

## Estrategia empresarial y estrategia financiera de la Sociedad Hidroeléctrica Española, 1907-1935<sup>1</sup>

● ANNA MARIA AUBANELL JUBANY

Universitat Autònoma de Barcelona/Universitat Pompeu Fabra

El interés del estudio de la Sociedad Hidroeléctrica Española, Hidrola, radica tanto en la importancia que esta compañía tuvo a lo largo del siglo XX a nivel empresarial, por ser una de las grandes empresas españolas, como al hecho de pertenecer al sector energético, clave en el desarrollo económico. En la clasificación de las grandes empresas españolas según sus activos que elaboraron Carreras y Tafunell<sup>2</sup>, observamos que en 1917 Hidrola aparecía en el puesto 36, escalando hasta el 25 en 1930. En 1960 alcanzó la quinta posición en la que se mantendría en 1974, para después situarse en el puesto 12 en 1992, año en que se fusionó con Iberduero, la empresa que la había creado en 1907.

En 1917, considerando solamente el sector eléctrico, Hidrola era la cuarta compañía según su activo neto, estando por delante de ella: Riegos y Fuerzas del Ebro, Energía Eléctrica de Cataluña y Unión Eléctrica Madrileña<sup>3</sup>. Antes de la guerra civil se encontraba en cuarta posición, aunque podemos argumentar que era la segunda empresa por detrás de Riegos, pues en el primer lugar se encontraba la CHADE y en el segundo Barcelona Traction. En 1960, Hidrola se había convertido en la primera empresa del sector eléctrico en cuanto a capital, para a

1. Agradezco al Sr. Leonardo Fariñas de Hidrola la ayuda que me prestó durante el vaciado de las actas del consejo de administración y de la comisión ejecutiva que han sido la fuente primaria de este estudio. Asimismo, merecen mi especial agradecimiento por los útiles comentarios realizados sobre la primera versión de este artículo Carles Sudrià y los evaluadores de la Revista de Historia Industrial.

2. Carreras y Tafunell (1993).

3. En la clasificación de 1917 aparece en tercera posición la compañía Barcelonesa de Electricidad. Dado que el 99% del capital de esta estaba en manos de Riegos se ha optado por descartarla. En 1923, las acciones de Energía Eléctrica de Cataluña fueron adquiridas en su totalidad por Unión Eléctrica de Cataluña, que a su vez pertenecía a Riegos. Capel (1994).

continuación mantenerse en segunda posición, cediendo el primer puesto primero a Iberduero en 1974 y a principios de los noventa a Endesa<sup>4</sup>.

Por lo que a producción de electricidad se refiere, Hidrola generó en 1917 el 16,1 % del total producido en España, para disminuir al 12,5 % en 1935<sup>5</sup>. Esta disminución del porcentaje es debida a la mejor calidad de las estadísticas a finales del periodo, pues registran de forma más completa la energía eléctrica producida. Si establecemos un ranking de producción por empresas, Hidrola sería la segunda empresa en producción de 1935 con 457.989 MWh, quedando solamente por detrás de Riegos y Fuerzas del Ebro, que generó 688.862 MWh<sup>6</sup>.

Este artículo tiene por objetivo estudiar los factores que determinaron la estrategia empresarial y financiera de Hidrola, caracterizada por su carácter expansivo, que la llevó a ser una de las empresas con mayor éxito. En particular, queremos analizar si el hecho que el consejo de administración estuviera compuesto por diferentes grupos financieros y empresariales contribuyó a la adopción de la estrategia expansiva que era la mejor para los intereses de la compañía.

Los dos primeros epígrafes se dedican a la constitución de la compañía a partir del estudio de la estrategia de la Sociedad Hidroeléctrica Ibérica (en adelante, Ibérica), que dibuja los diferentes intereses que pasaron a formar parte del consejo de administración de la compañía y el papel que éstos jugaron en la ruptura del vínculo entre las dos compañías en 1925. Esta aproximación a través de la estrategia financiera de Ibérica nos permitirá, además, disponer de una referencia comparativa al estudiar la estrategia de Hidrola. En el tercer apartado, se trata la estructura empresarial de Hidrola, esto es, la creación de empresas filiales distribuidoras a baja tensión, de forma que ella se dedicó a la producción, transporte y distribución a alta tensión durante el primer tercio del siglo xx. Además, se estudia el tipo de relación que existió entre la productora y sus distribuidoras a partir del estudio de la Cooperativa Electra Madrid, su distribuidora madrileña.

En el epígrafe cuarto se expondrá la estrategia productiva de la empresa como resultante de la propia naturaleza del sector y de las condiciones del mercado a las que se enfrentaba la compañía, tanto por lo que a demanda se refiere como a la estructura del mismo. Partimos de la base que existe una fuerte interrelación entre la estrategia productiva y la financiera. Seguidamente, se detalla la estrategia financiera de Hidrola y se estudian los factores que intervienen en su conformación. Para terminar, se analiza la evolución de la rentabilidad como un indicador del grado de éxito de la estrategia seguida, aunque la mejor señal es su posición

4. Fomento de la Producción (1990). La clasificación que Fomento realiza de las 2.500 mayores empresas españolas es según el volumen de ventas, a diferencia de las clasificaciones utilizadas en los años anteriores que eran por los activos netos de las sociedades.

5. Hidrola: datos propios, España: Bartolomé (1999) p. 155.

6. Se tienen en cuenta la producción agregada de Riegos y Fuerzas del Ebro y Unión Eléctrica de Cataluña.

entre las mayores empresas y su larga vida, y la distribución de los beneficios como un componente más de la estrategia financiera de la compañía.

### **La constitución de Hidrola: producto de la estrategia financiera de Hidroeléctrica Ibérica**

La Sociedad Hidroeléctrica Española se constituyó el 13 de mayo de 1907 en Madrid con el objeto de producir energía eléctrica a partir de los saltos y «desarrollar en Madrid o en cualquier otro punto de la Península la aplicación a la industria y al alumbrado de los procedimientos y productos de la fabricación»<sup>7</sup>. El suministro de electricidad a Madrid fue el primer objetivo de la empresa, al que seguiría Valencia.

Hidrola nació como filial de Ibérica, la cual se encontraba estrechamente vinculada al Banco de Vizcaya, entidad financiera que había nacido con la vocación de banco industrial eléctrico<sup>8</sup>. La nueva empresa pasaría a explotar las concesiones de los saltos propiedad de Ibérica en los ríos Júcar y Tajo, siendo la misma empresa madre la encargada de realizar las obras de construcción de la primera central hidroeléctrica, el Molinar. A cambio de esta aportación, Ibérica obtendría 9.500 acciones de Hidrola, que, junto a las 3.750 que suscribió, representaba el control del 55 % de las acciones.

La creación de Hidrola no obedeció a la estrategia organizativa de Ibérica, sino a su estrategia financiera. Aunque no desmentimos que Ibérica tuviese una estrategia organizativa basada en la creación de compañías productoras con un radio de actuación limitado, esta estrategia no quedó reflejada en la descripción de los objetivos que recogían los estatutos de la nueva empresa, que contemplaban la posibilidad que Hidrola se desarrollara en cualquier punto de la Península. Apoya esta hipótesis la insistencia de Hidrola para delimitar las zonas de actuación en las discusiones entre las productoras durante la segunda década del siglo

7. Archivo del Registro Mercantil de Madrid, (ARMM), t.52, h.2230, f.54.

8. No disponemos de la composición cuantitativa de la cartera del Banco de Vizcaya, aunque para 1924 tenemos las empresas de las que tenía acciones y obligaciones. Empresas eléctricas: S. Hidroeléctrica Ibérica, Hidroeléctrica de Andújar, Mengemor, Unión Eléctrica Cartagena, Unión Eléctrica Vizcaína, Sevillana de Electricidad, Cooperativa Electra Madrid, Viesgo, Hidrola, Eléctricas Reunidas de Zaragoza, Eléctrica de Orense, Distribuidora Eléctrica Guipuzcoana, Compañía Hispanoamericana de Electricidad (CHADE), Electrificación Industrial, Sociedad Ibérica de Construcciones eléctricas (SICE), Metropolitano Alfonso XIII, Gran Metropolitano de Barcelona, Tranvías eléctricos de Granada y S. Explotadora de Ferrocarriles y Tranvías. Bancos: Banco de Crédito Industrial, Banco Hipotecario de España y Caja de Emisiones. Inmobiliarias: Inmobiliaria Valenciana, Urbanizadora Metropolitana, Barcelonesa Inmobiliaria. Ferrocarriles: Española de Ferrocarriles Secundarios, Norte y MZA. Varias: Almacenes Generales de Depósito, Española de Construcción Naval, Española de Construcciones Babcock y Wilcox. Industrias Metálicas y la Hispano. El valor de mercado de las acciones del Banco en estas empresas ascendían a 30.952.597 ptas. La información procede del: *Anuario financiero y de sociedades anónimas*, 1925.

veinte, como veremos más adelante. Este hecho no impidió que Hidrola acabara produciendo para el centro de la península y Valencia, mientras que Ibérica lo hiciera en la zona del País Vasco<sup>9</sup>.

Los estudios que disponemos sobre Ibérica no exponen el proceso de decisión que la llevó a desestimar la ampliación de capital y emprender ella misma la explotación del resto del país. Probablemente la decisión no la tomara únicamente Ibérica, sino que fuera decidida conjuntamente con el Banco de Vizcaya.

La estrategia financiera de Ibérica se caracterizó por una clara reticencia a las ampliaciones de capital propio, como ha apuntado Antolín<sup>10</sup>, lo que no era específico de esta compañía, porque Hidrola y Unión Eléctrica Madrileña (en adelante, Unión) tuvieron unas tasas de endeudamiento a largo plazo que oscilaron entre el 30 y el 60 % del capital desembolsado. La reticencia a realizar ampliaciones de capital no responde a la voluntad de control por parte de los inversores iniciales porque era habitual la utilización de diferentes fórmulas para dar derecho preferencial de compra a dichos capitalistas, de forma que mantengan el control de la compañía. Sí indica la voluntad de los inversores originarios de limitar el riesgo de los capitales invertidos, prefiriendo aportar nuevos capitales a través de títulos de renta fija a largo plazo. Posibilidad que, además, permitiría que nuevos inversores aportaran capital a la compañía sin alterar el control sobre ella.

La singularidad de la estrategia financiera de Ibérica estriba en la importancia que tenía el exigible a corto plazo. En el gráfico 1 se muestra la evolución del exigible a corto plazo sobre los recursos totales de Ibérica en relación a Hidrola y Unión. De este gráfico se desprende que Ibérica tenía preferencia por el exigible a corto plazo, mientras eléctricas como Hidrola o Unión optaban por el exigible a largo plazo.

