
LUCES Y SOMBRAS EN LA HISTORIA DE LA FORMACIÓN DE UNA EMPRESA ELÉCTRICA

LIGHTS AND SHADOWS IN THE HISTORY OF THE FORMATION OF AN ELECTRIC COMPANY

José Manuel Sastre Centeno

Elena Inglada Galiana

RESUMEN

En los primeros años del siglo XX se constituyeron en España muchas de las empresas eléctricas que acabarían por convertirse en referentes del sector eléctrico español durante las siguientes décadas, siendo alguna de ellas Hidroeléctrica Ibérica y Saltos del Duero. Su historia está jalonada de hechos que constituyen en sí una innovación, tanto en el ámbito de la tecnología como en lo referente a la visión estratégica del sector.

El objeto de este artículo es analizar la fusión que en 1944 se produjo entre Hidroeléctrica Ibérica y Saltos del Duero para dar lugar a Iberduero, bajo tres perspectivas diferentes y complementarias. En primer lugar se estudiará haciendo un análisis de los balances y cuentas de resultados tres años antes de producirse las fusiones y tres años después ellas, realizando para ello un análisis comparativo de ratios de naturaleza económica y financiera en dicho período.

En segundo lugar se estudiarán las diferencias que hay entre los valores teóricos y los valores de cotización antes y tras la fusión, examinando aquellos factores que pueden incidir en el valor de una empresa.

Por último, analizaremos el valor por capitalización bursátil de cada empresa antes y después de las fusiones, considerando la capitalización el valor de mercado de las acciones de la empresa. Este análisis tendrá como referencia el entorno histórico de los años en los que se realizó la fusión.

Como conclusión se expondrán los motivos que dieron lugar a la fusión de ambas empresas y que dio lugar a Iberduero, siendo la fusión beneficiosa para ambas compañías, amparada esta afirmación por el aumento de valor que llega a tener la empresa después de la fusión.

ABSTRACT

In the early years of the twentieth century were established in Spain many of the utilities that would eventually become electric industry benchmark for decades, with some of them Hydroelectric Iberica and Saltos del Duero. Its history is marked by events that constitute an innovation in itself, both in the field of technology and in terms of the strategic vision of the sector.

The purpose of this paper is to analyze the merger that took place in 1944 between Hydroelectric Ibérica and Saltos del Duero to result Iberduero serving three approaches. First, consider doing an analysis of the

balance sheets and income statements produced three years before the merger and three years later, carrying out a comparative analysis of ratios of economic and financial nature in that period. Secondly we study the differences between the theoretical values and the listed value made before and after the merger, analyzing those factors that can affect the value of a company.

Finally we analyze the value of market capitalization of each company before and after the merger, with the market capitalization value of the shares of the company

This analysis will reference the historic environment of the years in which the merger took place.

In conclusion we present the possible reasons that led to the merger of the two companies and that resulted Iberduero, merger being beneficial for both companies covered by statement comes to have value the company after the merger.

PALABRAS CLAVE:

Hidroeléctrica Ibérica; Saltos del Duero; Nacimiento de Iberduero; Fusión Hidroeléctrica Ibérica – Saltos del Duero; Historia económica de empresas eléctricas.

KEYWORDS:

Hydroelectric Ibérica; Saltos del Duero; Birth Iberduero; Merger Hydroelectric Iberica - Saltos del Duero; Economic history of electric utilities.

1. Introducción

En este trabajo se pretende estudiar el caso específico de la fusión de Hidroeléctrica Ibérica con Saltos del Duero dando lugar a la empresa eléctrica Iberduero, intentando analizar si el entorno histórico y económico en los años previos a la fusión aceleró la misma, complementando así otros estudios realizados en el sector eléctrico.

El campo de estudio de las empresas eléctricas ha recibido buena atención por parte de investigadores dentro y fuera de España, quizá por su importancia tanto económica como estratégica. Sirvan como ejemplos los estudios específicos sobre centrales o emplazamientos hidroeléctricos, como son los de Rasweiler (1988), Gaston (1991) o Hargrove, (1994). Monografías relevantes como las de Hunter y Bryant (1991), Fleming (1992), Coopersmith (1992) o Myllytauns (1991). Los aspectos técnicos, financieros y económicos priman en esas investigaciones. En el caso de España, el sector eléctrico figura entre las principales aproximaciones históricas que se han hecho a la economía española y empresarial del siglo XX, destacándose las aportaciones de Sudriá (1990) y Núñez (1995). En ocasiones se ha analizado el aspecto histórico debido a aniversarios y conmemoraciones, como sucede en estudios como el de Tedde de Lorca (1985) sobre Hidroeléctrica Española o los reunidos por García Delgado (1990) referido a Hidroeléctrica del Cantábrico. o (Antolín, 1989, 1996) referido a Hidroeléctrica Ibérica, así como Lorenzo (1989) que realizó un estudio de Iberduero en el marco económico de la posguerra.

Iberduero nace en 1944, fruto de la fusión de Hidroeléctrica Ibérica (1901-1943) con Saltos del Duero (1925-1943). Era un momento difícil de la historia de España, agravada por una grave sequía. Las restricciones de energía eléctrica fueron la pesadilla económica de esos

años, pero fueron también el acicate para la puesta en funcionamiento de nuevas fuentes de energía.

La difícil situación económica del país, en el periodo estudiado entorpecía la realización de grandes obras y, sobre todo, la importación de los bienes de equipo necesarios; se trataba de unos efectos que se veían además ampliados por los efectos del bloqueo económico internacional y por las consecuencias de la Segunda Guerra Mundial.

El período que va de 1944 a 1951 es una etapa de máxima importancia ya que en ese momento el Gobierno realiza una más justa estructuración de las tarifas eléctricas que permitirá un gran desarrollo en todas las industrias de producción de energía. El 3 de agosto de 1944 se creó UNESA, integrada por las mayores empresas privadas de producción de energía eléctrica, que sería la coordinadora que en el futuro repartiría la producción de todo el mercado nacional.

El objetivo de este artículo es observar cómo influyeron determinados factores, tanto de tipo económico, histórico como coyuntural, en la fusión de las empresas Hidroeléctrica Ibérica y Saltos del Duero (dando lugar a Iberduero), a través del estudio del comportamiento económico de estas empresas antes y después de la fusión. Al analizar la parte económica, eje central de nuestro estudio, se realizará un análisis comparativo de ratios de naturaleza económica y financiera en el período estudiado, que abarcará los tres años anteriores y los tres posteriores a la fusión, período considerado normalmente suficiente para obtener resultados fiables según la literatura empírica ya mencionada; asimismo se examinarán las diferencias que hay entre los valores teóricos y los valores de cotización antes y después de realizarse la fusión. Por último, analizaremos el valor por capitalización bursátil de cada empresa en el periodo indicado. Para conseguir estos objetivos es importante tener en cuenta los antecedentes de dichas compañías, contando con fuentes tanto de tipo archivístico (como el archivo de Iberdrola situado geográficamente en Ricobayo, Zamora) así como las aportaciones de los autores mencionados en la bibliografía de este artículo. La metodología seguida para medir el apartado económico ha sido el análisis de las cuentas anuales, utilizando como herramienta, (para ver la evolución de determinadas magnitudes), una serie de ratios de carácter económico y financiero. En este apartado metodológico se han tenido en cuenta los estudios realizados por Amat,(2000), Fernández (1999), Fernández y Bermejo (2008), García-Ayuso (2002), Muñoz (1987), Palacín (1997), Pallarés (2007) o las normas y ratios financieros que contiene Dun & Bradstreet (2003), así como la utilización de fuentes primarias derivadas de las memorias de las empresas eléctricas objeto de estudio y de los datos procedentes de la bolsa de Madrid y de Bilbao para el periodo estudiado.

1.1. Antecedentes

En el último tercio del siglo XIX el alumbrado eléctrico causó tal conmoción colectiva, que los industriales vieron oportuna la necesidad de acometer nuevas sociedades constructoras de centrales de gran potencia para producir la electricidad necesaria. España no

disponía entonces de la tecnología necesaria para llevar a la práctica el nuevo servicio, y hubo que contar con las empresas extranjeras. La primera en llegar fue AEG que obtuvo del Ayuntamiento de Madrid el permiso para fundar, de acuerdo con la compañía de Gas, la Compañía General Madrileña de Electricidad (1890), encargada de construir una central eléctrica que surtiera de energía al alumbrado público de la capital del reino. Igualmente, la compañía alemana actuó con idéntico criterio al fundar, con el Ayuntamiento de Sevilla, la Compañía Sevillana de Electricidad (1894). En el mismo año los alemanes crearon en Barcelona la Compañía Barcelona de Electricidad, que a su vez absorbió a la Sociedad Española de Electricidad (Núñez, 1995).

Los inicios de la industria eléctrica fueron lentos debido, principalmente, a las deficiencias técnicas en el transporte de la electricidad a grandes distancias; desde 1880 y hasta el inicio del siglo pasado, la energía eléctrica se destinaba básicamente al alumbrado público y a la tracción (Bartolomé, 2007).

La solución al transporte no tardó en implementarse. El físico croata Nikola Tesla¹ presentó, en la Exposición Internacional de Francfort (1891), el transformador trifásico, que permitió llevar electricidad entre Francfort y Lauffen, una distancia de ciento setenta y cinco kilómetros, sin grandes pérdidas de energía. Las pruebas realizadas facilitaron, con el tiempo, desplegar una red de transporte eléctrico de notables dimensiones y abrir unas expectativas desconocidas para el desarrollo de la energía eléctrica, principalmente porque desde ese mismo momento se hizo económicamente posible la producción de energía mediante la propulsión del agua de los ríos.

Y comenzó así otra nueva etapa en la historia de las sociedades eléctricas, caracterizada por la búsqueda de tramos de ríos caudalosos susceptibles de ser aprovechados por su fuerza motriz, así como por la aparición de un grupo de hombres - auténticos visionarios - capaces de imaginar el alcance del transporte de la energía a grandes distancias y de fundar nuevas sociedades eléctricas. Es el caso de los fundadores de empresas tales como Hidroeléctrica Ibérica y Saltos del Duero (Urrutia, 1922).

