	8,24
Gran Canaria	4,09
La Gomera	3,80
Lanzarote	1,32
El Hierro	1,27
Fuerteventura	0,40
De resto de España	0,52

FUENTE: Idem cuadro 6.

CONCLUSIONES

A lo largo de las páginas precedentes se ha intentado, en primer término, apuntar algunas hipótesis sobre la historia de las instituciones de inversión colectiva en España, a partir de las experiencias desarrolladas en otros países. El resultado ha sido el descubrimiento de un segmento del mercado financiero que hasta ahora había tenido un escaso interés retrospectivo, quizás motivado por el elevado peso relativo de las entidades bancarias que lo habían eclipsado. No obstante, al menos durante el franquismo, se colocaron a la altura de otras realidades nacionales de nuestro entorno, donde la evolución de este tipo de entidades había seguido una cronología similar, como Francia, Bélgica o Alemania, si bien su despegue definitivo se retrasaría hasta la década de 1990.

En segundo lugar se ha centrado en el análisis pormenorizado de un ejemplo concreto, aunque efímero en el tiempo. La sociedad comanditaria *Ahorro y Fortuna*, no solo constituye un antecedente de la inversión colectiva en general, sino también de los fondos de inversión en particular. El hecho de que se crease en Canarias no es del todo

³⁸ F. Carnero Lorenzo: *El sistema financiero en Canarias, 1850-1990*, tesis doctoral en elaboración.

³⁹ Así, se nombraron corresponsales en Tenerife para la Isla Baja (zona noroeste) y Valle de Güimar (zona sur), en La Palma para la capital y los Llanos de Aridane, así como en Valverde del Hierro, San Sebastián de la Gomera, Arrecife de Lanzarote y la comarca Noroeste de Gran Canaria.

casual, pues se trata de una de las regiones españolas con mayor vinculación exterior de la época, lo que le hacía receptora de muchas de las innovaciones financieras que se producían en el ámbito internacional. Esta circunstancia hizo que, al menos hasta la Guerra Civil, gozase de un sistema financiero diferenciado del vigente en el resto del territorio nacional, en el que esta sociedad de inversión colectiva fue un eslabón más.

BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ LLANOS, R. (1986): «Evolución de la estructura económica regional de España en la historia: Una aproximación», *Situación*, 1, pp. 5-61.
- BERGES LOBERA, A. (1995): «Las Empresas financieras: gestión de banca y gestión de carteras», en *Economía de los Servicios. V Congreso Nacional de Economía. 5. Economía Financiera*, Las Palmas de Gran Canaria, Colegio de Economistas de Las Palmas, pp. 15-34.
- CABRERA ARMAS, L.G. y CARNERO LORENZO, F. (1997): «El estudio de la inversión en España, 1886-1990: Una aproximación regional», en *VI Congreso de la Asociación de Historia Económica*, Girona, Universidad de Girona.
- CARMAGNANI, M. (1984): *Estado y sociedad en América Latina*, Madrid, Crítica.
- CARNERO LORENZO, F. (1995): «Crisis económica y banca en Canarias, 1931-1936», en *Homenaje a Antonio de Bethencourth Massieu*, Las Palmas de Gran Canaria, Cabildo Insular de Gran Canaria, tomo I, pp. 387-417.
- CARNERO LORENZO, F. (1997): «Política cambiaria y economía isleña, 1919-1959. Una primera aproximación», *Situación. Serie de estudios regionales. Canarias*, pp. 29-48.
- CARNERO LORENZO, F. (2000): «El papel de las entidades oficiales de crédito en la economía canaria», en *Economía canaria 1999. Segundo Seminario de Economía Canaria*, Las Palmas de Gran Canaria, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, pp. 408-420.
- CARNERO LORENZO, F. y NUEZ YÁNEZ, J.S. (2001): «El crédito agrícola en Canarias, 1880-1936», *Áreas*, en prensa.
- CARRERAS, A. (coord.) (1989): *Estadísticas históricas de España. Siglos XIX y XX*, Madrid, Fundación Banco Exterior de España.
- FRAX ROSALES, E. y MATILLA QUIZA, M.J. (1996): «Los seguros en España, 1830-1934», *Revista de Historia Económica*, 1, pp. 183-203.
- FERNÁNDEZ RAÑADA Y DE LA GÁNDARA, P. (1984): «Las instituciones de inversión colectiva», *Papeles de Economía Española*, 18, pp. 371-383.
- GALBRAITH, J.K. (1991): *Breve historia de la euforia financiera*, Barcelona, Ariel.
- GARCÍA DÍAZ, I. (1970): *Los fondos de inversión en el mercado financiero*, Madrid, Guadiana de Publicaciones.
- GARCÍA RUIZ, J.L. (1999): «Otras instituciones de crédito», en MARTÍN ACEÑA, P. y TITOS MARTÍNEZ, M. (eds.): *El sistema financiero en España. Una síntesis histórica*, Granada, Universidad de Granada, pp. 183-202.
- HERNÁNDEZ ANDREU, J. (coord.) (1998): *Historia monetaria y financiera de España*, Madrid, Síntesis.
- HOYO APARICIO, A. (1993): «La evolución del mercado de valores en España. La Bolsa de Madrid, 1834-1934», en *V Congreso de la Asociación de Historia Económica*, San Sebastián, Universidad de País Vasco, pp. 371-384.

- MACÍAS HERNÁNDEZ, A.M. y RODRÍGUEZ MARTÍN, J.A. (1995): «La economía contemporánea, 1820-1986», en BETHENCOURT MASSIEU, A. (ed.): *Historia de Canarias*, Las Palmas de Gran Canaria, Cabildo Insular de Gran Canaria, pp. 369-430.
- MADDISSON, A. (1997): *La economía mundial, 1820-1992. Análisis y Estadísticas*, París, OCDE.
- MARTÍN ACEÑA, P. y TITOS MARTÍNEZ, M. (eds.) (1999): *El sistema financiero en España. Una síntesis histórica*, Granada, Universidad de Granada.
- MITCHELL, B.R. (1992): *International Historical Statistics. Europe, 1750-1988*, New York, Stockton Press.
- MITCHELL, B.R. (1993): *International Historical Statistics. The Americas, 1750-1988*, New York, Stockton Press.
- PRATS ESTEVE, J.M. (1971): *Mito y realidad de los fondos de inversión*, Bilbao, Ediciones Deusto.
- RODA, F. (1991): «Las instituciones de inversión colectiva en España», *Papeles de Economía Española*, 49, pp. 158-167.
- SERVIAN, L.M. (1970): *Fondos de inversión. Una nueva forma de ahorro*, Bilbao, Ediciones Deusto.
- SOLDEVILLA GARCÍA, E. (1999): *Los fondos de inversión gestión y valoración*, Madrid, Pirámide.