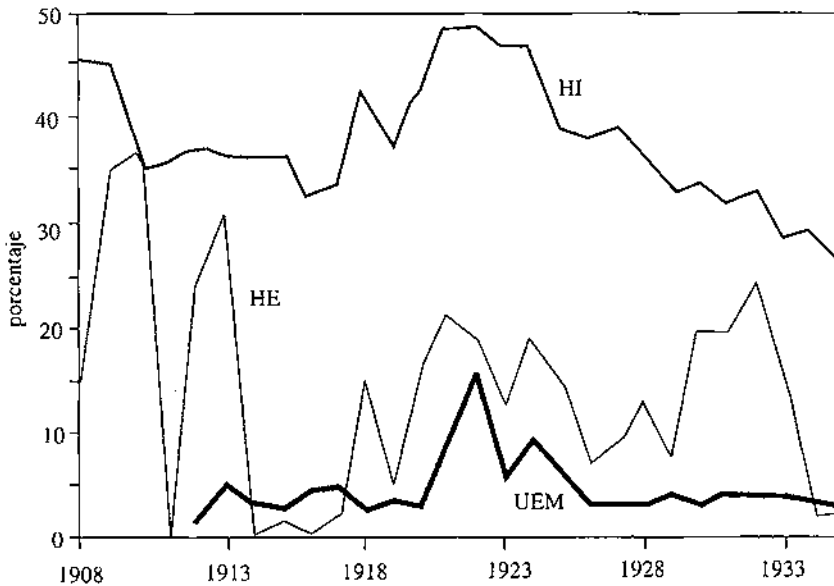
Las causas de la marcada importancia del exigible a corto plazo pueden abarcar desde la facilidad que tenía Ibérica para conseguir préstamos del Banco de Vizcaya hasta las dificultades para conseguir financiación a largo plazo. Sin lugar a dudas la facilidad de conseguir préstamos del Banco de Vizcaya fue importante, así como importantes debieron ser los beneficios que el banco obtuvo de estos préstamos que realizó a Ibérica.

Ibérica, constituida en 1901, estaba en plena expansión durante la primera década del siglo XX, por lo que necesitaba considerables cantidades de capital. Entre 1906 y 1908, sus recursos básicos más el exigible a corto plazo pasaron de 28.087.600 ptas. a 47.286.800 ptas., esto es, un aumento de 19.199.200 ptas. en solo dos años, equivalente al activo de la Maquinista Terrestre y Marítima de 1917. La mayor parte de este aumento corresponde al exigible a corto plazo, que

9. Antolín (1989), p. 110.

10. Antolín (1996), pp. 251-252.

GRÁFICO 1  
EXIGIBLE A CORTO PLAZO DE IBÉRICA, HIDROLA Y UNIÓN ELÉCTRICA  
MADRILEÑA, 1908-1935 (%)



se multiplica por 2,6 veces, lo que indica la disponibilidad del Banco de Vizcaya para ofrecer capital a corto plazo pero probablemente limitado a comprometer capitales por un periodo más largo.

En este sentido, debemos subrayar que las necesidades de capitales de las hidroeléctricas españolas eran muy elevadas y excedían incluso a los propios bancos. Baste con señalar que en la clasificación de las empresas según sus activos de 1917, Hidrola e Ibérica estaban por delante del Banco de Vizcaya. En la misma línea, el valor de las acciones industriales del banco en 1925 ascendían a 39,3 millones, equivalente al 23 % del activo de Hidrola y ligeramente superior a los recursos básicos de la Cooperativa Electra Madrid, una de las distribuidoras de Hidrola.

Con todo lo que hasta aquí se ha detallado podemos afirmar que la creación de Hidrola en 1907 respondió a la voluntad de no saturar a los capitalistas vascos con títulos de renta fija o variable de Ibérica. En otras palabras, había que buscar nuevos capitalistas.

La creación de Hidrola atraería el capital de otras zonas, de forma que se conseguiría una mayor financiación manteniendo el control suficiente para no

crear situaciones de competencia entre las diferentes empresas vinculadas al banco. Desde esta perspectiva se debe entender la labor del ingeniero Juan Urrutia Zulueta y del capitalista Lucas de Urquijo<sup>11</sup>, considerados los fundadores de Hidrola. Urrutia, como gerente de Ibérica, ejecutó la estrategia de expansión de la empresa que dirigía aportando todos sus conocimientos técnicos y económicos en la creación de Hidrola, de la que también sería su gerente. Por su parte, Lucas Urquijo se encargó de organizar a los capitalistas madrileños, tarea que le valdría la presidencia de la compañía. No era la primera vez que realizaba este cometido en la capital, porque ya había participado en la constitución de la empresa madrileña de electricidad Sociedad de Gasificación Industrial en 1902. Entre los principales accionistas de Gasificación se encontraban los inversores madrileños que financiaron dos de los principales grupos eléctricos del primer tercio de siglo, esto es, la Unión Eléctrica Madrileña (casa Urquijo) y la Sociedad Hidroeléctrica Española (Lucas de Urquijo, marqués de Aldama y Eugenio Garay).

En síntesis, la estrategia financiera de Ibérica fue el factor determinante en la creación de Hidrola y tuvo como consecuencia que el consejo de administración de la nueva sociedad estuviera compuesto por una diversidad de intereses según su origen geográfico, vascos y madrileños, y según el capital procedente de los bancos o de capitalistas independientes. El capital financiero representado en el consejo de administración procedía de: Banco de Vizcaya, Banco Central<sup>12</sup> y Banco Hispano Americano. Entre los capitalistas independientes, desvinculados de grupos bancarios, el consejo contaba con la presencia de los Garay o José Luis Oriol. Esta diversidad de intereses caracterizó Hidrola desde sus inicios, y la diferencia de una gran parte de empresas eléctricas cuyos consejos de administración estuvieron claramente dominados por un solo interés ya fuera bancario o empresarial.

11. Lucas de Urquijo era sobrino del primer Marqués de Urquijo y hermano de Juan Manuel quien heredaría el título de Marqués de Urquijo, así como la casa de Banca Urquijo. La hija de Lucas de Urquijo se casó con José Luis Oriol quien consiguió llegar a presidente de Hidrola cuando empeoró la salud de su suegro a principios de 1910. A finales de 1911 fue substituido por Fernando María de Ybarra, presidente de Hidrola hasta que murió durante la Guerra Civil; habrían de pasar 26 años para que José Luis Oriol volviera a ostentar la presidencia de la compañía. José María, su hijo y nieto de Lucas, fue nombrado presidente en marzo de 1941, cargo que ostentó hasta 1985, cuando el hijo de éste, Iñigo de Oriol Ybarra, lo relevó en el cargo. Desde su constitución hasta su fusión con Iberduero, Hidrola tuvo solamente cinco presidentes, de los que cuatro pertenecían a la misma familia, Lucas Urquijo y los Oriol.

12. La Casa Aldama, junto con las instituciones financieras Crédito Unión Minera, Hijos de Rodríguez Acosta, Crédito Navarro, Banco Guipuzcoano, Banco de Santander, Banco Castellano y Banco de Crédito de Zaragoza y los accionistas Jiménez Arenas y López Jiménez, fundaron en diciembre de 1919 el Banco Central. El Banco Central reemplazaba a la casa Aldama en Madrid, a la vez que solamente actuaría en las plazas donde existieran las instituciones anteriormente mencionadas a través de ellas. En este sentido, a través de la participación de los Ussía Cubas (Aldama) se entienda la presencia del Banco Central en Hidrola.

## La ruptura del vínculo con Ibérica

Los lazos entre Ibérica e Hidrola fueron deshaciéndose a medida que esta última se expandía; desvinculándose progresivamente de la empresa madre. En este apartado analizamos el papel que tuvieron la diversidad de intereses representados en el consejo de administración de Hidrola y la estrategia de Ibérica en la ruptura del vínculo entre las dos compañías.

La presencia de Ibérica entre los accionistas de Hidrola se mantuvo hasta 1925. En el momento de la constitución de Hidrola, Ibérica tenía el 55 % del capital, mientras que en la ampliación de capital de 1909 el peso de Ibérica se redujo al 33,5 %. Esta disminución fue por voluntad de Ibérica porque se habían emitido certificados de suscriptor originario que otorgaban el derecho preferente de adquisición de acciones en las ampliaciones de capital, asegurando así el control de la empresa por parte de los fundadores. Ibérica tenía en sus manos 47 de los 100 certificados, por lo que si hubiese querido podía haber participado en más del 47 % del capital<sup>13</sup>. Ibérica no tenía intención de adquirir más de un tercio de las acciones de Hidrola, como lo evidencia que cuando se pusieron en circulación las acciones correspondientes a la ampliación de capital de 1919 se estipuló que se percibiría una acción nueva por cada antigua, invalidando el derecho de preferencia que otorgaban los certificados de suscriptor originario.

Finalmente, en 1925, Ibérica se deshizo de las acciones de Hidrola, rompiendo así el vínculo que existía desde la creación de la sociedad. Al mismo tiempo, también se desprendió de las acciones de Electra Valenciana, distribuidora de Hidrola, que fueron adquiridas por esta última. Las posibles razones que llevaron a esta ruptura son analizadas a continuación.

En primer lugar, podría deberse a la muerte de Juan Urrutia, acaecida a mediados de 1925, que era el director de ambas empresas. Desmiente esta hipótesis el hecho que la decisión de venta de las acciones de Hidrola estuviera tomada con anterioridad, como lo demuestra la fecha de la escritura en la que se anulaban los certificados de suscriptor originario, finales de marzo de 1925, tres meses antes de la muerte de Juan Urrutia<sup>14</sup>. Sin duda alguna la muerte de Urrutia aumentó el distanciamiento entre ambas empresas al dejar de tener un director gerente común. A su muerte, el director gerente de Hidrola pasó a ser Leandro Pinedo y Enrique Uriarte ocuparía el cargo en Ibérica.

La segunda posibilidad es que la decisión la hubiese adoptado el Banco de Vizcaya al decidirse por la creación de un grupo empresarial en el que cada empresa fuese completamente independiente de la otra y el vínculo común se

13. Actas del Consejo de Administración de Hidrola, (Actas CA SHE), 21-11-1913. En el cuadro 1 del apéndice se encuentra la lista de los suscriptores a que se hace referencia.

14. ARMM, t.169, h.2230, f.56.

estableciera a través de la entidad financiera. En caso de existir un traspaso de las acciones de Hidrola en poder de Ibérica al Banco reforzaría esta hipótesis. La composición desagregada de la cartera del Banco de Vizcaya se desconoce, pero sabemos que la valoración agregada de las acciones industriales en 1924 era de 37.778.734 ptas. y en 1925 ascendía a 39.332.763 ptas. La diferencia de 1.554.029 ptas. es muy inferior a los 13.410.000 ptas. nominales (el valor de mercado era superior) que representaban los títulos en poder de Ibérica, por lo que parece poco probable que las acciones de Hidrola pasaran al Banco de Vizcaya. Así pues, la pérdida de control por parte de Ibérica en el consejo de administración de Hidrola no se sustituyó por el aumento de control por parte del Banco de Vizcaya.

La tercera hipótesis sería que Ibérica, por cuenta propia o por decisión del Banco de Vizcaya, decidió desprenderse de las acciones de Hidrola debido al reiterado bloqueo que realizaron los diversos grupos de interés representados en el consejo de administración de Hidrola al proyecto de creación de una macro empresa que pretendía aglutinar a todos los intereses eléctricos del Banco de Vizcaya.

Las primeras discusiones del proyecto de formación de una gran empresa datan de agosto de 1913 y fueron impulsadas desde el Banco de Vizcaya con el objetivo de estrechar los lazos entre las sociedades vinculadas al banco, o sea, Hidroeléctrica Ibérica, Hidroeléctrica Española, Electra del Viesgo, Unión Eléctrica de Cartagena, Electra Valenciana, Unión Eléctrica Vizcaina y la Cooperativa Electra Madrid.

Los argumentos que los consejeros vinculados a la entidad financiera exponían en 1913 en el seno de consejo de administración de Hidrola eran que la inesperada gran expansión de la demanda había aumentado las necesidades de capital de las empresas y provocado un retraso en la obtención de beneficios. Una valoración que no se ajusta a la opinión de Antolín sobre la labor de Juan Urrutia, que señala su buena planificación a largo plazo que se explicaba por la abundancia de recursos de capital disponibles<sup>15</sup>. Entre otras ventajas señalaban también que la creación de una gran entidad aumentaría la capacidad de defensa de las empresas ante la competencia y frente a la administración del Estado, y además tendría un prestigio mayor para llevar a cabo fusiones u otros acuerdos con otras empresas.