2. Hidroeléctrica Ibérica: 1901-1943

2.1. Antecedentes

Toda la infraestructura eléctrica del País Vasco consistía en unos pequeños generadores movidos por vapor que en 1890 instaló la compañía Electra de Bilbao. Dos años más tarde, en 1892, se funda la Eléctrica del Nervión y la Eléctrica Victoriana. Las centrales hidráulicas aparecen casi a la vez que el vapor, en parte sustituyéndolas, en parte complementándolas.

¹ Nikola Tesla. 1856-1943. Inventó, entre otros, el generador de corriente alterna multifásica.

En el último decenio del siglo XIX, los aprovechamientos hidráulicos se multiplican en Guipúzcoa, siendo las fábricas manufactureras las primeras en montar pequeños saltos de agua junto a la factoría. En 1896 se construyen los dos primeros saltos en Vizcaya: Santa Ana de Bolueta, en la fundición del mismo nombre (instalada cincuenta años antes) y el salto de Bedia.

Álava también se estrenaba este año con el salto de Bayas en Murgia, al que siguió inmediatamente después el de Barganzo. En 1898 se funda en Pasajes la compañía Eléctrica de Urumea, que iniciaría su negocio con el Salto de Santiago. Entrado el siglo XX, Guipúzcoa registrará la aparición de la compañía Eandarre Erreca (convertida más tarde en Irán Endara) y Vizcaya, la de Electricista de Balmaceda.

Todas estas pequeñas empresas acabaron extinguiéndose por absorción o fusión, aunque algunas sobrevivieron algunos años en calidad de distribuidores de Hidroeléctrica Ibérica. Esta empresa habría tenido el mismo final de las pequeñas empresas ya mencionadas si se hubiera fundado algunos años antes. Sin embargo, en 1901 las perspectivas económicas eran excelentes y los hombres que habían de crear la Hidroeléctrica hacía años que estaban experimentando la técnica hidráulica. Concretamente, en la obra de Juan Urrutia (1922) se habla de la construcción por él mismo de algunos de los pequeños saltos antes enumerados. Hacia el mes de mayo de 1901, Urrutia firma un contrato laboral por el que se vincula al Banco de Vizcaya dejando la dirección de la compañía Eléctrica de San Sebastián para la que había construido, entre otras instalaciones, el salto sobre el río Oria.

2.2. Constitución

La idea de la creación de Hidroeléctrica Ibérica nació al comprar Eduardo Aznar y José Orueta las concesiones sobre el alto Ebro. El contrato fue redactado por José Urrutia. El 19 de Julio de 1901, ante el notario de Bilbao Isidoro Erquiaga, se constituyó la empresa.

La solidez económica había sido una de las condiciones impuestas por Urrutia para hacerse cargo de la compañía. Los veinte millones de capital social rápidamente se iban a convertir en gastos de primer establecimiento (Valdaliso, 2006).

Hidroeléctrica Ibérica disponía en el momento de su fundación de las concesiones en el Ebro (Núñez, 1995), para inmediatamente adquirir nuevos derechos en los ríos Leizarán, Urdon, Mijares, Júcar, Segura y Segre. En 1902, y con el deseo de suministrar energía a Madrid, solicita y obtiene en el Tajo las concesiones de los saltos de Ovila, Trillo, Boquilla, Gualda, Esperanza, Pareja y Alocen.

Hidroeléctrica Ibérica nació acuciada por la indudable llamada de crear un sólido grupo industrial. Así en 1908 nuevos nombres figuran en el Consejo de Administración, que nos hablan de vinculaciones con otros proyectos eléctricos españoles. D. Lucas Urquijo, D.

José Luís Oriol y D. Francisco Ussía son nombrados consejeros por la ampliación del Consejo al crearse la Unión Eléctrica Vizcaína. (Muriel, 2002).

En 1907 había sido fundada en Madrid Hidroeléctrica Española, a la que Ibérica se vincula estrechamente con una participación del 44% a cambio de sus concesiones en el Tajo y Segura. Ibérica había buscado inversores que colaborasen con la creación de la nueva sociedad, como fue el caso de la Casa Aldama y Compañía, embrión de lo que fue luego el Banco Central, así como del Banco Hispano Americano. La sociedad se creó en Madrid el 13 de mayo de 1907 con un capital de 12 millones de pesetas. Lucas de Urquijo fue nombrado presidente del Consejo de Administración y el Marqués de Aldama vicepresidente. El director general fue Juan de Urrutia. Ibérica prefirió crear una nueva compañía antes de realizar una importante ampliación de capital. Las necesidades de capitales de las hidroeléctricas españolas eran muy elevadas y excedían incluso a la capacidad crediticia de los propios bancos (Aubanell, 2000).

Hidroeléctrica Ibérica estaba en plena expansión en la primera década del siglo XX, por lo que necesitaba considerables cantidades de capital, y ello paradójicamente pues tenía facilidades para conseguir préstamos del Banco de Vizcaya (Anes Álvarez, 1988). El porqué de las razones por las que no era la propia Hidroeléctrica Ibérica la que se encargaba de llevar a la práctica las concesiones de que disfrutaba en el Tajo y el Segura, puede ser que, si bien contaba con unas disponibilidades económicas elevadas, según hemos comentado, no era posible acceder por sí misma a los sucesivos desembolsos necesarios para que Hidroeléctrica Española alcanzase los niveles de producción y cuotas de mercado necesarios con los que obtener unos resultados económicos que permitieran rentabilizar los recursos empleados. Hay que tener en cuenta que la singularidad de la estructura financiera de Ibérica radicaba en la importancia que tenía el exigible a corto plazo, ya que tenía facilidad para conseguir préstamos a corto plazo del banco de Vizcaya pero éste le ponía dificultades para conseguir financiación a largo plazo (Aubanell, 2000).

Hidroeléctrica Ibérica consideró a Hidroeléctrica Española como un desglose estratégico de sus actividades. Durante un tiempo las dos empresas compartieron director gerente, Juan de Urrutia, y presidente, Fernando M^a de Ibarra, además de otros puestos en sus respectivos Consejos de Administración, aunque desde 1925 fueron empresas independientes, al vender Ibérica su participación en Hidroeléctrica Española. Ambas compañías fueron empresas matrices de una red cada vez más amplia de empresas distribuidoras a nivel regional y provincial en España, articulada en torno al Banco de Vizcaya.

Los acontecimientos que siguen a estos primeros años vienen determinados por el principal de todos ellos, La Guerra Europea, que da lugar a un incremento muy elevado de los precios del carbón por lo que hubo que pensar en nuevos aprovechamientos hidráulicos (UNESA, 2004).

3. Saltos del Duero: 1925-1943

3.1. Antecedentes

El pasado de la construcción de los Saltos del Duero se inicia prácticamente con el nacimiento del siglo XX. El río Duero, a pesar de ser un caudal conocido por su protagonismo en la historia de España y vía de transporte durante largas épocas, ocultaba en su tramo inferior un tesoro en forma de energía. El tramo objeto de la curiosidad de los pioneros de esta empresa se corresponde con el sector que hace de frontera con Portugal, en los lindes más occidentales de las provincias de Zamora y Salamanca (Chapa, 2002).

La manera más inteligente de aprovechar el río sería crear una nueva sociedad que administrara la totalidad de las concesiones y las llevara a la práctica (Machimbarrena, 1941). Desde que José Orbegozo² ocupara el liderazgo en el escenario del río, la sociedad General de Transportes Eléctricos asimiló que una de las mayores dificultades consideradas por el gobierno portugués para mantener su negativa de cooperar con el gobierno español, era su desconfianza a que la sociedad concesionaria pudiera llevar a cabo las obras por falta de capital. La desconfianza sugirió una fusión con otras sociedades que, por su solidez financiera, aportaran precisamente aquello de lo que carecía la Sociedad General de Transportes (Díaz Morlán, 1998).

El 3 de Julio de 1918 crearon una nueva empresa llamada Sociedad Hispano Portuguesa de Transportes Eléctricos, con el objeto de desarrollar todas las concesiones bajo una única dirección, que era la estrategia que quería llevar a cabo José Orbegozo. Los socios fueron el Banco de Bilbao, que escrituró casi ciento cincuenta millones de pesetas, Horacio Echevarrieta, industrial bilbaíno titular de las concesiones compradas al ingeniero Cantero poco tiempo antes, y la Sociedad General de Transportes Eléctricos, que contribuyeron con las concesiones ya comentadas. La nueva sociedad se escrituró con un capital de ciento cincuenta millones de pesetas, pensando que esa cantidad, cuando se desembolsara, sería suficiente para financiar el primer salto, el embalse del Esla (Antolín, 1999).

Al Banco Nacional Ultramarino de Portugal se le ofreció una opción sobre parte del capital, pero declinaron la invitación. En 1925 se modificaron los estatutos sociales acordándose, entre otros considerandos, que desde ese año y sin perder el primer nombre, la sociedad se llamaría abreviadamente Saltos del Duero. Tampoco fue suficiente para Portugal y, por lo tanto, no daba el permiso preceptivo para estribar las futuras presas en la margen lusitana.

Saltos del Duero ideó una estrategia novedosa que eliminaría las trabas y permitiría el inicio de los trabajos. La empresa presentó a la administración española una alternativa

² Nota relativa a los Saltos del Duero 1924.

llamada solución Ugarte³ o solución española, consistente en desviar el agua del Duero en el lugar donde inicia el recorrido internacional y transportarla por un canal a media ladera hasta el punto donde el cauce del río se introduce definitivamente en territorio portugués (Chapa, 2002).

Poco tiempo antes de la presentación de la solución Ugarte, cuando se veía factible la visión de Orbegozo, el grupo hidroeléctrico del Banco de Vizcaya entró en competencia con Saltos del Duero. La entidad financiera y el conocimiento que Juan Urrutia poseía del negocio eléctrico advirtieron que, de realizarse las obras propuestas por Saltos del Duero, inundarían el mercado con su energía, poniendo en peligro el negocio liderado por Hidroeléctrica Ibérica⁴.