Se pretendía crear una empresa de 150 millones de capital; en aquellos momentos la suma del capital de todas las citadas empresas ascendía a unos 97,5 millones. En parte, el impulso para la creación de una gran empresa surgía de la percepción de que las empresas no debían endeudarse excesivamente a largo plazo, como muestra el que en la misma propuesta se hace mención de que la nueva entidad podría «soportar» 40 millones de pesetas en obligaciones, esto

15. Antolín (1999), p. 1.373.



representaría el 21 % de los recursos básicos. Desde la creación de Ibérica las obligaciones no habían superado el umbral del 25 % del capital.

Esta propuesta llegaba en el momento más apropiado porque la gran expansión de Hidrola aumentaba considerablemente sus necesidades financieras para hacer frente a la construcción de la central hidroeléctrica de Villora. Las necesidades de financiación de Hidrola hasta 1913 se habían cubierto sin el recurso a las obligaciones; por lo que los partidarios de la fusión señalaban que Hidrola se vería *«sin el peligro, sobre ella sola de un empréstito grande»*<sup>16</sup> al crearse la macroempresa.

Las actas del consejo no recogen ningún otro comentario sobre la formación de la gran empresa, aunque mes y medio después de la propuesta de fusión el problema de financiación de Hidrola se solucionó mediante la emisión de obligaciones, por lo que desaparecía uno de los argumentos a favor de la fusión.

Cuatro años después, a finales de 1917, surgió de nuevo la propuesta de reorganización del grupo empresarial. En esta ocasión sí conocemos las actitudes adoptadas por los diferentes consejeros que permiten afirmar que la presencia de intereses ajenos al Banco de Vizcaya fueron determinantes en el aborto de la fusión empresarial. La posición más explícita y contundente fue la del consejero Antonio Basagoiti, representante del Banco Hispano Americano, quien opinaba que *«cualquier unión de intereses significaría quebranto para la Hidroeléctrica Española, a la que conceptuaba industrialmente más perfecta por sus instalaciones y amplitud de mercado»*<sup>17</sup>. A parte de las razones expuestas, la fusión de todas las empresas hubiera acentuado el poder del Banco de Vizcaya y debilitado el del resto de bancos, razón suficiente para oponerse a la fusión.

Hidrola lanzó una contrapropuesta que consistía en un acuerdo de auxilio mutuo para garantizar los beneficios. A tal fin se constituiría un fondo con el 10 % de los beneficios de cada ejercicio hasta alcanzar los 6 millones. En la misma propuesta Hidrola abordaba la cuestión de la delimitación de las zonas de explotación de cada sociedad que había quedado abierta por la forma en que se constituyeron las diferentes sociedades del grupo. Esto pone de manifiesto la ausencia de una estrategia de organización clara de Ibérica cuando optó por la creación de filiales con el simple objetivo de conseguir capitales de zonas distintas al País Vasco. Las zonas de actuación de las compañías que en los primeros años quedaban muy apartadas unas de las otras, con el crecimiento experimentado por las empresas y, sobre todo, con su futuro desarrollo, estaban cada vez más próximas y era imprescindible delimitar la zona de actuación de cada empresa del grupo.

La propuesta de Hidrola no fue aceptada por el consejo de Ibérica, que insistía en la fusión inmediata o en un futuro próximo de las sociedades y consideraba

16. Actas CA SHE, 1-8-1913.

17. Actas CA SHE, 28-11-1917.

que un convenio de auxilio mutuo no tendría eficacia alguna, además de representar una carga para ella. Hidrola no transigió y se mantuvo en sus posiciones a favor del auxilio mutuo<sup>18</sup>. Tampoco en esta ocasión Ibérica había conseguido su objetivo y es probable que influyera en su decisión de desvincularse de Hidrola, que se materializó en 1925.

Años más tarde, en 1930, cuando no existía ya un vínculo directo entre las dos empresas, se aprobó la propuesta de Hidrola creando un fondo de previsión para auxilio mutuo. Las compañías que firmaron el acuerdo fueron las siete arriba mencionadas más Volta y Electra de Lima.

El pacto de auxilio mutuo tenía por objetivo asegurar el pago de un dividendo del 6 % en vistas a no perjudicar la financiación de las empresas. El fondo se constituiría mediante la contribución del 3,5 % de la recaudación bruta por venta de electricidad. Entre 1930 y 1933 Hidrola dedicó entre 800.000 y 850.000 pesetas de sus beneficios a la constitución de este fondo que en su caso alcanzó casi los 3.000.000 ptas.

En la cláusula tercera se detallaban las condiciones del auxilio en caso de que una de las compañías sufriera la competencia. La cantidad máxima que las empresas en dificultades podían disponer era el 15 % del promedio de la base de contribución de los dos últimos años. La duración del pacto se estableció en 24 años, pudiendo las sociedades desligarse de él a partir del noveno año<sup>19</sup>.

En realidad, Hidrola, desde una posición de independencia, nunca rehusó los vínculos con las empresas del grupo. El acuerdo de auxilio mutuo no era la primera actuación conjunta de las empresas. En 1926 Hidrola, junto con Ibérica, Electra de Viesgo, Electra Valenciana y Cooperativa Electra Madrid, constituían una garantía solidaria con la Electra de Lima (la totalidad de sus acciones estaban en manos de las citadas compañías) a favor de los tenedores de obligaciones de Lima<sup>20</sup>.

En definitiva, la voluntad de Ibérica y del Banco de Vizcaya para fusionar a las empresas del grupo topó con la voluntad de independencia de Hidrola, que surgía de la diversidad de intereses ajenos al mencionado banco en el consejo de administración.

### **La estrategia organizativa: de filial a empresa madre de distribuidoras**

El origen de Hidrola condicionó su estructura empresarial pues al igual que la empresa madre, Ibérica, se dedicó a la generación, transporte y distribución de

18. Actas CA SHE, 6-11-1918 y 14-12-1918.

19. Actas de la Comisión Ejecutiva de Hidrola, (Actas CE SHE), 12-2-1931 y actas CA SHE, 26-11-1931. Las primeras empresas beneficiadas del pacto fueron Volta y Electra Valenciana, que a mediados del 1932 estaban sufriendo una dura competencia en su mercado.

20. ARMM, t.82, h.2562, f.136.

electricidad a alta tensión creando empresas dedicadas a la distribución de electricidad a baja tensión en cada uno de los centros de consumo<sup>21</sup>.

La intención de Hidrola era convertir las empresas eléctricas presentes en cada localidad en sus empresas distribuidoras. La mayoría de las empresas eléctricas existentes a principios del siglo XX eran empresas que producían electricidad de origen térmico que ellas mismas distribuían. Se trataba pues de que substituyeran la termoelectricidad propia por la hidroelectricidad que generaba Hidrola. Esta sensata estrategia eludía la competencia, por otra parte inevitable, si se pretendía entrar en mercados de distribución establecidos y a la vez ahorra- ba a la productora incurrir en nuevas inversiones para colocar su electricidad al aprovechar las redes existentes.

La particularidad de cada municipio determinó la forma de implantación de Hidrola. En todo caso su estrategia no era, en sus inicios, la creación de filiales distribuidoras para colocar su producción. De hecho, en la temprana fecha de 1912, Hidrola se deshizo de las acciones que tenía de la Unión Eléctrica de Cartagena porque *«esta sociedad [Hidrola] no debe tener el carácter de socio de aquella [Unión Eléctrica Cartagena] sino de suministradora de energía, quedando anuladas las 12.000 acciones que ésta conserva de aquella»*<sup>22</sup>. Esta operación no significaba la pérdida de control de la empresa distribuidora que se ejercería a través del contrato de suministro parecido al que existía con la distribuidora madrileña. Hidrola adquiría el derecho a intervenir en la gestión industrial y administrativa de la Unión Eléctrica de Cartagena a través de los cuatro consejeros interventores que nombraría.

En Madrid, la primera intención de la compañía era llegar a un acuerdo con las distintas empresas eléctricas, pero surgieron problemas por la presencia de otra gran productora hidroeléctrica que se encontraba en idénticas condiciones que Hidrola y perseguía la misma estrategia en aquel momento; recordemos que la electricidad generada por las dos grandes empresas hidroeléctricas llegó a Madrid a principios de 1910. Otro factor que impidió el acuerdo fue la estructura de la industria eléctrica madrileña que estaba abocada a la competencia<sup>23</sup>. A continuación estudiaremos la forma en que habiendo fracasado la posibilidad de llegar a un acuerdo con las eléctricas existentes y con la que se convertiría en Unión Eléctrica Madrileña, Hidrola decidía crear una filial distribuidora.

21. La organización del proceso de producción de Ibérica queda plasmado en la contribución de Antolín (1999).

22. ARMM, t.68, h.2230, f.136.

23. Aubanell (1992).

## El caso madrileño: La Cooperativa Electra Madrid

En 1907, las empresas eléctricas existentes en Madrid habían alcanzado un acuerdo de reparto del mercado que generó un fuerte malestar entre los madrileños. Para hacer frente a las compañías eléctricas se creó, en agosto de 1909, una cooperativa de consumo eléctrico, la Cooperativa Eléctrica de Madrid (en adelante, Cooperativa), con un capital de 3.000.000 ptas., siendo el principal promotor Joaquín Sánchez de Toca. Éste al referirse a los propósitos de la entidad, en el informe enviado al Ayuntamiento sobre la Cooperativa, escribía: «*lejos de cifrar la razón de su constitución y existencia en las miras codiciosas del lucro capitalista, [...su objetivo] es distribuir y suministrar a todo el vecindario un primer elemento para la vida, al mínimum de su total coste de producción y suministro*»<sup>24</sup>.

Sánchez de Toca, en noviembre de 1909, se puso en contacto con Hidrola para llegar a un posible entendimiento. La respuesta de Hidrola fue que la compañía «*[...]sigue negociaciones con otras entidades consumidoras, por lo cual necesita conservar su libertad de actuación. [...] si la nueva entidad cooperativa llega a reunir, a juicio de este Consejo, las condiciones y elementos necesarios para la ejecución del proyecto que la Hidroeléctrica Española piensa desarrollar directamente y si su situación en esta fecha lo permite, se tratara del compromiso que habrá de unir ambas partes*»<sup>25</sup>.

Dentro de Hidrola había dos enfoques en cuanto a la estrategia de colocación de la electricidad en Madrid. Parece que el grupo vasco del Banco de Vizcaya estaba a favor de crear una empresa distribuidora, mientras que otros consejeros apostaban por un entendimiento entre las empresas distribuidoras existentes. La falta de acuerdo entre productoras y distribuidoras llevó a la creación de la Sociedad Electra Madrid en enero de 1910, con un capital de 6 millones de pesetas aportado por Hidrola y el Banco de Vizcaya junto con los capitalistas Marqués de Aldama, Garay y Oriol, a razón de 2 y 4 millones respectivamente<sup>26</sup>.

El interés que la Cooperativa tenía para Hidrola cambió por completo cuando consiguió el concierto con el Ayuntamiento de Madrid. Hasta 1910 el consistorio madrileño se había limitado a otorgar las concesiones para la canalización

24. Ayuntamiento de Madrid, Informe del Excmo. Sr. D. Joaquín Sánchez de Toca ante las comisiones de Policía Urbana y Obras sobre los servicios de la Cooperativa Eléctrica, Madrid, Imprenta Municipal, 1910, p. 36.

25. Actas CA SHE, 22-11-1909.

26. ARMM, t.60, h.2562, f.40-48. La composición del consejo de Administración de Electra sirve para ubicar cada interés. Representando a Hidrola estaban: Fernando M<sup>o</sup> de Ibarra, Juan Urrutia, Antonio Basagoiti, Marqués de Villarreal de Alava, Enrique Gosalvez, Antonio de Garay. Por el Banco de Vizcaya: Pedro Maiz, José M<sup>o</sup> Basterra, Tomás de Urquijo, Pedro Mac Mahón, Dámaso Escauriaza y Enrique Ocharan. Los inversores independientes: Lucas de Urquijo, Eugenio de Garay, Marqués de Aldama, José Luis Oriol y César de la Mora.

de las vías públicas y a inspeccionar las centrales eléctricas, sin que existiera ninguna otra forma de intervención municipal en la actividad de la industria. En la sesión ordinaria del primero de abril de 1910 se aprobaron las bases del concierto económico entre el Ayuntamiento de Madrid y la Cooperativa, por las cuales ésta última se comprometía a mantener la tarifa máxima de alumbrado a 0,60 ptas. el kWh y a revertir sus instalaciones al municipio, a los sesenta años. A cambio, el Ayuntamiento le concedía las autorizaciones necesarias para establecer las subestaciones e instalaciones y hacer uso del terreno o del subsuelo de las vías públicas que la Cooperativa necesitara para la construcción de su red de distribución por todo el término municipal de Madrid; abonando la Cooperativa un canon anual de 20.000 ptas. Además, pagaría la cantidad fija de 85.000 ptas. por el uso del subsuelo de las redes subterráneas, cualquiera que fuese su extensión<sup>27</sup>. Gracias a este concierto, la Cooperativa quedó en una situación ventajosa respecto a las otras compañías. Independientemente de los metros de cables tendidos o de la cantidad de licencias necesarias para obras de canalización, la Cooperativa pagaría al Ayuntamiento 105.000 ptas. por todos los impuestos y licencias municipales; suma que se mantendría inalterada durante los sesenta años de vigencia del concierto. Dejando a un lado las ventajas directas derivadas del concierto, en la práctica, el Ayuntamiento concedía a la nueva entidad las licencias de apertura de calles e instalación de redes, sin necesidad de presentar los planos de la red ni el informe de los arquitectos municipales, requisitos ineludibles para las otras compañías. No existía ningún impedimento burocrático para la expansión de la Cooperativa.

Dos meses después de la firma del convenio con el Ayuntamiento, la Cooperativa Eléctrica de Madrid se fusionaba con la Sociedad Electra Madrid. La empresa resultante de la fusión fue la Cooperativa Electra Madrid (en adelante, Electra). Debemos puntualizar, como reza en la escritura de constitución, que se trataba de una sociedad anónima cooperativa que tenía más de sociedad anónima que de cooperativa. La estrategia era clara: se quería conseguir que el Ayuntamiento transfiriera el concierto a la nueva sociedad, como se desprende del artículo primero de los estatutos donde se lee «*El objeto de esta sociedad cooperativa será además del mantenimiento de los fines sociales de una institución cooperativa a completa satisfacción del Ayuntamiento según el concierto con el mismo[...]*» y más adelante se especificaba que se procuraría «*[...] asociar a la población entera en gerencia solidaria, autónoma y colectiva*» que nunca tuvo<sup>28</sup>.

Hidrola estaba únicamente interesada en el concierto que había conseguido Sánchez Toca, como lo muestra la disposición incluida en la escritura de la nueva sociedad que se activaría en el caso de que el Ayuntamiento no ratificara el con-

27. *Boletín del Ayuntamiento de Madrid*, 1910, p. 531.

28. ARMM, t.60, h.2562, f. 50.

cierto: «si por cualquiera causa el mencionado concierto económico sufriese alteración o viniese a quedar sin efecto, cesará también y quedará sin ningún valor, lo establecido en la escritura»<sup>29</sup>. Es decir, la nueva sociedad quedaría disuelta y la sociedad que había creado Hidrola rompería todo vínculo con la Cooperativa de Sánchez de Toca.

Parece que la repetida utilización del término Cooperativa y algún que otro interés hicieron que el Ayuntamiento aprobara, con la oposición del Partido Socialista y del Centro de Defensa Social, en la sesión del 2 de julio, con veinticuatro votos a favor y nueve en contra, transferir a la nueva sociedad todos los derechos y exenciones que del concierto con la Cooperativa se derivaban<sup>30</sup>.

Las ventajosas condiciones ofrecidas por el concierto con el Ayuntamiento, la garantía del suministro de energía barata por una gran productora como Hidrola, la empresa madre, y la disposición del capital necesario permitieron a Electra extender rápidamente su red. En sólo seis meses, de julio de 1910 a enero de 1911, Electra canalizó todo el sector centro<sup>31</sup>.

El control de Electra quedaba en manos de Hidrola al fijar sus estatutos que un tercio de las acciones tenía que estar en poder de la productora.

### Las relaciones entre Electra e Hidrola

Electra se convertía en la distribuidora de la electricidad producida por Hidrola para el mercado de baja tensión madrileño mediante el contrato que se firmó en julio de 1910. En dicho contrato de suministro la productora se comprometía a suministrar 6.000kW a Electra y tenía el derecho a aumentar el suministro si crecía el consumo. Solo en el caso de que Hidrola no hiciese efectivo dicho derecho, Electra podía adquirir electricidad de otros productores. Es decir, Electra estaba obligada a adquirir la electricidad de Hidrola. Únicamente se alteró dicha condición cuando Electra absorbió a compañías que tenían contratos previamente firmados con otras productoras y se vio obligada a respetarlos, éste fue el caso del contrato entre Sociedad Hidráulica Santillana y Sociedad de Electricidad de Chamberí.

La libertad de acción de Electra no solo quedaba mermada por la obligatoriedad de comprar la electricidad a Hidrola, sino que también le limitaba el mercado al que podía suministrar. Hidrola se reservaba el mercado de alta tensión, dejando el mercado de baja a Electra. La distribuidora tenía la exclusiva en

29. ARMM, t.60, h.2562, f. 49.

30. Archivo de Villa, Madrid (AVM), Libro de Actas del Ayuntamiento, signatura 519, sesión 2-7-1910.

31. *Energía Eléctrica*, 1911, p. 188. En seis meses Electra había tendido 41 Km de cable.

los contratos de alumbrado de baja tensión y aquellos de fuerza que fueran inferiores a 75kW por contador o 15kW a tanto alzado.

El precio del fluido suministrado por Hidrola no se fijó por kWh, sino que se estableció una fórmula por la que la productora participaba de los beneficios o pérdidas de la distribuidora. Hidrola percibía como pago el 50 % de los beneficios líquidos de Electra<sup>32</sup>. Esta fórmula se repetiría con las distribuidoras que Hidrola fundó en Valencia; en el caso de la Unión Eléctrica de Cartagena el pago ascendía al 60 % de los beneficios líquidos.

Esta forma de pago ocasionó no pocos problemas entre las dos empresas. Unos derivados de la contabilización de costes, como la renovación de la red de distribución que según Electra debía contabilizarse en explotación y según Hidrola en establecimiento. Otros procedían de la política tarifaria. A pesar de que Hidrola fijara desde el primer momento las tarifas mínimas que Electra debía cobrar a sus abonados, que solamente podían reducirse en caso de iniciarse la competencia en el mercado madrileño, Electra realizó una política comercial basada en ofrecer contratos que eran menos remuneradores pero que facilitaban la expansión de la compañía y que le llevaron a un enfrentamiento con Hidrola y también con Unión Eléctrica Madrileña, empresa con la que compartían el mercado de distribución de Madrid desde 1913.

La forma de pago mencionada desincentivaba a la distribuidora a mantener sus instalaciones en condiciones eficientes porque no pagaba por la electricidad consumida, sino por los ingresos. No tenía ningún aliciente para invertir en mejoras que permitiesen rebajar las pérdidas de electricidad en sus redes, lo que no beneficiaba a Hidrola. La maximización de beneficios de la distribuidora dependía de las tarifas, la cantidad vendida y los costes de distribución y no de los costes de generación, es decir, buscaba maximizar ingresos que significaba, dadas las tarifas fijas existentes, aumentar los contratos a tanto alzado que eran más favorables para los consumidores modestos pero que conllevaban mayores costes para las empresas.

En 1925, la retribución por kWh percibido por Hidrola fue de 0,112 ptas. Cuando el precio percibido por Hidrola empezó a disminuir a principios de los años treinta, en 1928 había percibido 0,115 ptas./kWh y en 1935 recibió 0,083 ptas./kWh, la productora presionó a la distribuidora para que aplicara las tarifas máximas a sus abonados. En 1935, Electra facturaba más del 20 % de los kilovatios por debajo de las tarifas máximas.

32. Ingresos brutos menos impuestos, gastos generales, gastos de conservación y gastos de explotación. De la cantidad resultante se deducía el fondo de reserva de los bienes que debían revertir al Ayuntamiento y una vez deducido se dedicaba el 8 % a remuneración del consejo de administración. El 50 % de la cantidad sobrante era el pago a Hidrola por el suministro que realizaba.

### Estrategia productiva<sup>33</sup>

Hidroila, como empresa hidroeléctrica que era, generaba la mayor parte de la electricidad a partir de la fuerza hidráulica. Las centrales térmicas se utilizaban como centrales de reserva para cubrir las puntas de demanda, las averías en las líneas de transporte o en las centrales hidroeléctricas y la disminución de la producción hidroeléctrica durante los estiajes.

Los primeros años de explotación de la compañía tuvieron una gran importancia en el diseño de su estrategia productiva. Hidroila se vio obligada a aumentar considerablemente su producción de origen térmico para hacer frente a la creciente demanda, provocando un importante aumento de los costes y la correspondiente baja rentabilidad.

En 1910 llegaban a Madrid los primeros kilovatios de las dos grandes empresas hidroeléctricas, desatando una situación de competencia sin precedentes que derivó en un gran aumento del consumo. Con el fin de responder a los incrementos de la demanda entre 1911 y 1913, la producción de Hidroila se multiplicó por tres llegando a los casi cien millones de kilovatios. Desafortunadamente, 1912 y 1913 fueron años de fuertes estiajes del río Júcar, donde se encontraban situadas las centrales de la empresa, que forzaron la producción de energía termoeléctrica. La producción térmica pasó de representar del 17 % de la producción total en 1912 al 26 % en 1913, con 26,2 millones de kWh, provocando un aumento considerable de los costes de producción. El coste de generación unitario en 1912 fue de 0,027 ptas., incrementando a 0,032 ptas. en 1913. El recurso a la producción térmica era costoso, como se desprende de la comparación con el coste de 1915 que fue de 0,018 ptas/kWh, año en que la producción térmica había descendido al 2,4 %.

La evaluación del crecimiento de la demanda incentivó la búsqueda de nuevos saltos, pues la central del Molinar no tenía la suficiente capacidad productiva. Los ingenieros se decidieron por la construcción rápida del salto de Villora que no precisaba de embalse, aunque sabían que no cubriría la demanda a medio plazo. A finales de 1914 ya estaba terminada la central.

La decisión de Hidroila de optar por un salto de construcción rápida no pudo ser más acertada, pues los efectos que la Primera Guerra Mundial causó a la compañía hubieran sido todavía más negativos. La capacidad hidroeléctrica de Hidroila no fue suficiente para cubrir la demanda, durante los estiajes de 1917 y, especialmente, el de 1918. La producción térmica creció hasta los 14 millones, representando un 11 % del total producido. La guerra dificultó el transporte de carbón y lo encareció sobremanera, causando un aumento considerable de los costes de producción para Hidroila. El coste unitario aumentó un 131 % entre 1916 y 1918.