El 23 de agosto de 1926 el gobierno español aprobó la concesión definitiva para todo el aprovechamiento global del Duero y sus ríos tributarios Esla, Tormes y Huebra. Desde esa fecha se podía poner en práctica la solución española. Un año después, el 12 de agosto de 1927, Portugal firmó el tratado internacional sobre el aprovechamiento del río, otorgando las concesiones a los Saltos del Duero. (Chapa, 1999).

3.2. Constitución

El 3 de julio de 1918 se constituyó la sociedad Hispano Portuguesa de Transportes Eléctricos, formada por el Banco de Bilbao, la Sociedad General de Transportes Eléctricos y Horacio Echevarrieta. El primer Consejo de Administración de la sociedad estuvo presidido por José Luis de Villabaso y Gorrita (Chapa, 1999).

La Sociedad hispano-Portuguesa de Transportes Eléctricos se reorganizó en 1925, aumentando su capital y constituyéndose por tiempo indefinido. El 23 de agosto de 1926 le fueron concedidos a la Sociedad Hispano-Portuguesa de Transportes Eléctricos los Saltos del Duero y uno en el río Esla.

En 1928 se dio entrada al capital americano a través de la United Electric Securities Co., filial de General Electric Co., y el Banco E. H. Rolling & Sons. Igualmente entraron como socios el Banco Urquijo y la Caja de Ahorros Municipal de Vizcaya, entre otros.

³ Pablo Ugarte Amesti crea un nuevo proyecto con el aprovechamiento de las aguas de los ríos Duero, Esla, Tormes y Huebra.

⁴ Los datos estadísticos de 1930 indicaban que la producción española era de tres mil millones de kilowatios por hora. La estimación de la producción de Saltos del Duero para cuando estuvieran terminados sus aprovechamientos se acercaban a diez mil millones de kilowatios por hora. Por este motivo el grupo hidroeléctrico creó en 1919 la sociedad Electrificación Industrial, compuesta, entre otras muchas, por Hidroeléctrica Ibérica, Hidroeléctrica Española, Electra de Lima, Unión Eléctrica Española, Unión Eléctrica de Cartagena, Electra de Viesgo, Electra Valenciana y Cooperativa Electra de Madrid, es decir una potencia industrial de primer orden. Electrificación Industrial pidió una concesión en la cuenca del Duero cercana a la zona de influencia de los trabajos de José Orbegozo, y la administración central dio el visto bueno. Saltos del Duero presentó un recurso ganando en el subsiguiente contencioso.

4. Fusión Hidroeléctrica Ibérica- Saltos del Duero (1944)

Un aspecto importante a tener en cuenta y que pudo acelerar el proceso de fusión entre estas dos compañías fueron los acontecimientos históricos que envolvieron los años previos a la fusión.

Los años treinta y cuarenta fueron especialmente duros para las empresas hidroeléctricas. Al estallar la Guerra Civil, el desarrollo hidroeléctrico se vio prácticamente paralizado, y en los años siguientes la situación siguió empeorando. La Guerra Mundial, por una parte, y el aislamiento internacional por otra, dejan a la energía hidroeléctrica española sin medios para subsistir. La escasez afectó a todas las fuentes energéticas disponibles: carbón, petróleo y electricidad. Hasta mediados de los años cincuenta, el carbón y el petróleo estuvieron racionados, y desde 1944 hasta 1954 hubo restricciones eléctricas (Sudriá, 1997). El panorama se agravó aún más debido a la sequía de los años 1944 y 1945; no hay que olvidar que en esos momentos la energía eléctrica procedía de las centrales hidroeléctricas en un 92% y sólo en un 8% de centrales termoeléctricas (UNESA, 2004).

Además, todo lo dicho se producía sin una adecuación de las tarifas a la nueva situación, ya que los precios de la electricidad no se movieron desde 1933 hasta 1953, fecha del establecimiento de las Tarifas Tope Unificadas (Chapa, 2002).

Después de la guerra Civil hubo un importante aumento de la demanda, en parte por la reactivación de la economía vasca. Pese a todas las penurias de la guerra, la industria era la única manera de sobrevivir, de salir de la miseria. Gracias al renacimiento industrial, el sector eléctrico empezó a vivir un programa de trabajo que cuarenta años después no había sido concluido (Bartolomé, 1999).

Otra circunstancia relevante que tuvo lugar los años previos a la fusión de Saltos del Duero e Hidroeléctrica Ibérica fue la creación del Instituto Nacional de Industria (INI) en 1941, para impulsar la industrialización del país a través de la empresa pública.

En el Instituto Nacional de Industria, llegaron a propugnar la expropiación de las centrales en construcción y de las concesiones no utilizadas, además de proyectar una serie de centrales térmicas de grandes dimensiones. Los dos aspectos aparecían como complementarios. Al ejercer como «dictador eléctrico», el Instituto podría asegurarse su preeminencia en el sector y repercutir sobre el sistema el mayor coste de la generación térmica. Quienes abogaron desde el Instituto por una colaboración con las compañías privadas con objeto de conseguir estos mismos objetivos fueron pronto marginados. En el bando contrario estaban, naturalmente, las compañías eléctricas privadas, que contaban con la experiencia, los mercados y las concesiones y que, como es lógico, vieron con aprensión las pretensiones del INI, pues a la larga podían propiciar la nacionalización efectiva del sector (UNESA, 2004).

El juego estratégico entre unos y otros se saldó con una decisión personal de Franco que, en diciembre de 1944, otorgó a la patronal privada, UNESA, el encargo de asegurar la interconexión y la gestión conjunta del sistema. La confianza personal con el Caudillo del presidente de Hidroeléctrica Española y primer presidente de UNESA, José María de Oriol y Urquijo, fue sin duda fundamental en el desenlace. La victoria, sin embargo, no fue total. Al mismo tiempo que aseguró la preeminencia de las empresas privadas, el Gobierno autorizó al INI a constituir ENDESA, la primera gran empresa pública en el sector. Ya no se trataba de producir sólo para su propio consumo –especialmente para la proyectada fábrica de aluminio de Valladolid⁵– sino que el INI se propuso vender fluido para uso comercial. El pacto implícito suponía que ENDESA y cualquiera otra empresa pública sólo podrían vender sus excedentes a las empresas ya establecidas, sin acceder directamente a los consumidores. La interpretación de este punto, sin embargo, daría lugar a tensiones constantes (UNESA, 2004).

En este entorno económico, el 16 de septiembre de 1944 se fusionaron la Sociedad Hidroeléctrica Ibérica y la Sociedad Hispano-Portuguesa de Transportes Eléctricos, Saltos del Duero, para formar Iberduero. Culminaba así un largo periodo de negociaciones, cuyas bases generales se habían establecido años atrás, por un acuerdo que facilitaba el consumo de la producción del Esla (Ricobayo) y su explotación con el mayor rendimiento posible de las instalaciones comunes. En esta fusión jugó papel destacado Ricardo Rubio, que fue nombrado director general de Iberduero (Rubio, 1940).

Saltos del Duero poseía mejores concesiones y proyectos hidroeléctricos y la capacidad técnica para realizarlos, si bien precisaba de un mayor apoyo financiero para llevarlo a cabo y, sobre todo, de un acceso seguro y directo al mercado. Hidroeléctrica Ibérica, dominadora de un mercado con gran capacidad de crecimiento, no disponía de concesiones para ampliar su capacidad productiva.

La actividad comercial de Saltos del Duero no se interrumpió ni durante la guerra. En 1940, Saltos del Duero se lanza por un camino que había estudiado hacía tiempo: crear industrias que absorbieran la energía del Esla y promover el consumo doméstico. De esta forma nacieron Nitratos de Castilla (NICAS) y Electrificación Doméstica Española (EDES).

En un principio Saltos del Duero tenía un papel preponderante como distribuidora, pero en 1942 llegan a un acuerdo entre las dos empresas por el que Saltos del Duero adquiriría el derecho a distribuir, utilizando la infraestructura de Ibérica primero, y disponiendo de

⁵ Una de las mayores preocupaciones del INI, para la realización de esta fábrica, era la escasez y falta de regulación del suministro eléctrico. Por esta razón, consideró urgente la construcción de centrales térmicas que compensaran la falta de producción hidroeléctrica en los períodos de sequía. En los primeros meses de 1944, se comenzaron los trabajos de construcción de la fábrica de Valladolid, para la producción de aluminio puro por electrólisis de la alumina, pero la puesta en marcha de la instalación se vio retrasada hasta 1949, por la dificultad para obtener el hierro y cemento necesarios para la construcción, y la falta de energía eléctrica que finalmente le suministraría la empresa Iberduero; surgida, en 1944, de la fusión de Saltos del Duero e Hidroeléctrica Ibérica; desde su subestación de La Mudarra. La fábrica comenzó a funcionar en noviembre de 1949, con una capacidad de producción de 1250 toneladas al año, que fue aumentando hasta alcanzar las 10.000 en 1955.

líneas propias después (Antolín, 2006), lo cual derivó en una situación de competencia entre ambas empresas.

Cuando se introduce en el mercado nacional Saltos del Duero, la aspiración de Hidroeléctrica Ibérica era mantenerse en la situación de monopolio que tenía, consiguiéndolo a base de reducir costes de producción. En definitiva, la situación de monopolio que tenía Ibérica se ve amenazada por Saltos del Duero (Aubanell, 1992).

La relación entre Hidroeléctrica Ibérica y saltos del Duero se remonta a 1936, cuando el Grupo Hidroeléctrico firma un convenio mediante escritura pública en Bilbao. Se trata de un contrato de suministro de energía eléctrica y prestación de servicios que firman las sociedades Saltos del Duero, por una parte, y por la otra parte contratante estaría el grupo de empresas siguientes: Unión Eléctrica Madrileña, Electra de Castilla, Saltos de Alberche, Hidroeléctrica Española, Electra del Viesgo, Cooperativa Eléctrica de Madrid, Hidroeléctrica Ibérica, Cooperativa Eléctrica de Langreo y Energía e Industrias Aragonesas. Todas estas empresas, a efectos de este contrato, tomarían la denominación oficial “Grupo Hidroeléctrico” (Ardanza Goytia).