33. En este apartado se resume la estrategia productiva de Hidroila que es analizada en el capítulo quinto de mi tesis doctoral *La industria eléctrica y la electrificación de la industria*.



La coincidencia entre los estiajes y la escasez de carbón persuadió a Hidrola aún más, si ello era posible, a volcarse en la construcción de centrales hidroeléctricas y embalses reguladores para eludir al máximo la dependencia del carbón. Si el crecimiento del mercado, junto a los estiajes de 1912 y 1913, impulsaron la construcción del salto de Villora, los estiajes de 1917 y 1918 impulsaron la construcción de la central de Cortes y diseñaron definitivamente la estrategia expansiva de la compañía.

La capacidad hidroeléctrica instalada de Hidrola, desde la primera central del Molinar a la de Millares, la podemos observar en el cuadro 1. La evolución de la potencia instalada puede dividirse en cuatro fases. La primera abarca desde los inicios de la compañía hasta 1914, cuando la potencia instalada llegó a los 30.000 kW con el funcionamiento de la central de Villora. La segunda finaliza en 1923 cuando se pone en marcha el segundo grupo de la central de Cortes, que supuso la duplicación de la potencia. La tercera fase, comprendida entre 1925 y 1932, presenta el menor crecimiento de todo el periodo, un 32 %. En estos años se incorporó la pequeña central de Tranco del Lobo, se construyó el Salto de Batanejo también de reducidas dimensiones, y se amplió Villora con el tercer grupo. En la última fase, 1933-35, la potencia instalada creció un 76 % gracias a la construcción de la central de Millares, con una potencia de 60.000 kW.

CUADRO 1  
EVOLUCIÓN DE LA POTENCIA INSTALADA EN LAS CENTRALES  
HIDROELÉCTRICAS DE HIDROLA, 1910-1935  
(kW)

	kW totales	Salto	Río	Grupos	kW/grupo	kW central
1910	9.000	Molinar	Júcar	1º y 2º	4.500	9.000
1912	18.000	Molinar	Júcar	3º y 4º	4.500	18.000
1914	30.000	Villora	Cabriel	1º y 2º	6.000	12.000
1922	45.000	Cortes	Júcar	1º	15.000	15.000
1923	60.000	Cortes	Júcar	2º	15.000	30.000
1925	62.500	Tranco	Júcar	1º y 2º	1.250	2.500
1926	64.500	Batanejo	Guadazón		2.000	2.000
1927	79.500	Villora	Cabriel	3º	15.000	27.000
1933	99.500	Millares	Júcar	1º	20.000	20.000
1933	119.500	Millares	Júcar	2º	20.000	40.000
1935	139.500	Millares	Júcar	3º	20.000	60.000

Fuente: Véanse los apéndices documentales.

El crecimiento de la demanda no fue la única variable que incidió en el diseño de la estrategia productiva y en la evolución de la potencia instalada, sino que también jugó su papel la estructura de los mercados en que actuaba Hidrola.

En el mercado madrileño actuaban tres productoras hidroeléctricas, Unión Eléctrica Madrileña e Hidráulica Santillana, además de Hidrola. Las cuotas de mercado de éstas en 1915 eran: 46,34 % Hidrola, 37,27 % Unión y 16,40 % Santillana. Durante la segunda década del siglo XX no existió un acuerdo formal entre las productoras para evitar la competencia, pero estuvieron en continuas negociaciones para repartirse el mercado. Las empresas llegaron a un acuerdo en 1920, que dada la desigualdad de las capacidades productivas fue poco estable. Esto significa que la estructura de la oferta albergaba la posibilidad de competencia entre las productoras, aunque no llegara a darse en ningún momento. La evolución durante los años veinte desembocó en la compra por parte de las dos grandes compañías de la pequeña Santillana a principios de los años treinta. La dinámica del mercado llevó a una situación de duopolio, que de hecho fue un monopolio compartido a juzgar por la igualdad de las producciones que las dos grandes hidroeléctricas destinaban a Madrid.

La competencia potencial no solamente procedía de las empresas presentes en el mercado, sino también de las iniciativas empresariales que querían entrar en éste. Hubieron diversas tentativas siendo la más importante la de Saltos del Alberche. La posición de las dos grandes fue la de neutralizar las iniciativas de forma conjunta, aunque en el caso concreto de Alberche fue finalmente neutralizado por Unión.

La estructura del mercado madrileño, junto con su propia historia productiva a la que nos hemos referido al principio de este apartado, determinaron la estrategia expansiva de la empresa, pues era la forma de mantener su posición en el mercado. La adopción de prácticas monopolistas hubiera aumentado la diferencia entre la demanda y la oferta, incrementando los incentivos a la entrada de nuevas compañías en el mercado.

La situación de Hidrola en el mercado valenciano era claramente dominante, si bien en cualquier momento la Canadiense podía decidir su expansión en dicho mercado y desatar la competencia. En definitiva, Hidrola no tenía una posición de monopolio en los mercados en los que actuaba, a diferencia de Ibérica en el País Vasco. La presencia de otras compañías en el mercado madrileño, junto con las nuevas compañías que podían irrumpir tanto en aquel mercado como en el valenciano para satisfacer el crecimiento de la demanda, hicieron que Hidrola no adoptara prácticas monopolistas e incrementara su producción.

### **La estrategia financiera de Hidrola**

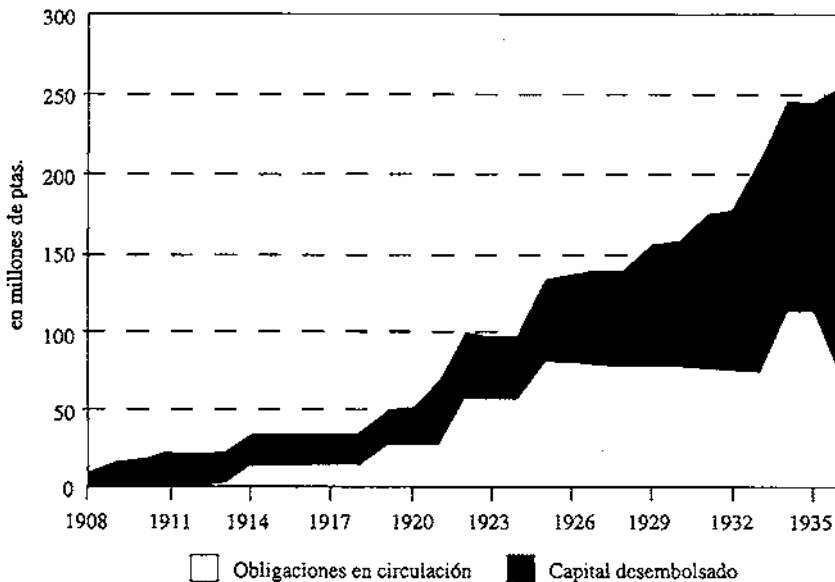
El gráfico 2 muestra la evolución del capital de Hidrola a lo largo del periodo aquí estudiado. En él se observan las cuatro fases que se han destacado en la

evolución de la potencia instalada. La primera desde los inicios hasta 1918, cuando la empresa experimentó un crecimiento anual del 15,03 % del capital. La segunda etapa de gran expansión comprendería el periodo de 1919 a 1925, creciendo al 22,43 %. La tercera, entre 1926 y 1932, presenta un descenso en el crecimiento situándose al 4,28 %. Por último, la etapa que abarca del 1933 al 1935, truncada por el golpe de estado fascista, cuando aumentó el crecimiento en un 11,33 % anual.

Uno de los elementos más interesantes a resaltar de la evolución del capital de Hidrola es su relativo pequeño crecimiento durante la dictadura de Primo de Rivera, que, según la historiografía, dada la política industrial del régimen, tendría que haber significado uno de los periodos de mayor expansión de su capital. La segunda característica es la gran expansión en los años treinta, otra vez a contracorriente de las inversiones de las empresas de bienes de capital que experimentaron una contracción en estos años. Entre 1923 y 1930, el crecimiento anual acumulativo fue del 7,35 % mientras que entre 1931-1935 el crecimiento fue del 9,16 %. O sea, durante la Segunda República el capital de Hidrola creció casi dos puntos por encima que durante la dictadura de Primo de Rivera.

Las necesidades de financiación de Hidrola hasta 1913 se cubrieron con sucesivas ampliaciones de capital. Como podemos observar en el gráfico 2, se pasó de los doce millones de pesetas en acciones iniciales a los veinte millones en

GRÁFICO 2  
EVOLUCIÓN DEL CAPITAL DE HIDROLA, 1908-1935 (PTAS.)



1909, y no fue hasta diez años después cuando tuvo lugar el siguiente aumento, que supuso la duplicación del capital.

A partir de 1913 las necesidades de capital se cubrieron con endeudamiento a largo plazo. La primera emisión de obligaciones que tuvo lugar en aquel año representó el 38 % de los recursos básicos. La opción por los títulos de renta fija se tomó considerando la situación de Hidrola, junto a la «*especial situación del mercado monetario*» que anulaba la posibilidad de realizar una ampliación de capital, según Enrique Ocharan, director del Banco de Vizcaya, por lo que proponía una emisión de «*títulos provisionales con un tipo de interés regular para sustituirlos oportunamente en condiciones favorables por acciones u obligaciones*»<sup>34</sup>. La intervención del Marqués de Aldama, del Banco Central, cambió la decisión de la empresa, realizándose directamente la primera emisión de obligaciones de Hidrola por 12 millones de pesetas al 6 % amortizables en 30 años por un valor de 500 ptas cada una.

Por tratarse de la primera emisión de obligaciones de la empresa, sus dirigentes se dirigieron a los accionistas mayoritarios para colocar la emisión. De esta forma, consiguieron que se suscribiera el 70 % de las obligaciones, acudiéndose a los banqueros de la sociedad para garantizar la colocación del resto. Esto muestra la poca importancia del mercado de valores para la financiación de la empresa, antes de mediados de los años veinte, que queda reflejada en las escasas transacciones de valores de Hidrola en la Bolsa de Madrid. El volumen contratado aumentó a partir de esos años, alcanzando su máximo en 1933 con 6.290.000 ptas de valor nominal, esto es, un 4,4 % de las acciones de la sociedad.

En el segundo periodo, entre 1919 y 1925, asistimos a un considerable aumento del peso de los recursos ajenos a largo plazo que pasaron a ser superiores a los recursos propios, alcanzando el 56 % de los recursos básicos.

Por lo que a acciones se refiere, en esta etapa se realizaron dos ampliaciones de capital propio por veinte y dieciséis millones, respectivamente. Por contra, tuvieron lugar cuatro emisiones de obligaciones por un valor conjunto de 70 millones, o sea, el doble de las nuevas acciones. El aumento de capital era necesario para hacer frente a la ampliación de la capacidad productiva de la empresa, en concreto, la construcción del salto de Dos Aguas que se abandonaría posteriormente por la construcción de la central de Cortes.

La primera emisión de obligaciones de este periodo tuvo lugar en 1919 y se emitieron obligaciones por valor de 15.000.000 ptas al 5 % de interés amortizables a 50 años, que ingresaron el 97,66 % de su valor nominal. La menor cotización de estas obligaciones en la bolsa reflejaba su tipo de interés inferior. En el gráfico 3 podemos observar que la evolución de la cotización de las obligaciones de las tres primeras emisiones responde principalmente al tipo de interés, porque

34. Actas CA SHE, 24-9-1913.

al homogeneizarse éste en 1928 el valor de las obligaciones de la segunda emisión, de 1919, aumentó, mientras que los de la primera y tercera disminuyeron. Debemos especificar que en la primera emisión de obligaciones Hidrola se reservaba el derecho a reducir el tipo de interés hasta el 4 % a partir de 1919, pero con la obligación de reembolsar a los tenedores el importe de su valor nominal si no les conviniera el nuevo tipo de interés. Cuando en 1928 se redujo el tipo de interés al 5 % no se produjeron amortizaciones anticipadas por parte de los tenedores de obligaciones porque la empresa pagó 20 ptas. por título como compensación, cantidad equivalente al interés que dejaban de percibir durante cuatro años<sup>35</sup>.

La segunda emisión del periodo fue en 1922 y ofrecía un interés del 6 %, un punto superior a la de 1919 con una amortización también a 50 años. En esta ocasión, las 60.000 obligaciones de 500 ptas. aportaron a la empresa solamente 20 millones, o sea el 66,66 % del nominal<sup>36</sup>.

La emisión de 1925 tiene unas características diferentes a las anteriores porque se utiliza como pago del aprovechamiento del salto del Tranco del Lobo. Las obligaciones emitidas al efecto fueron por valor de 5.400.000 ptas un interés del 6 % y amortizables a 20 años. A esta emisión la siguió en el mismo año otra de 19.600.000 ptas también al 6 % pero amortizables a 50 años.

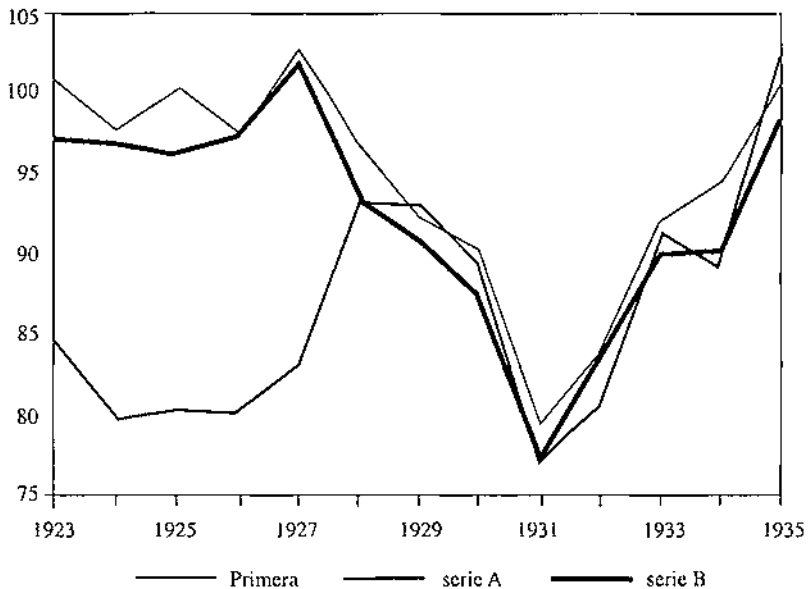
La importancia de las obligaciones descendió a partir de 1925, año en que se alcanzó el 61 %, siendo inferiores a las acciones a partir de 1930 y llegando al mínimo del 28 % en 1936. Esto fue debido a que solamente se produjeron ampliaciones de capital, a excepción de 1934 cuando se pusieron en circulación 40 millones en obligaciones al 5,5 % de interés amortizables a 50 años, aunque éstas serían amortizadas en 1936 con la ampliación de capital de ese año.

Las razones por las que el capital ajeno pierde importancia hay que buscarlas en la evolución de los mercados financieros. La gran caída de la cotización de las obligaciones de Hidrola entre 1928 y 1930, reflejada en el gráfico 3, obedeció, como hemos comentado, a la reducción del tipo de interés que la compañía realizó en 1928. El hecho de que las obligaciones de la primera serie y de la serie B se situaran al mismo nivel de las obligaciones de la serie A confirman esta interpretación. La continuación del descenso, tocando fondo en 1931, fue debido a la situación de desconcierto general en los mercados de capitales; aunque hay que mencionar que la cotización de las obligaciones de Unión Eléctrica Madrileña no experimentó una caída tan pronunciada como Hidrola. El origen del desconcierto fue generado por los efectos que la crisis económica estaba teniendo en otros países y por la incertidumbre creada por la llegada de la República. En ningún caso parece que los principales accionistas de Hidrola participasen de este des-

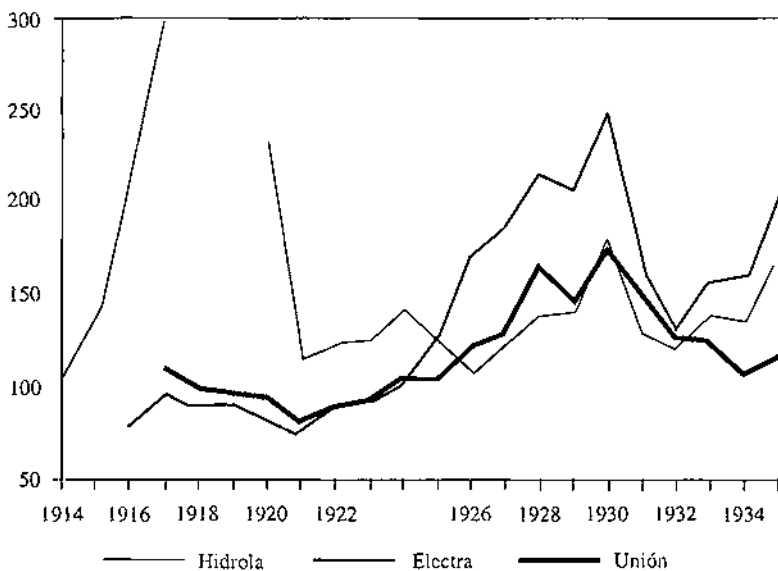
35. Actas CA SHE, 24-9-1913.

36. Actas CA SHE, 5-5-1928.

**GRÁFICO 3**  
COTIZACIÓN DE LAS OBLIGACIONES DE HIDROLA, 1923-1935



**GRÁFICO 4**  
EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DE LAS ACCIONES DE LAS COMPAÑÍAS ELÉCTRICAS MADRILEÑAS, 1914-1935



concierto porque las inversiones en la compañía aumentaron considerablemente. La rápida recuperación de los niveles de cotización, en 1933 ya se había alcanzado el nivel de 1930, muestran que los factores psicológicos prevalecieron sobre los puramente económicos en la formación de las expectativas en la crisis del 31.

La caída de la cotización de las obligaciones de la compañía en 1931 y, a pesar de la recuperación, el hecho de que en 1932 se encontraran por debajo del 85 % de su valor nominal, llevó al consejo de administración a recurrir a una ampliación del capital en acciones de la compañía para consolidar la deuda flotante que se había situado al 24 % de los recursos totales, nivel desconocido desde 1913<sup>37</sup>. De todas maneras, el factor determinante en la ampliación del capital social fue la voluntad de no repartir dividendos superiores al 10 %, que veremos en el apartado siguiente. El aumento de los beneficios que estaba experimentando Hidrola llevaría a la compañía a repartir dividendos del 15 %. Con la ampliación del número de acciones se conseguían dos objetivos: reducir el dividendo a repartir y obtener los recursos necesarios para realizar la ampliación de las instalaciones, la construcción de Millares.

La cotización de las acciones de Hidrola, como podemos ver en el gráfico 4, empezó a descender en 1931, tocó fondo en 1932 e inició su recuperación al siguiente año. A pesar de este descenso, la cotización de las acciones siempre estuvo por encima de la par; en diciembre de 1932 la cotización se encontraba al 131 %, por lo que era recomendable aumentar los recursos propios y no ajenos.

Para asegurarse que se cubriría la suscripción de la nueva emisión la empresa llegó a un acuerdo con el Banco de Vizcaya, el Banco Español de Crédito y el Banco Hispano Americano para que éstos adquiriesen las acciones que no suscribieran los accionistas hasta el límite de 12 millones que representaba el 30 % de la ampliación, en las mismas condiciones que los accionistas, a la par<sup>38</sup>.

Por último, la importancia del exigible a corto plazo para Hidrola fue limitada y esto la benefició pues el uso de préstamos a corto plazo es la forma más costosa de financiación para la empresa. A diferencia de Ibérica, Hidrola siempre intentó hacer un uso reducido del exigible a corto plazo, como muestra el gráfico 1. La importancia del exigible sobre los recursos totales de Ibérica para el periodo 1915-35 fue del 37 %, mientras que para Hidrola fue del 12 %, y si bien aumentó en los años veinte raramente lo hizo por encima del 20 %, cuando Ibérica nunca bajó del 30 %.

Estas diferencias no proceden de la menor accesibilidad de Hidrola a los préstamos. Los bancos de Hidrola fueron el Banco de Vizcaya, el Banco Español de Crédito, el Banco Hispano Americano y el Banco Central, que durante los años veinte tuvieron un convenio por el que la compañía disponía de 16 millones de

37. ARMM, t.103, h.2230, f.62.

38. Actas CA SHE, 6-12-1932.

crédito en conjunto, aunque el máximo que utilizó fueron 10,3 millones en 1930. Esto indica que la política financiera de Hidrola no pasaba por el endeudamiento a corto plazo con las entidades financieras aunque dispusiera de las facilidades para hacerlo<sup>39</sup>.

En la financiación de la compañía encontramos otro ejemplo de que la presencia de diferentes grupos de interés redundaron en beneficio de la compañía. Lo tenemos en las discusiones en el seno de la comisión ejecutiva y del consejo de administración sobre la colocación de las acciones que la sociedad tenía en cartera a principios de 1931.

En la reunión de la comisión ejecutiva de febrero de 1931, Leandro Pinedo, el entonces director, propuso la puesta en circulación de las acciones que la sociedad tenía en cartera al 150 % de su valor nominal. Las razones expuestas abarcaban desde la crisis internacional que podía acabar provocando una disminución del consumo a la competencia en el mercado valenciano, pasando por la necesidad de aumentar las reservas y amortizaciones.

Antonio Basagoiti daba su apoyo a los postulados de la dirección y César de la Mora, también de acuerdo, añadía, en primer lugar, que *«las complicaciones probables en el mercado de Levante con la acción directa de la Canadiense, puede exigir como defensa legítima la invasión del mercado de Cataluña por parte de esta sociedad»* y, en segundo lugar, que *«sería de efecto moral para la competencia, el obtener la prima de diez millones de pesetas propuesta por la dirección, que reforzaría el estado económico de esta sociedad»*<sup>40</sup>.

En contra de la propuesta se hallaban los consejeros del Banco de Vizcaya, Venancio Echevarría y Dámaso Escauriaza, encabezados por su director, Enrique Ocharán y también Antonio Garay. José Luís Oriol, en la discusión de la comisión ejecutiva, estaba en contra, porque *«se incurrirá en el pago de impuestos complementarios que excederán de un millón de pesetas para deshacer la operación que ahora se intenta llevar a cabo, con el consiguiente mal efecto para nuestros accionistas que atribuirán a imprevisión del consejo de administración el propósito de liberar ahora con prima una emisión de acciones para tener que colocar después una parte del capital a tipo inferior al normal»*<sup>41</sup>, pero votó finalmente a favor en la reunión del consejo de administración, por considerar que

39. A principios de 1929 los bancos aceptaron la petición de la compañía de que el tipo de interés que se cobraría se modificaría de acuerdo con el tipo regulador del Banco de España. Debemos mencionar que a finales de 1929 el Banco Central, que había sido el primer banco cuando era Aldama y Cía de la sociedad, dejaba de formar parte del convenio financiero que la empresa tenía con los bancos antes mencionados. De hecho, la casa Aldama había sido el primer banco de la empresa debido principalmente a los intereses de estos capitalistas en la compañía y por el mero hecho de encontrarse en Madrid. Actas CA SHE, 28-12-1929.