Con este contrato hubo que llegar a un acuerdo entre las empresas productoras que permitiera la explotación combinada de los mercados y cerrara la competencia entre ellas. Saltos del Duero prefirió llevar una política de filiales más que representar a una de las empresas distribuidora de la competencia. El contrato reconocía a Saltos del Duero un papel predominante en la producción de la energía, y al Grupo Hidroeléctrico el papel de distribuidor exclusivo de la energía del Duero en las zonas donde éste ejercía su acción comercial.

En consonancia con su papel productor, a Saltos del Duero no se le imponía ninguna limitación para construir nuevos saltos, pero el Grupo Hidroeléctrico sí que se comprometía a no realizar nuevas construcciones ni utilizar energía de terceros salvo que ya estuviesen acordados antes del convenio, así como a concluir instalaciones que tuviesen en construcción antes de la firma del convenio. En concreto, en el caso de Hidroeléctrica Ibérica, tenía pendiente finalizar un embalse en el Cinca, el salto de Barrosa, y la prolongación del salto auxiliar de las obras del Cinca.

El panorama del mercado se fue modificando a raíz de la guerra y el convenio con el Grupo Hidroeléctrico tuvo que ser sustituido por nuevos acuerdos, de forma que se devolvió a las empresas del Grupo la libertad de construir nuevas fuentes de energía y a Saltos del Duero la de distribuir directamente.

En 1942 se llegó a un convenio con Hidroeléctrica Española y con Unión Eléctrica según el cual Saltos del Duero podía distribuir en zonas determinadas el 33,33% de los aumentos de consumos producidos en la zona centro y esta distribución la podía hacer

libremente, bien por sus propios medios o bien vendiendo la energía a las sociedades firmantes.

La situación que hasta este momento se había creado con el convenio del Grupo Hidroeléctrico no era vista de buen agrado por Hidroeléctrica Ibérica, que veía comprometido su futuro como productora y veía disminuida su papel como distribuidora de Saltos del Duero. Las relaciones comenzaron a ser tirantes.

Poco a poco fue prosperando la idea de un nuevo convenio que devolviera a Hidroeléctrica Ibérica la libertad de construir. Este convenio se firmó el 1 de enero de 1943. A cambio Hidroeléctrica Ibérica tuvo que admitir un proindiviso con Saltos del Duero reconociéndole el derecho a servir el 50% de los consumos mediante la contratación directa con clientes de más de 1.000 kilovatios de potencia. Se creaba un mercado de libre competencia con Saltos del Duero. Se había iniciado una guerra entre las dos partes que solo ganaría el que más energía pudiera aportar, con unos sacrificios económicos que conllevaban un mercado a la baja con la irremediable descapitalización de la empresa (Ardanza Goytia).

A raíz de este convenio se empezó a ver en el horizonte empresarial la posibilidad de una fusión de intereses entre Saltos del Duero e Hidroeléctrica Ibérica, un pacto que estrechara relaciones y evitara fricciones.

Dos soluciones comenzaron a dibujarse. Una de ellas, la constitución de una sociedad distribuidora común para todo el mercado compartido, en la que se fueran equilibrando las participaciones de ambas empresas, quedando éstas limitadas a producir energía y a suministrársela a la distribuidora común por partes iguales. Otra solución era la fusión completa de Hidroeléctrica Ibérica y Saltos del Duero.

En 1944, Enrique Uriarte, director general de Hidroeléctrica Ibérica, presentó al Consejo de Administración de la sociedad un memorándum sobre la oportunidad de fusionarse con Saltos del Duero, analizando los puntos débiles que ofrecía esta última sociedad. Se conseguiría la explotación conjunta de los mercados con la misma inversión en redes de distribución. Se trabajaría eficazmente ante los abonados para lograr la regeneración de los precios de la energía. Se conjugarían los sistemas hidráulicos Duero y Cinca, pudiendo irradiar energía, mediante intercambios con otras empresas, por todo el territorio nacional. No olvidaría los conflictos con las pequeñas empresas circundantes, sobre las que se preveía una absorción razonable o un sometimiento justo, como en realidad ocurrió. La fusión tendería a la construcción de grandes saltos (Memoria de Hidroeléctrica Ibérica, 1943).

El memorándum preconizaba una posición más fuerte en las relaciones con el Estado y terceras empresas que, dado el rumbo que en estos momentos llevaba la economía en todos los países, iría adquiriendo una mayor importancia. (Memoria de Hidroeléctrica Ibérica 1943).

La Junta General Extraordinaria de Hidroeléctrica Ibérica, aprobó, el 16 de septiembre de 1944, la fusión de ésta con la Sociedad Hispano-Portuguesa de Transportes Eléctricos, Saltos del Duero, la ampliación del capital social y la reforma de los estatutos, para poder llevar a cabo este proyecto. El capital social de la nueva sociedad quedó establecido en 530 millones de pesetas, representado por 1.060.000 acciones de 500 pesetas cada una, emitiéndose 560.000 acciones nuevas de Hidroeléctrica Ibérica, numeradas de 500.001 al 1.060.000. Estas nuevas acciones se entregaron a los accionistas de la Sociedad Hispano Portuguesa de Transportes Eléctricos, Saltos del Duero. La fusión se realizó a la par, Ibérica aportó un capital de 250 millones de pesetas y el de la Sociedad Hispano Portuguesa, Saltos del Duero, ascendió a 280 millones de pesetas. Los acuerdos empezaron a regir el 1 de septiembre de 1944. Por el acuerdo número 13 de la fusión se establecía que:

“ Se le autoriza al Consejo de Administración de la Sociedad para sustituir en el momento que lo estime oportuno, la razón social Sociedad Hidroeléctrica Ibérica por otra que estime mas apropiada, mediante la correspondiente reforma del artículo 1º de los Estatutos Sociales y para emplear desde ahora o a partir de esa modificación como nombre comercial, el de Iberduero”. (Memoria de Hidroeléctrica Ibérica 1943).

Fusionadas las dos empresas el 16 de septiembre de 1944, se nombró a Enrique Uriarte consejero delegado de la nueva sociedad, Iberduero, así como a Julio de Arteche presidente y Luis María de Ibarra vicepresidente.

En lo sucesivo Hidroeléctrica Ibérica añadiría a su razón social el nombre de “Iberduero” que nacía como la mayor empresa eléctrica española. El primer Consejo de Administración de Iberduero estaba constituido por el presidente Don Julio Arreche, Vicepresidente Don Luis M^a Ibarra y vocales: Señores Orovio, Urien, Astigarraga, Marqués de Triano, Ibarra (Gabriel M^a), Martínez de las Rivas, Uriarte (ex director de Hidroeléctrica Ibérica), Machimbarrena, Urrutia, Oriol (Don Antonio), Grasset, Escauriaza, Gondra, Conde del Cadagua, Don Juan Manuel de Urquijo, Díaz Guardamano, Icaza, Gortázar, Artola, Rotaache, Orbegozo, Herrán, Aspiazu, Don Santiago Alba, Marqués de Targiani, Baldwin y Clark H. Minor (Antolín, 2006).

Los motivos de la fusión se pueden extraer de lo que deja traslucir el memorándum de las memorias de la empresa Hidroeléctrica Ibérica:

- Evitar la competencia entre Ibérica y Saltos del Duero
- Superior economía en las redes de distribución
- Mayor facilidad para construir nuevos saltos
- Conjugación de los sistemas hidroeléctricos de los ríos Cinca, Ebro y Duero
- Fortalecimiento de la posición ante el estado y ante terceras empresas
- Mayor eficacia a la hora de procurar subir los precios de la energía