40. Actas CA SHE, 24-3-1931.

41. Actas CE SHE, 12-2-1931.



dada la posible competencia en el mercado de Valencia era mejor aumentar las reservas de la sociedad.

Las acciones se emitieron al 150 %, consiguiendo una prima de 10.000.000 ptas. Respecto a las reservas, los estatutos de Hidrola determinaban el destino del 5 % de los beneficios líquidos a fondo de reserva hasta que representara el 10 % del capital social. En 1930 el fondo de reserva no alcanzaba el 6 %. En el balance de 1931 el fondo de reserva era el 14 % del capital social y no por ello la empresa dejó de destinar el 5 % de los beneficios líquidos a fondo de reserva. La cantidad destinada a amortización en 1930 fue casi de dos millones, que representaba un aumento del fondo del 35 % respecto al año anterior.

La diversidad de intereses financieros e industriales en el consejo de administración de Hidrola actuó de forma que la expansión de la compañía pasara a ser el objetivo primero y común, especialmente de los consejeros que estaban en posiciones de minoría, de tal manera que muchas de las propuestas procedentes del Banco de Vizcaya que anteponian los intereses del banco o del grupo de empresas en que participaba a las de Hidrola, quedaban anuladas.

### **La rentabilidad de Hidrola**

El estudio comparativo de la rentabilidad financiera de empresas es bastante difícil para el primer tercio del siglo XX, debido a la heterogeneidad en la elaboración de los conceptos contables. El cálculo de la rentabilidad financiera se ha realizado a partir de los beneficios líquidos sobre los recursos propios entendidos como el capital desembolsado más los fondos de reserva<sup>42</sup>. Uno de los problemas es la política de amortizaciones de las empresas o la ausencia de ella, lo que parece ser un hecho bastante frecuente entre las empresas españolas. Las dos compañías Unión e Hidrola trataron las amortizaciones de forma muy diferente. Unión, durante el primer tercio del siglo XX, realizó solamente dos amortizaciones, una de 868.250 ptas en 1925 y la otra por valor de 1.086.578 ptas en 1935. En cambio, en Hidrola las amortizaciones fueron más frecuentes. Su política de amortizaciones parece que estaba determinada por los beneficios obtenidos y los dividendos que se querían repartir. Si había suficientes beneficios para repartir un dividendo normal se destinaba una parte a amortización, cuyo montante dependería de la cantidad restante después de deducir el dividendo a repartir. En este sentido, entre 1924 y 1931 cuando se repartió un dividendo del 10 %, no se dedicó ninguna cantidad a amortización en 1927 y 1931, debido a la disminución de los

42. Beneficios líquidos: Productos totales menos gastos de explotación, administración y conservación (incluye seguros, arrendamientos, intereses de obligaciones) y amortizaciones. Beneficios después de impuestos.

beneficios que se experimentó en estos años. Los directivos de Hidrola prefirieron mantener los dividendos al 10 % en vez de amortizar, ya que significaba repartir un dividendo inferior.

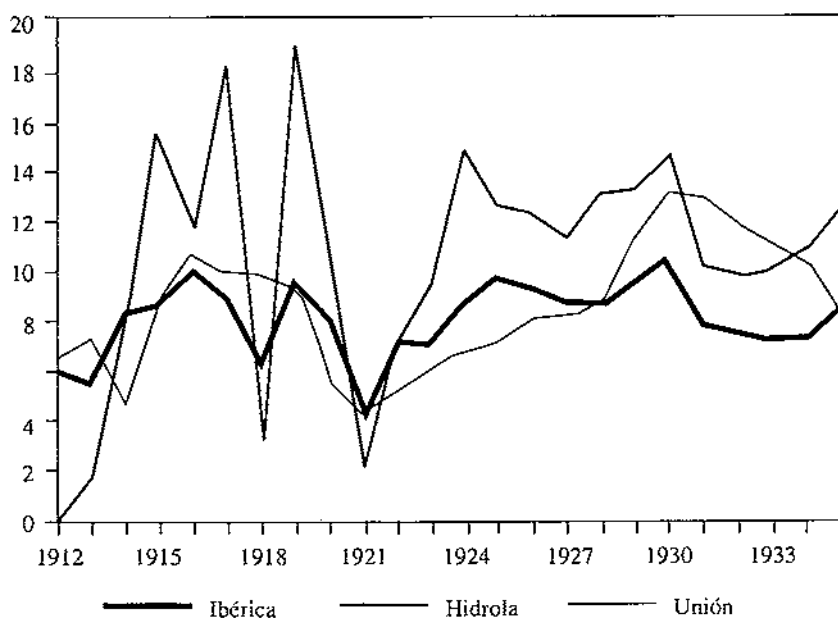
El cálculo de la rentabilidad se ha realizado con los beneficios líquidos reflejados en la cuenta de resultados, aunque suponga una subestimación de la rentabilidad de las empresas que regularmente realizaban las amortizaciones. Al ser Hidrola quien precisamente destina mayores cantidades a amortización estaremos subestimando su rentabilidad. Asimismo subestimamos la rentabilidad de las eléctricas madrileñas respecto a Ibérica, pues el cálculo que disponemos de su rentabilidad financiera no incluye las amortizaciones. El resultado lo podemos observar en el gráfico 5.

La rentabilidad financiera de Hidrola fue muy superior al resto de las empresas consideradas a lo largo del periodo estudiado, lo que es indicativo del éxito de su estrategia. La rentabilidad de la compañía muestra una sensibilidad mayor a los efectos de los estiajes, como muestran las grandes caídas en 1918 y 1921, que como ya comentamos en el epígrafe cuarto fue uno de los determinantes de la estrategia productiva de Hidrola.

Uno de los elementos a destacar es la similitud en la fluctuaciones de las rentabilidades de las dos empresas madrileñas que no deja de ser sorprendente por

GRÁFICO 5

RENTABILIDAD FINANCIERA DE LAS GRANDES ELÉCTRICAS, 1912-1935



varias razones. Primero, las estructuras organizativas de las dos empresas eran diferentes, Hidrola se dedicaba a la generación y distribución a alta tensión mientras que Unión además lo hacía a baja tensión. Las diferentes estructuras organizativas deberían comportar estructuras de costes e ingresos diferentes con sensibilidades peculiares a cada una que darían como resultado evoluciones de rentabilidad diferentes y no similares, como las que muestra el gráfico. Incluso si tenemos en cuenta que los ingresos de Hidrola dependían de los beneficios de sus distribuidoras a baja tensión, como vimos en el apartado tercero, la maximización de los beneficios de las distribuidoras era diferente de las productoras por lo que podían generar costes distintos según fuera una explotación integrada, como la de Unión, o separada, como Hidrola. En segundo término, cabría esperar que las rentabilidades fueran sensibles a la evolución de la demanda y en este sentido es difícil explicar por qué Unión e Hidrola se comportan con las mismas tendencias, porque si bien las dos actuaban en el mercado de Madrid, Hidrola suministraba también al mercado valenciano.

Dejando a un lado las fluctuaciones provocadas por el aumento de costes en los estiajes de 1918 y 1921, Hidrola sufre los efectos de la crisis de principios de los años treinta de forma más pronunciada que Unión Eléctrica Madrileña. La rentabilidad financiera de todas las empresas eléctricas, excepto Ibérica, bajó considerablemente con la crisis de 1931.

Para conocer como se comportó Hidrola respecto al resto de grandes empresas se ha recurrido, dado que no disponemos de la rentabilidad, a la evolución de los beneficios de las grandes sociedades anónimas calculados por Tafunell<sup>43</sup>. Los resultados aparecen en el gráfico 6.

La primera observación a realizar sobre el gráfico 6 es el mayor crecimiento de los beneficios de Hidrola respecto al resto de grandes sociedades anónimas a partir de los años veinte. En segundo lugar, los beneficios empresariales experimentaron una mayor caída en 1931 que los beneficios de la eléctrica y lo que es más importante, éstos se recuperaron rápidamente superando con creces en 1933 el nivel de 1930 a la vez que continuaron su tendencia creciente. En cambio, los beneficios del conjunto de empresas ya no recuperaron los niveles de 1930 antes de la Guerra Civil.

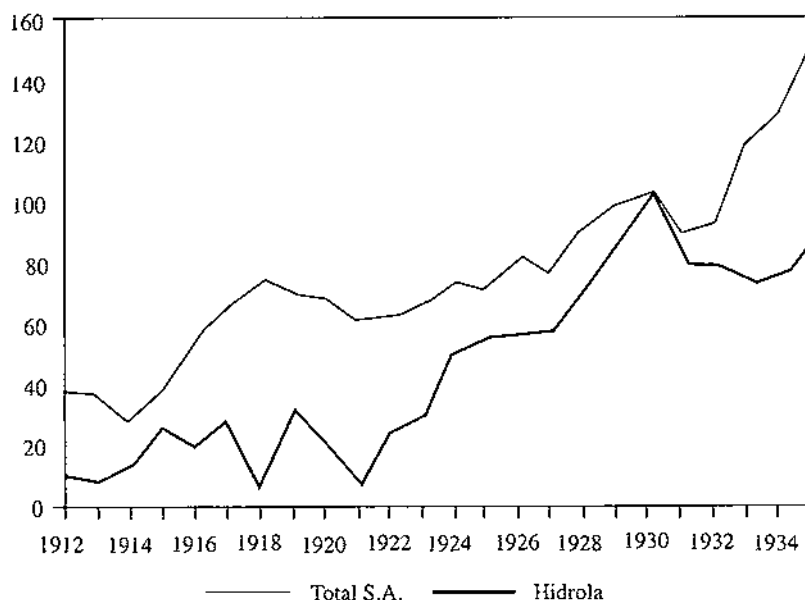
La elevada rentabilidad de Hidrola queda reflejada en el pago de dividendos superiores a los del resto de eléctricas, aunque la empresa no distribuyó toda la cantidad que le hubiera sido posible, como podemos ver en el cuadro 2.

Desde 1912 a 1935, Hidrola repartió dividendos por debajo de su rentabilidad financiera, a excepción de 1921 cuando el dividendo fue del 3 % mientras que la rentabilidad financiera no alcanzó el 2 %. Para el resto del periodo la diferencia entre el dividendo repartido y la rentabilidad no fue superior a los dos

43. Tafunell (1996).

GRÁFICO 6

EVOLUCIÓN DE LOS BENEFICIOS DE LAS GRANDES SOCIEDADES ANÓNIMAS ESPAÑOLAS E HIDROLA, 1912-1935 (1930 = 100)



CUADRO 2

DIVIDENDOS REPARTIDOS Y SU PORCENTAJE SOBRE LOS BENEFICIOS LÍQUIDOS Y RENTABILIDAD FINANCIERA DE HIDROLA, 1912-1935 (%)

Dividendo	% Dividendo	Rf	Dividendo	% Dividendo	Rf		
1912	3	51,79	5,79	1924	10	65,50	14,69
1913	3	54,34	5,48	1925	10	67,10	12,64
1914	5	63,06	7,93	1926	10	58,63	12,24
1915	8	50,81	15,56	1927	10	79,80	11,22
1916	10	83,33	11,80	1928	10	68,81	12,95
1917	10	54,70	17,87	1929	10	62,60	13,10
1918	0	0,00	3,13	1930	10	54,45	14,51
1919	10	51,80	18,75	1931	10	72,41	10,15
1920	10	77,87	10,80	1932	9	77,00	9,79
1921	3	74,11	1,98	1933	9	77,16	10,01
1922	4	57,75	6,78	1934	9	72,81	10,80
1923	7	75,88	9,22	1935	9	62,68	12,49

Fuente: Dividendo: memorias y dividendo/beneficios líquidos: balances de Hidrola.

puntos, a excepción de 1915, 1917 y 1919 cuando la rentabilidad superó en más de siete puntos al dividendo como queda reflejado en el bajo porcentaje de beneficios destinados a dividendo. Este comportamiento es fácilmente explicable porque la empresa intentaba suavizar las oscilaciones que comportaba la falta de medios hidroeléctricos en situaciones de estiaje. Las diferencias se amortiguan durante los años veinte, a excepción de 1924 y 1930, con 4,5 puntos. Estas diferencias desaparecen en los años siguientes gracias a las respectivas ampliaciones de capital.