4.1. Ratios económico financieros antes y después de la fusión (1944)

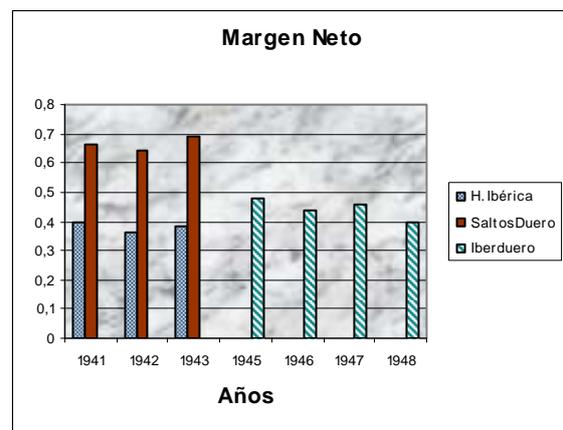
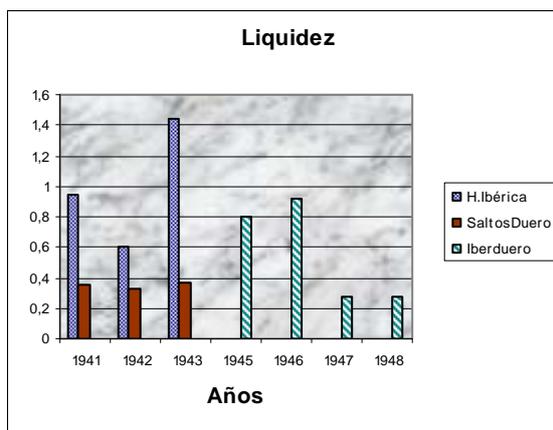
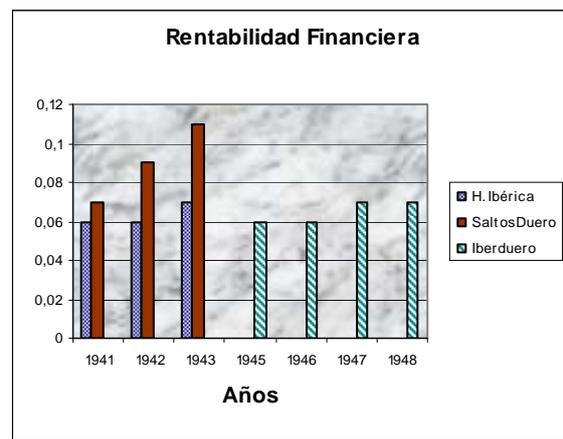
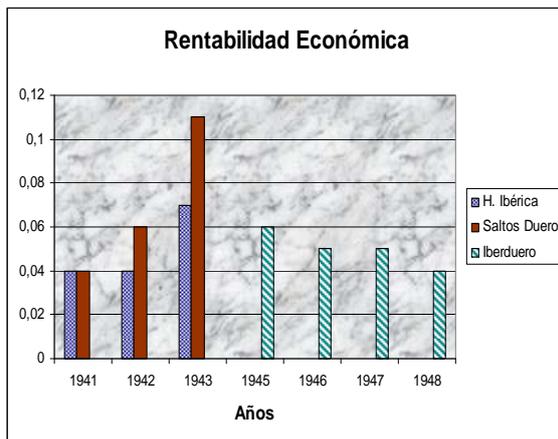
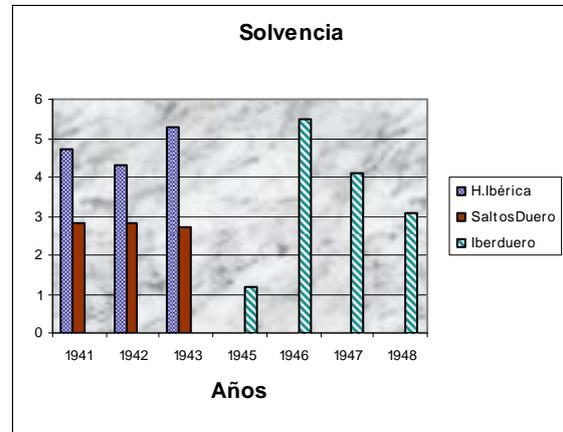
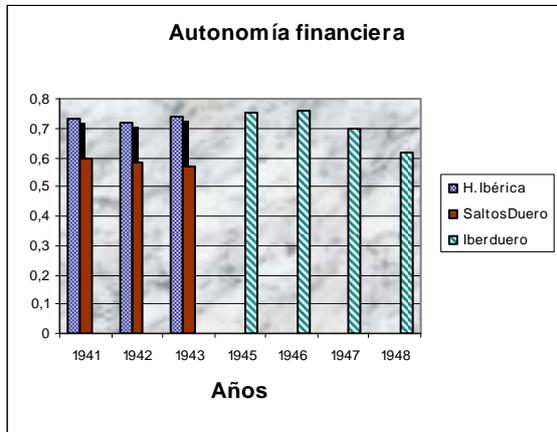
El análisis contable trata de enjuiciar la situación de una empresa a partir de la información económico-financiera obtenida de la documentación contable, sometiéndola a diferentes estudios. Uno de los más importantes es el que se realiza mediante los ratios, que constituyen la forma más tradicional de análisis de estados contables. Los ratios han sido elegidos en base a la información que de ellos se desprenden en trabajos de similares características. El estudio empírico apunta cuales son los márgenes, dentro del sector objeto de estudio, de valores aceptables para un grupo de ratios de los que, de otra forma, no hubiésemos tenido referencia alguna. También han sido elegidos, entre los posibles, los referidos a continuación, consecuencia de las diversas matizaciones que de los mismos se hace según qué autor y porque representan un estudio integral del balance y la cuenta de resultados.

Los ratios elegidos han sido los siguientes (Amat, 2000):

- Autonomía Financiera
- Solvencia
- Liquidez
- Margen Neto
- Rentabilidad Financiera
- Ratio de Rentabilidad Económica
- Endeudamiento

No se han tenido en cuenta los balances y cuentas de explotación del ejercicio de 1944 ya que la fusión se realizó a finales de septiembre y, por tanto, la cuenta de explotación sólo recoge el último trimestre, lo que podría inducir a error en los ratios comparativos, motivo por el cual se hace con el año 1945 que será el primero de explotación común de los negocios de Hidroeléctrica Ibérica y Saltos del Duero. La evolución de estos ratios se puede visualizar en los siguientes gráficos:

Representación de los gráficos económico-financieros:



Fuente: Memorias de las Sociedades. Elaboración propia

La explicación de los resultados que se desprenden de los ratios, junto con el lógico análisis de la evolución numérica de los datos, tratará de estar complementada histórica y coyunturalmente, aportando datos derivados de las circunstancias de cada momento, enriqueciendo el análisis meramente cuantitativo.

Hay que tener presente, como punto de partida, el momento histórico que estaba viviendo España en esos años, la Guerra civil (1936-1939) y la postguerra (1939-1944), contribuyeron a que hubiese una caída en la inversión, y con ella una escasa capacidad de la potencia instalada, que desembocó en duras restricciones a partir de 1944, momento de la fusión.

Fueron años densos de acontecimientos históricos, de penalidades e incertidumbres. Fueron largos años de postguerra española, de Guerra Mundial y de su postguerra. Nace Iberduero en un momento muy crítico y difícil de la historia de España y además, al año siguiente sobrevino la mayor dificultad que puede presentarse en una empresa hidroeléctrica: la falta de agua. Fue la mayor sequía de los últimos cien años (Memorias de Iberduero, 1945).

Las restricciones de energía eléctrica fueron la pesadilla económica de esos años, pero fue también el acicate para la puesta en funcionamiento de nuevas fuentes de energía. El capital privado reaccionó ante la necesidad de energía creando nuevas sociedades hidroeléctricas. También reaccionó el Estado. Por Real Decreto de 19 de julio de 1944 se crean delegados técnicos especiales, dependientes del Ministerio de Industria y Comercio, para la regularización y distribución de la energía eléctrica. Sus funciones no podían ser más intervencionistas: señala la cuantía de las restricciones a establecer y la forma de aplicarlas; hace que las empresas se interconecten para prestarse el mutuo apoyo que se requiera; ordena el funcionamiento de los elementos térmicos disponibles; señala la clase de usuarios a los que debe dar preferencia en el suministro de energía desde el punto de vista nacional y, en general, ordena y resuelve con carácter ejecutivo cuantas incidencias y dificultades se suscitasen con motivo de la aplicación de las restricciones (Memoria de Iberduero, 1945).

Si observamos la evolución de las Sociedades tres años antes de la fusión se puede ver que, una vez terminada la guerra, Saltos del Duero forcejeaba entre la urgencia de las obras necesarias y la escasez de dinero (Díaz Morlán, 2006). Hacía 20 años que la sociedad había sido fundada y todavía no se había repartido ningún dividendo.

La rentabilidad financiera aumenta en Saltos del Duero antes de la fusión. En 1940 es cuando Saltos del Duero reparte por primera vez dividendos, que ascendieron ese año al 3,5%. En 1941 los beneficios fueron de 10,6 millones de pesetas por lo que pudo entregarse un dividendo del 4,5%. En los años 1942 y 1943 repartió un 6% debido al incremento de los beneficios; los gastos en 1941, 1942 y 1943 sólo supusieron un tercio de los ingresos.

Teniendo en cuenta que la rentabilidad financiera mide la capacidad de la sociedad para retribuir a los socios, en Hidroeléctrica Ibérica el incremento de este ratio es algo más

moderado que en Saltos del Duero, la forma más directa de comprobar en qué medida sus actividades fueron un buen negocio para los accionistas la tenemos en la política de reparto de dividendos. No obstante, un análisis más ajustado de la rentabilidad de la empresa debe centrarse en la partida contable de resultados que recoge los beneficios repartibles que la empresa destina al reparto de dividendos y a engrosar la partida de reservas o beneficios no distribuidos.

La distribución de estos resultados en Hidroeléctrica Ibérica, según las memorias de la compañía, fue la que muestra la siguiente tabla:

Tabla 1. Distribución de Resultados en Hidroeléctrica Ibérica

Ejercicio 1941	Pesetas
<i>Distribución del Beneficio repartible:</i>	<i>15.785.223,98</i>
Dividendo a 346.000 acciones ordinarias (1/1/42)	6.055.000
Dividendo a 346.000 acciones ordinarias (1/7/42)	6.055.000
Dividendo de 80.000 acciones especiales /1/7/42)	80.000
Fondo de Reserva y Previsión	350.000
Remanente	3.245.223,98
Ejercicio 1942	Pesetas
<i>Distribución del Beneficio repartible:</i>	<i>16.193.391,46</i>
Dividendo a 348.350 acciones ordinarias	10.245.600,53
Dividendo de 80.000 acciones especiales	80.000
Fondo de Reserva Legal	1.200.000
Cargas Estatutarias	278.799,75
Caja Previsión y Retiro “Juan Urrutia”	560.481,37
Remanente para impuestos	3.578.479,81
Ejercicio 1943	Pesetas
<i>Distribución del Beneficio repartible:</i>	<i>18.297.075,53</i>
Dividendo 368.842 acciones ordinarias	11.065.260
Intereses a 122.947 acciones ordinarias	301.220,15
Dividendo de 80.000 acciones especiales	80.000
Fondo de Reserva estatutario	250.000
Fondo de Reserva Legal	1.455.000
Cargas estatutarias	320.648,05
Caja Previsión y Retiro “Juan Urrutia”	542.064,80

Fuente: Memorias de Hidroeléctrica Ibérica. Elaboración propia

Después de la fusión, el rasgo más significativo de la estrategia seguida por Iberduero, fue la poca importancia que dio a la generación interna de recursos. Los beneficios generados se dedicaron casi de forma exclusiva a la remuneración del capital, dejando cantidades menores para aumentar las reservas. La dirección de Iberduero optó por asegurar la fidelidad de sus accionistas mediante una remuneración atractiva, lo que según su estrategia,

le daría una vía más fácil y económica de conseguir nuevos recursos y parece ser que no se equivocaron, ya que no tuvo graves problemas para colocar las emisiones de capital.

El margen neto fue superior en Saltos del Duero que en Hidroeléctrica Ibérica antes de la fusión. Saltos del Duero había conseguido en estos años antes de la fusión dar salida a toda su producción y convertirse en una empresa rentable, como se puede apreciar en los ratios de margen neto y el de rentabilidad económica. El aumento de la producción en Saltos del Duero vino determinado por la sequía que tenían los ríos aprovechados por otras compañías, lo que hacía que los resultados de Saltos del Duero, al poder ofertar la energía demandada, fuesen elevados. Después de la fusión, el margen neto fue aceptable aunque se produjeron en el ejercicio posterior a la fusión menores ingresos a causa de la menor producción. Hubo además un incremento de los gastos por la generación de energía térmica, reduciéndose sensiblemente el saldo de beneficios, situación que podría haber empeorado si no figurara entre los ingresos del ejercicio el recargo por suministro de energía térmica que autorizó la Orden del Ministerio de Industria y Comercio de 26 de septiembre (Memorias de Iberduero 1945).

En cuanto a la rentabilidad económica en Hidroeléctrica Ibérica hasta 1943 la producción crece, debido en gran medida, a la puesta en explotación de los recursos del Cinca. La relativa buena marcha de Hidroeléctrica Ibérica puede deberse al control en el mercado de la electricidad comercial y a la política de precios que aplica, consiguiendo una remuneración elevada por KW/h. La entrada de Saltos Duero le lleva a ampliar su escala de operaciones, con lo que consigue reducir los costes de producción por debajo de la media española.

Atendiendo a la liquidez, antes y después de la fusión Saltos del Duero e Hidroeléctrica Ibérica tenían ciertas dificultades en ir atendiendo sus deudas a corto plazo, derivadas de la situación económica de la época, como la congelación de las tarifas y el encarecimiento de los materiales autóctonos como el carbón, lo que dañó la capacidad financiera de las empresas.

La situación financiera no fue en estos años la más adecuada debido a que no solo las empresas eléctricas en general tenían congeladas las tarifas, sino también porque tuvieron grandes dificultades para obtener los materiales y equipos para completar las centrales que se tenían en construcción. Estos problemas procedían fundamentalmente, de la aplicación de la política autártica.

Respecto a la financiación, antes de la fusión, Hidroeléctrica Ibérica tenía una estructura financiera adecuada, utilizándose algo más la financiación a través de capitales ajenos que con propios y más a largo plazo que a corto plazo. En 1944 las obligaciones en circulación suponían un 17% del total de pasivo y los acreedores a corto plazo un 15%. Después de la fusión hubo un crecimiento notable. La situación va cambiando hasta el año 1948, donde las obligaciones que hay en circulación suponen un 21% del pasivo y los acreedores a corto plazo un 16,3%.

Observando el ratio de autonomía financiera, Hidroeléctrica Ibérica recurre más que Saltos del Duero a financiarse con recursos ajenos. En la década de los años cuarenta, Hidroeléctrica Ibérica también tuvo que recurrir a ampliaciones de capital, debido a que realizó distintas obras y reparaciones importantes que habían sufrido los Saltos Cinca y Cinqueta durante la guerra, así como cancelar parte de la deuda flotante de la Sociedad. De hecho, con el fin de dotar a la Sociedad de los recursos económicos precisos para construir el Salto de Cereceda, en el río Ebro, terminar las obras del sistema hidroeléctrico Cinca-Cinqueta, ampliar los elementos de producción térmica y atender a las nuevas líneas de transporte y distribución, el Consejo de Administración acordó en julio de 1943, poner en circulación 122.947 acciones ordinarias de las que existían en Cartera. (Memorias de Hidroeléctrica Ibérica, 1943).

En cuanto a Saltos del Duero, para financiar todas las obras se emitieron sesenta mil acciones de las que aún había en cartera, escrituradas y no suscritas, desde la fecha fundacional, y se pusieron en circulación sesenta mil obligaciones al 5%. (Memorias de Saltos del Duero 1943).

En Saltos del Duero la evolución del ratio de solvencia se mantiene prácticamente constante los tres años antes de la fusión. La evolución de este ratio en los años posteriores a la fusión está ligada, en gran medida, a las necesidades financieras que se derivaban de la construcción de los grandes saltos del sistema Duero (Villalcampo, Castro y Saucelle), cubiertas fundamentalmente con ampliaciones de capital. Iberduero tenía entonces un programa ambicioso, estando entre sus metas inmediatas la construcción de Villalcampo en el Duero, Cereceda en el alto Ebro, Salinas y Bielsa en el Pirineo y el grupo de Burceña. Todas estas obras fueron declaradas de absoluta necesidad nacional por Orden del Ministerio de Industria de 21 de noviembre de 1945 (Memoria de Iberduero, 1946).

Después de la fusión se terminan las obras del salto de Cereceda y se continuaron con gran intensidad las de Villalcampo y Castro, además de las correspondientes líneas de transporte. Con el objeto de consolidar la deuda flotante contraída para no paralizar el ritmo de las obras en ejecución, en el mes de abril de 1948 se emitió una serie de 300.000 obligaciones de 500 pesetas de valor nominal al 6% de interés. (Memoria de Iberduero, 1948).

La solvencia tiene una caída en el año siguiente a la fusión, debido probablemente a la construcción de saltos hidroeléctricos. Las necesidades financieras que se derivan de esta circunstancia hace que aumente de forma importante el exigible, lo que influye de forma evidente en un menor valor de este ratio.

A partir de la fusión, comienzan en España unos años de angustiosa sequía y un período muy largo de restricciones eléctricas que nadie podía remediar a corto plazo. En 1948 la escasez de lluvias imposibilitó el pleno rendimiento de las instalaciones; esto junto a la fuerte demanda de energía, obligó a que se aplicaran periodos de fuertes restricciones, aunque

se intentó que fuesen de forma regulada, mediante la actuación combinada de las grandes empresas a través de UNESA.

4.2. Variación de las cotizaciones antes y después de la fusión

Las fusiones suelen tener efectos inmediatos en el precio de cotización de las acciones. La literatura indica que la sociedad absorbente siempre ofrece por las acciones un precio más alto que el mercado, lo que contribuye a elevar la cotización de la sociedad absorbida. La cotización de la sociedad compradora suele subir también cuando sus accionistas confían en esta política de expansión (Apellániz y Apellániz 1999).

El simple anuncio de una fusión provoca un efecto alcista inmediato sobre la cotización de las acciones de la sociedad afectada. Este tipo de operaciones suele ser beneficioso para el inversor. Hay quien desea comprar las acciones antes de que la operación se lleve a cabo, con el fin de acudir a la posterior operación de compra o absorción y vender los mismos títulos a un precio superior al mercado. Esto se traduce en una subida de la cotización de los valores (Zozaya, 2007).

Las fusiones también son rentables para los accionistas de la empresa afectada. Como compensación al cambio de titularidad de la sociedad en la que invirtieron, estos mecanismos de adquisición ofrecen a los accionistas la posibilidad de vender sus títulos a un precio superior. Por ello, tanto la cotización de la compañía afectada como el volumen de contratación de sus acciones es muy probable que crezcan durante y después de las fusiones (Palacín, 1997).

La evolución de la sociedad oferente dependerá de las expectativas o la interpretación de los inversores. Si éstos consideran la absorción como signo de expansión de la sociedad, aumentará el valor de sus acciones (Pallarés, 2007).

Junto con el análisis de los ratios económicos y financieros vistos en el epígrafe anterior, también hemos analizado el ratio bursátil precio/valor contable tres años antes y tres después de la fusión para ver si una acción se está pagando por encima al valor contable, comparando de esta forma el comportamiento de las empresas de forma que nos dará una idea aproximada de el valor patrimonial de las sociedades.

En los tres años anteriores a la fusión (1941-1943), la tendencia del ratio precio/valor contable es claramente decreciente tanto en Hidroeléctrica Ibérica, que disminuye en los tres años, como en Saltos del Duero. El motivo fue una disminución progresiva de los valores de cotización. La disminución global sufrida en la sociedad absorbida fue de un 23% y en la absorbente un 44%.

Tras la fusión (1944-1947), las expectativas de los inversores son optimistas. En Iberduero, el ratio precio/valor contable incrementa en los tres años siguientes debido

fundamentalmente a un aumento en el precio de las acciones. En 1948 sin embargo baja el valor del ratio por a un descenso en el precio de las acciones y un aumento del valor teórico como consecuencia de una ampliación de capital social. El ratio se incrementa en términos globales un 29% en los años posteriores a la fusión. El aumento progresivo del valor de este ratio implica una valoración cada vez mayor de esta empresa en el mercado.

Si nos centramos más en la variación de los valores de cotización, tras anunciarse la fusión, se puede deducir de forma más clara la influencia de dicho anuncio en el valor de las acciones, como cabría de esperar en una fusión. En el caso de Hidroeléctrica Ibérica y Saltos del Duero, las repercusiones en el valor de las acciones días antes de producirse el anuncio de la fusión y los días posteriores a la misma tuvieron la siguiente evolución:

Tabla 2. Evolución de los Valores de Cotización de Hidroeléctrica Ibérica y Saltos del Duero días antes y después de la fusión.

Valor Cotización	Días anteriores		Fusión 16/9/1944	Días posteriores	
H. Ibérica	785	780	900	900	900
Saltos Duero	1.567,5	1.567,5	1.990	2.405	2.070

Fuente: Datos de la Bolsa de Bilbao y Bolsa de Madrid. Elaboración propia

Como puede observarse, se ha producido un incremento del valor de cotización en los títulos de la Sociedad absorbida Saltos del Duero, como consecuencia de la fusión, aproximadamente un 25%. El incremento que se produjo en los valores de cotización después de la fusión en Hidroeléctrica Ibérica fue de un 13%. La fusión ha servido por lo tanto para beneficiar a los partícipes de la sociedad absorbida, mientras que la influencia en la cotización de la matriz fue inferior.