El razonamiento expresado por José Luis Oriol es especialmente interesante porque indica la voluntad de la empresa de no repartir dividendos superiores al 10 %, a la vez que avanza la fórmula para conseguir disminuirlos: la ampliación de capital. En 1930 el dividendo era del 10 % pero la rentabilidad financiera era el 14,51 %, por lo que el porcentaje destinado a dividendos no alcanzaba el 55 %. Hidrola estaba repartiendo el mínimo y las perspectivas no podían ser mejores porque la misma empresa estimaba que con la entrada en funcionamiento de las nuevas instalaciones el dividendo aumentaría hasta el 15 %. Esta era la situación en que Oriol opinaba que *«habría que procurar una infladura de capital para no dar la sensación de una retribución desproporcionadamente elevada en servicios públicos, como los que tiene a cargo esta sociedad»*<sup>44</sup>.

## Conclusiones

La creación de Hidrola en 1907 fue fruto de la estrategia de Hidroeléctrica Ibérica, que con su aversión al uso de los recursos propios prefirió crear una nueva compañía antes que realizar una fuerte ampliación de su capital; se trataba de conseguir el concurso del capital madrileño en la operación. Esta decisión marcó la vida de la compañía, pues en su consejo de administración se encontraron diferentes intereses representados, desde el Banco de Vizcaya al Banco Central, pasando por capitalistas como Oriol o Garay. Esta diversidad permitió adecuar la estrategia financiera a la productiva y contribuyó a que Hidrola fuera una de las empresas con mayor éxito, porque los intereses de la compañía siempre se antepusieron a los intereses específicos de los grupos y llevó a la compañía a una estrategia de expansión.

La primera evidencia de conflicto entre los diversos intereses financieros la tenemos en el bloqueo que se realizó desde Hidrola a la creación de una macroempresa eléctrica que debía fusionar a todas las eléctricas relacionadas con el Banco de Vizcaya. La fusión significaba una pérdida de poder por parte de los bancos minoritarios que no estaban dispuestos a asumir.

44. Actas CE SHH, 12-2-1931.

Hidroloa optó por separar las fases de producción, transporte y distribución a alta tensión de la distribución a baja tensión. Así pues, cada centro o zona de consumo contaba con su distribuidora que actuaba con un relativo grado de independencia puesto que estaban obligadas a comprar la electricidad a Hidroloa y a cambio esta percibía un porcentaje de los beneficios que las distribuidoras obtenían. Esta forma de pago ocasionó problemas porque las distribuidoras no tenían incentivos para mejorar su eficiencia, no buscaban minimizar los costes sino maximizar los ingresos, lo que pasaba, dada la regulación de tarifas, por un aumento de las ventas. Esto significó un aumento de la demanda de electricidad que contribuiría a la expansión de la capacidad de Hidroloa.

En el diseño de la estrategia productiva expansiva de Hidroloa tuvieron un papel determinante las dificultades que pasó la compañía en los primeros años de explotación. La capacidad hidroeléctrica instalada fue insuficiente para atender al crecimiento de la demanda durante los estiajes. El recurso a la termoelectricidad encareció los costes e incentivó la expansión de las instalaciones.

La estructura del mercado incidió también en la estrategia expansiva, pues la potencial competencia que Hidroloa tenía en sus mercados no aconsejaban prácticas monopolistas que hubieran aumentado la diferencia entre la demanda y la oferta incrementando aún más los incentivos a la entrada de nuevas empresas en el mercado.

Hidroloa, en sus años de formación y hasta la estabilización del mercado en 1913, se financió con recursos propios y a partir de esa fecha las obligaciones fueron aumentando hasta llegar a representar más de la mitad del capital a mediados de los años veinte. La progresiva consolidación de la empresa y la alta rentabilidad coadyuvaban al aumento de la autofinanciación y a la disminución de los recursos ajenos. A diferencia de Hidroeléctrica Ibérica, Hidroloa no limitó su expansión porque utilizó los recursos propios, las ampliaciones de capital social, y restringió el uso del exigible a corto plazo, que caracterizó la financiación de Ibérica debido a su estrecha dependencia del Banco de Vizcaya. Así, podemos afirmar que la diversidad de intereses llevó a una estrategia financiera más favorable a la empresa y no al banco que le daba apoyo.

La diferencia en las rentabilidades entre las eléctricas no queda en toda su extensión reflejada en los dividendos repartidos. Esto es debido no solamente a la opción por la autofinanciación, sino a que la dirección de Hidroloa consideraba que no era conveniente para las empresas de servicios públicos obtener dividendos superiores al 10 %, hecho que influyó en su estrategia financiera.

## BIBLIOGRAFÍA

*Anuario financiero y de sociedades anónimas de España, 1916-1935.*

ANTOLÍN, F. (1989), «Hidroeléctrica Ibérica y la electrificación del País Vasco», *Economía Pública*, 4, pp.107-130.

— (1996), «Hidroeléctrica Ibérica y la electrificación del País Vasco», en COMÍN, F. y MARTÍN ACEÑA P. *La empresa en la historia de España*, Madrid, pp. 237-264.

— (1999) «Samuel Insull y Juan Urrutia, dos empresarios de principios de siglo. La formación de la gran empresa eléctrica española en un contexto comparativo», en CARRERAS A. y otros (eds.), *La industrialització i el desenvolupament econòmic d'Espanya*, vol. II, Barcelona, pp. 1356-1377.

AUBANELL, A. (1992), «La competencia en la distribución de electricidad de Madrid, 1890-1913», *Revista de Historia Industrial*, 2, pp. 143-171.

AYUNTAMIENTO DE MADRID, *Informe del Excmo. Sr. D. Joaquín Sánchez de Toca ante las comisiones de Policía Urbana y Obras sobre los servicios de la Cooperativa Eléctrica*, Madrid, Imprenta Municipal, 1910.

BARTOLOMÉ, I. (1999), «La industria eléctrica española antes de la guerra civil: reconstrucción cuantitativa», *Revista de Historia Industrial*, 15, pp.139-159.

*Boletín del Ayuntamiento de Madrid*, 1910.

*Boletín de Cotización Oficial de la Bolsa de Comercio de Madrid*, 1923-1935

*Energía Eléctrica.*

CAPEL, H. (dir.), (1994), *Les tres xemeneies. Implantació industrial, canvi tecnològic i transformació d'un espai urbà barceloní*. vol. II, Barcelona.

CARRERAS, A. y TAFUNELL, X. (1993), «La gran empresa en España (1917-1974). Una primera aproximación», *Revista de Historia Industrial*, 3, pp. 127-175

CAYÓN, F. (1997), *Un análisis del sector eléctrico en Madrid a través de las empresas Hidroeléctrica Española y Unión Eléctrica Madrileña*, Fundación Empresa Pública, Documento de Trabajo, 97/08.

FOMENTO DE LA PRODUCCIÓN (1990), *Las 2.500 mayores empresas españolas en 1990*, Barcelona.

GARCÍA DE LA INFANTA, J. M. (1986), *Los primeros pasos de la luz eléctrica en Madrid y otros acontecimientos*, Madrid.

GARRUÉS, J. (1998), *Empresas y empresarios en Navarra. La industria eléctrica, 1888-1986*, Pamplona.

*Memoria que el Consejo de Administración de la Sociedad Unión Eléctrica Madrileña presenta a la Junta General de Accionistas, Unión Eléctrica Madrileña, 1912-1935.*

*Memoria que el Consejo de Administración presenta a la Junta General de Accionistas, Cooperativa Electra Madrid, 1920, 1924-36.*

*Memoria que el Consejo de Administración presenta a la Junta General de Accionistas, Sociedad Hidroeléctrica Española, 1908-1936.*

TAFUNELI., X. (1996), *Los beneficios empresariales en España (1880-1981): elaboración de una serie anual*, documento de trabajo, 9601, Fundación Empresa Pública, Madrid.

TEDDE, P. (1987), «Hidroeléctrica Española. Una contribución empresarial al proceso de crecimiento económico», en *Hidroeléctrica Española. 75 aniversario*, Madrid, pp. 17-27

## APÉNDICE

### TENEDORES DE LOS CERTIFICADOS DE SUSCRIPTORES ORIGINARIOS

Hidroeléctrica Ibérica	47
José Luis Oriol, (parte pertenecían a Lucas de Urquijo, su suegro)	12
Juan Urrutia	9
Marqués de Aldama	6
Eugenio de Garay	5
Fernando María de Ibarra	3
José María Palacio	3
Antonio Basagoiti	3
Enrique Gonsálvez	2
Pascual Algorta	1
Dámaso Escauriaza	1
Antonio de Garay	1
Cesar de la Mora	1
Enrique Ocharán	1
Pedro de Orúe	1
Ernesto Ugalde	1
Francisco de Ussía	1
José Velasco	1
Adolfo González Heredia	0,5
Leandro Pinedo	0,25
Oscar Lancirica	0,25



## *Financial and entrepreneurial strategy of the Sociedad Hidroeléctrica Española, 1907-1935*

### ABSTRACT

*This article examines the main factors that played a role in the strategy formation of Hidrola. The company adopted an expansive and successful strategy. This allowed the company to become one of the most important companies in Spain during the 20th century.*

*The company was created as a result of the financial strategy of Hidroeléctrica Ibérica in order to attract capital from areas different from the Basque Country. As a consequence, Hidrola's Board of Directors comprised very diverse financial and business interests.*

*This diversity was a key factor in the formation of the company's expansive strategy as a response to the particular market conditions it faced. The company's interest dominated the particular interests of the groups represented on the board. The oligopolistic structure of the market, with potential competition outbreaks, together with the growing demand and Hidrola's own history, contributed to the company's expansive strategy.*

KEY WORDS: *Business strategies, Electric utilities, Financing, Spain.*

## *Estrategia empresarial y estrategia financiera de la Sociedad Hidroeléctrica Española, 1907-1935*

### RESUMEN

*Este artículo tiene por objetivo estudiar los factores que determinaron el carácter expansivo de la estrategia empresarial y financiera de Hidrola. Estrategia que la convirtió en una de las empresas más importantes de España.*

*La constitución de la compañía, resultado de la estrategia financiera de Hidroeléctrica Ibérica para conseguir atraer el capital de Madrid, conllevó la formación de un consejo de administración compuesto por diferentes intereses financieros y empresariales.*

*La diversidad de intereses representados en el consejo determinó la adopción de la estrategia expansiva de la empresa como respuesta a las condiciones del mercado en el que se operaba. El interés de la compañía se antepuso a los objetivos específicos de los grupos que integraban el consejo. El mercado presentaba una demanda creciente a lo largo del tiempo y una estructura de la oferta oligopolística con potenciales situaciones de competencia, elementos que junto a la propia experiencia de Hidrola durante sus primeros años contribuyeron al diseño de la estrategia expansiva.*

PALABRAS CLAVE: *Estrategias empresariales, Empresas eléctricas, Financiación, España.*