4.3. Valor de la empresa

Para ver en qué medida la fusión fue beneficiosa se va a observar la capitalización bursátil de las empresas antes y después de la fusión, teniendo en cuenta que la capitalización de una empresa que cotiza en bolsa es el valor de mercado de la empresa, esto es, la cotización de cada acción multiplicada por el número de acciones (Fernández, 1999).

A 31 de diciembre de 1941 Saltos del Duero tenía en circulación 290.000 acciones con un valor en bolsa de 1.150 pesetas por acción, que se incrementaron hasta antes de la fusión a 320.000 acciones y un precio en bolsa de 955 pesetas por acción. La capitalización cae desde 333.500.000 pesetas en la mencionada fecha hasta 305.600.000 pesetas en 1943; el valor de las acciones de la empresa disminuye aproximadamente un 9% los años previos a la fusión, hasta que ésta se produce.

Ibérica, por su parte, tenía a 31/12/1941 500.000 acciones en circulación, cotizando en esos momentos a 1.425 pesetas cada acción. A 31/12/43 tenía 500.000 acciones a 795 pesetas por acción. Tanto en el caso de Hidroeléctrica Ibérica como en el de Saltos del Duero el valor

en bolsa de la empresa disminuye antes de la fusión, pues tiene una capitalización negativa. Las causas de que tanto en el caso de Hidroeléctrica Ibérica como en el de Saltos del Duero el valor de la empresa caiga, puede estar motivado, en estos años previos a la fusión, a la ya mencionada coyuntura económica de dicho período, lo que trae consigo momentos de máxima depresión del mercado.

En 1944, cuando Saltos del Duero se fusiona con Ibérica, el número de acciones que tenía en circulación Iberduero era de 1.060.000 acciones; en los cuatro años posteriores a la fusión alcanzaron la cifra de 1.437.000 acciones, con un precio en bolsa de 1.220 pesetas por acción.

La capitalización de las acciones aumentó, después de la fusión, desde 1.208.400 millones de pesetas en 1944 hasta 1.753.140 millones de pesetas en 1948, incrementándose en estos años la capitalización en 544.740 millones de pesetas, lo que supone alrededor de un 31% de incremento.

Podemos concluir, por tanto, que la fusión fue ventajosa para ambas compañías, como se puede ver tanto en los resultados obtenidos en el estudio de los ratios como en la valoración en el mercado de las empresas antes y después de la fusión.

5. Conclusiones

Conclusiones Generales

En los primeros años del siglo XX se constituyeron en España muchas de las empresas eléctricas que acabarían por convertirse en referentes del sector eléctrico durante las siguientes décadas, siendo una de ellas Iberduero. Su historia está jalonada de hechos que constituyen en sí una innovación, tanto en el ámbito de la tecnología como en lo referente a la visión estratégica del sector.

- Iberduero es el fruto de la fusión, a lo largo del siglo XX, de distintas empresas. Por ello, para poder entender Iberduero, es necesario conocer las empresas que han ido conformándola, siendo las más importantes, y por tanto a las que hemos dedicado este trabajo, Hidroeléctrica Ibérica (1901-1943) y Saltos del Duero (1925-1943).

En este horizonte temporal, la fusión se produjo en un entorno económico inmerso en crisis económicas. Hidroeléctrica Ibérica se fusiona con Saltos del Duero en 1944, dando lugar a Iberduero. Esta fusión ocurrió en una época en la que España había salido de la Guerra Civil y todavía no había terminado la Segunda Guerra Mundial con importantes repercusiones en nuestro país.

- Hidroeléctrica Ibérica, constituida en 1901, fue la creadora del concepto de mercado eléctrico nacional, al transportar energía por líneas de alta tensión a grandes distancias,

multiplicando por diez la potencia de los saltos hasta entonces construidos, con las consiguientes ventajas en eficiencia de la red.

En la última etapa de Hidroeléctrica Ibérica aparecen dos hechos de gran trascendencia: por un lado aparece en el mercado Saltos del Duero; en segundo lugar estalla la Guerra Civil, que habría de transformar el desarrollo de ambas empresas.

La 2ª Guerra Mundial, por una parte, y el aislamiento internacional por otra, dejan a la energía hidroeléctrica española sin medios para subsistir. La escasez afectó a todas las fuentes energéticas disponibles: carbón, petróleo y electricidad. El panorama se agravó aún más debido a la sequía de los años 1944 y 1945; no hay que olvidar que en esos momentos la energía eléctrica procedía de las centrales hidroeléctricas en un 92% y sólo en un 8% de centrales termoeléctricas.

- Cuando se introduce en el mercado nacional Saltos del Duero, la aspiración de Ibérica era mantenerse en la situación de monopolio que tenía, consiguiéndolo a base de reducir costes de producción mientras se preparaba la fusión. En definitiva, la situación de monopolio que tenía Ibérica se ve amenazada por Saltos del Duero.

En 1944 se producía la fusión a través de un canje de acciones (1 por 1) entre ambas sociedades. El mecanismo jurídico de unión de ambas empresas fue la absorción por parte de Hidroeléctrica Ibérica de los activos de Saltos del Duero extinguiéndose Saltos del Duero que se incorporó a Ibérica. De esta forma nace Iberduero el 16 de septiembre de 1944.

- Motivos de la fusión:
 - Explotación conjunta de los mercados con la misma inversión en redes de distribución. Así se evitaría la competencia entre Ibérica y Saltos del Duero.
 - Superior economía en las redes de distribución.
 - Mayor facilidad para construir nuevos saltos.
 - Integración de los sistemas hidroeléctricos de los ríos Cinca y Duero, pudiendo irradiar energía, mediante intercambios con otras empresas por todo el territorio nacional.
 - Fortalecimiento de la posición ante el estado y ante terceras empresas.
 - Mayor eficacia a la hora de procurar subir los precios de la energía.

Conclusiones Económico - Financieras

Del análisis contable de la situación económica-financiera de las empresas más relevantes que han intervenido en la evolución del grupo hidroeléctrico encabezado por Iberduero, hemos alcanzado una serie de conclusiones que, por su interacción a lo largo del

periodo estudiado, con situaciones políticas, económicas y financieras determinadas, han dado como resultados los siguientes.

- **Influencia de las garantías del grupo**

Hemos podido comprobar que se produjo un incremento del valor de cotización en los títulos de la compañía absorbida. Como ejemplo a este razonamiento podemos hacer referencia a la evolución en los años anteriores y posteriores a la fusión.

La fusión sirvió para beneficiar a los partícipes de la sociedad absorbida, mientras que la influencia en la cotización de la matriz fue inferior. Hubo un incremento, desde los días previos al acuerdo de fusión hasta los días siguientes a la misma de la cotización, de los títulos de la Sociedad absorbida de un 25%, mientras que en la Sociedad absorbente ese incremento fue de un 13%.

- **Ratios ex - antes y ex - post de las fusiones**

El diagnóstico de la fusión tras el análisis económico-financiero de Hidroeléctrica Ibérica con Saltos del Duero a través de los ratios estudiados, dan las siguientes conclusiones:

- Antes y después de la fusión tanto Saltos del Duero como Ibérica tenían ciertas dificultades en ir atendiendo a sus deudas a corto plazo, lo que se observa en el ratio de liquidez.
- La solvencia tiene una caída en el año siguiente a la fusión, probablemente como consecuencia de la construcción de saltos hidroeléctricos.
- El margen neto era superior antes de la fusión en Saltos del Duero, aunque posteriormente tiene unos márgenes aceptables. El aumento en la producción en Saltos del Duero vino determinado por la sequía que tenían los ríos aprovechados por otras compañías, lo que hacía que los resultados de Saltos del Duero, al poder ofertar la energía demandada, fuesen elevados.
- La rentabilidad financiera se consolida después de la fusión. El éxito relativo de Ibérica antes de la fusión se produjo sobre todo porque tenía una posición de monopolio en los mercados donde actuaba.
- En cuanto al endeudamiento, Ibérica recurre más que Saltos del Duero a financiarse con recursos ajenos. En la década de los 40 Ibérica sigue una política de ampliaciones de capital debido a que tuvo que realizar distintas obras, muchas de ellas complementarias a las que existían. Además tuvo que costear las reparaciones sufridas en los Saltos del Cinca y Cinqueta causadas por la guerra, lo que aumentó la necesidad de financiación.
- En términos generales los valores de cotización suben después de la fusión aproximadamente un 22%, igual que el del ratio precio/valor contable, que aumenta en término medio un 20% lo que nos indica una sobrevaloración de la

empresa. Antes de la fusión tenía una buena valoración pero después va en aumento.

Por todo lo señalado en este trabajo concluimos que después de una época de luz en el crecimiento económico de las empresas eléctricas, y en concreto las de nuestro estudio, viene otra ensombrecida por la guerra civil española y la segunda Guerra Mundial que marcan la industria española y por ende la eléctrica, y que probablemente desencadenaron los factores que dan lugar a la fusión de las empresas eléctricas Hidroeléctrica Ibérica y Saltos del Duero para formar una empresa más fuerte como fue Iberduero . Aún con dificultades, puede decirse que Saltos del Duero e Ibérica supieron adaptarse a un entorno conflictivo, siendo además la fusión beneficiosa económicamente para ambas compañías.

Anexos

Los datos son extraídos de los balances y cuenta de resultados obtenidos de las Memorias de las Sociedades.

Tabla 3. Ratios Hidroeléctrica Ibérica- Saltos del Duero

HIDROELÉCTRICA IBÉRICA 1941	SALTOS DEL DUERO 1941	HIDROELÉCTRICA IBÉRICA 1942	SALTOS DEL DUERO 1942
Autonomía Financiera	Autonomía Financiera	Autonomía Financiera	Autonomía Financiera
0,73	0,60	0,72	0,58
Solvencia	Solvencia	Solvencia	Solvencia
4,7	2,8	4,3	2,8
Liquidez	Liquidez	Liquidez	Liquidez
0,94	0,36	0,6	0,33
Margen Neto			
0,40	0,66	0,36	0,64
Ratio de rentabilidad financiera			
0,06	0,07	0,06	0,09
Ratio de rentabilidad económica			
0,04	0,04	0,04	0,06
Endeudamiento: Recursos Ajenos/Recursos propios			
0,29	0,57	0,31	0,58

Fuente: Memorias de las Sociedades. Elaboración propia

Tabla 4. Ratios Hidroeléctrica Ibérica, Saltos del Duero e Iberduero.

HIDROELECTRICA IBERICA 1943	SALTOS DEL DUERO 1943	IBERDUERO FUSION 1945
Autonomía Financiera	Autonomía Financiera	Autonomía Financiera
0,74	0,57	0,75
Solvencia	Solvencia	Solvencia
5,30	2,72	1,20
Liquidez	Liquidez	Liquidez
1,44	0,37	0,80
Margen neto		
0,38	0,69	0,48
Ratio de rentabilidad financiera		
0,07	0,11	0,06
Ratio de rentabilidad económica		
0,07	0,11	0,06
Endeudamiento: Recursos Ajenos/Recursos propios		
0,27	0,62	0,26

Fuente: Memorias de las Sociedades. Elaboración propia

Tabla 5. Ratios Iberduero

IBERDUERO 1946	IBERDUERO 1947	IBERDUERO 1948
Autonomía Financiera	Autonomía Financiera	Autonomía Financiera
0,76	0,70	0,62
Solvencia	Solvencia	Solvencia
5,5	4,1	3,06
Liquidez	Liquidez	Liquidez
0,92	0,27	0,28
Margen Neto		
0,44	0,46	0,40
Ratio de rentabilidad financiera		
0,06	0,07	0,07
Ratio de rentabilidad económica		
0,05	0,05	0,04
Endeudamiento: Recursos Ajenos/Recursos propios		
0,23	0,33	0,52

Fuente: Memorias de las Sociedades. Elaboración propia

Tabla 6. Evolución de Valores Teóricos y de Cotización de Hidroeléctrica Ibérica 1941-1943

HIDROELÉCTRICA IBÉRICA	1941	1942	1943
Valor Teórico	555,86	557,38	564,49
Valor Cotización	1.425	945	795
Diferencia VT-VC	869,14	387,62	230,51
Precio/Valor contable	2,56	1,70	1,41

Fuente: Memorias de las Sociedades. Elaboración propia

Tabla 7. Evolución de Valores Teóricos y de Cotización de Saltos del Duero 1941-1943

SALTOS DEL DUERO	1941	1942	1943
Valor Teórico	536,55	549,22	581,34
Valor Cotización	1.150	1.125	955
Diferencia VT-VC	613,45	575,78	373,66
Precio/Valor contable	2,14	2,04	1,64

Fuente: Memorias de las Sociedades. Elaboración propia

Tabla 8. Evolución de los Valores Teóricos y de Cotización de Iberduero 1944-1948

IBERDUERO	1944(fusión)	1945	1946	1947	1948
Valor Teórico	526,96	547,89	563	571,5	593,52
Valor cotización	1140	1.186,25	1.455	1.751,25	1.221,25
Diferencia VT-VC	613,04	638,36	892	1.175,75	627,73
Precio/Valor contable	2,16	2,17	2,58	3,06	2,05

Fuente: Memorias de las Sociedades. Elaboración propia

Tabla 9. Saltos del Duero. Capitalización y aumento de la Capitalización

Miles pesetas	1941	1942	1943
Acciones (miles)	290	320	320
Precio/acción	1.150	1.125	955
Capitalización	333.500	360.000	305.600
Incremento Capitalización		26.500	-54.400

Fuente: Bolsa de Madrid . Elaboración propia

Tabla 10. Hidroeléctrica Ibérica. Capitalización y aumento de la Capitalización

Pesetas	1941	1942	1943
Acciones (miles)	500	500	500
Precio/acción	1.425	945	795
Capitalización	712.500	472.500	397.500
Incremento Capitalización (miles)		-240.000	-75.000

Fuente: Bolsa de Bilbao. Elaboración propia

Tabla 11. Iberduero. Capitalización y aumento de la Capitalización

Pesetas	1944	1945	1946	1947	1948
Acciones (mill)	1.060	1.060	1.400	1.437	1.437
Precio/acción	1.140	1.090	1.455	1.750	1.220
Capitalización	1.208.400	1.257.372	2.037.000	2.450.000	1.753.140
Incremento Capitalización (miles)		48.972	779.628	413.000	-696.860

Fuente: Bolsa de Madrid . Elaboración propia

BIBLIOGRAFÍA

Fuentes Primarias

Memorias que el consejo de Administración de la Sociedad Saltos del Duero presenta a la Junta General de Accionistas. Saltos del Duero 1940-1944.

Memorias que el consejo de Administración de la Sociedad Hidroeléctrica Ibérica presenta a la Junta General de Accionistas. Hidroeléctrica Ibérica 1940-1944.

Memorias que el consejo de Administración de la Sociedad Iberduero presenta a la Junta General de Accionistas. Iberduero 1945-1949.

Fuentes Secundarias

Amat, O. (2000): *Análisis de Estados Financieros. Fundamentos y aplicaciones*. Ediciones Gestión 2000, S.A. Barcelona.

Anes Álvarez, R (1988): "La Banca y el crecimiento económico en el País Vasco". *Economiaz*. Nº 9-10, pp. 93-103.

Antolín, F. (1999): "Iniciativa privada y política pública en el desarrollo de la industria eléctrica en España. La hegemonía de la gestión privada, 1875-1950". *Revista de Historia Económica*. Serie segunda, volumen 17, número 2. Septiembre, pp 411-445

----- (2006): "Hidroeléctrica Ibérica (1901-1944)", en Gómez Mendoza, A.; San Román, E. y C. Sudrià (coord.). *Un siglo de luz. Historia empresarial de Iberdrola*, Madrid, Iberdrola, pp. 131-191.

Apellaniz, M.T. y P. Apellaniz (1999): "Análisis ex-post de fusiones y adquisiciones: evaluación de los resultados de la fusión a través del mercado de capitales". *Revista de Actualidad Financiera*. Año cuarto, nº 8, pp. 49-62.

Ardanza Goytia, L.: *Historia de Iberduero*. Documento interno no publicado. Iberdrola.

Aubanell, A. (1992): "La competencia en la distribución de electricidad en Madrid, 1890-1913". *Revista de Historia Industrial*. Nº 2, pp. 143-175.

----- (2000): "Estrategia empresarial y estrategia financiera de la Sociedad Hidroeléctrica Española, 1907-1935". *Revista de Historia Industrial*. Nº 17, pp. 153-185.

- Bartolomé, I.** (1999): "La industria eléctrica española antes de la guerra civil: reconstrucción cuantitativa". *Revista de Historia Industrial*. Nº 15, pp. 139-160
- (2007): *La Industria Eléctrica en España (1890-1936)*. Madrid, Banco de España. Colección Estudios de Historia económica, Nº 50
- Bolsa de Bilbao** (varios años): Boletín de cotización de la Bolsa de Bilbao. Bilbao
- Bolsa de Madrid** (varios años): Boletín de cotización de la Bolsa de Madrid. Madrid.
- Coopersmith, J.** (1992): *The Electrification of Russia, 1880-1926*. New York. Cornell University Press.
- Chapa, A.** (1999): *La construcción de los Saltos del Duero: historia de una epopeya*. Pamplona. EUNSA, pp. 1-157.
- Chapa, A.** (2002): *Cien años de la historia de Iberdrola. Los hechos*. Madrid. Ediciones El Viso (Iberdrola).
- Díaz Morlán, P.** (1998): "El proceso de creación de Saltos del Duero (1917-1935)". *Revista de Historia Industrial*. Nº 13, pp. 181-198.
- (2006): Los Saltos del Duero (1918-1944), en Gómez Mendoza, A.; San Román, E. y C. Sudrià (coord.). *Un siglo de luz. Historia empresarial de Iberdrola*, Madrid, Iberdrola, pp. 279-323.
- Dun & Bradstreet** (2003): *Libro de normas y ratios financieros*. Editado por Dun & Bradstreet España, Madrid.
- Fernández, P.** (1999): *Valoración de empresas*. Gestión 2000. Barcelona.
- Fernández P. y V. Bermejo** (2008) Iberdrola 1991-2007. "Creación de valor y rentabilidad". *IESE Business School*. Documento de investigación DI-743. Abril.. Universidad de Navarra.
- Fleming, K.** (1992): *Power at Cost: Ontario Hydro and Rural Electrification, 1911-1958*. McGill-Queen's University Press, Montreal.
- García-Ayuso, M.** (2002): "Determinantes de la relación entre el precio y el valor contable de las acciones". *Revista Española de Financiación y Contabilidad* nº 114.
- García Delgado, J.L.** (1990): *Electricidad y desarrollo económico: Perspectiva histórica de un siglo. Hidroeléctrica del Cantábrico S.A. 75 aniversario*. Madrid.
- Gaston, T.** (1991): *La Central de Gennevilliers, 1919-1991*, París EDF.
- Hargrove, E.** (1994): *Prisoners of mitch. The leadership of the Tennessee Valley Authority, 1933-1990*, Princeton, N. J., Princeton University Press.
- Hunter, L. y L. Bryant** (1991): *A History of Industrial Power in the United States, 1780-1930, v 3. The Transmission of Power*. Cambridge, Mass, MIT Press.
- Lorenzo, J. M.** (1989): *Dictadura y Dividendo. El discreto negocio de la burguesía vasca (1937-1950)*. Bilbao. Universidad de Deusto.
- Muriel, M.** (2002): *Cien años de historia de Iberdrola. Los hombres*. Ediciones El Viso, Madrid (Iberdrola), pp.111-188.
- Myllytauns, T.** (1991): *Electrifying Finland: The Transfer of a New Technology into a Late Industrialising Economy*. Basingstoke: Mcmillan.
- Machimbarrena, V.** (1941): *Orbegozo: Historia de un Ingeniero*. Artes Gráficas Faure. Madrid.
- Núñez, G.** (1995): "Empresas de producción y distribución en España (1887-1953)". *Revista de Historia Industrial*. Nº 7, pp. 39-80.
- Palacín, M.J.** (1997): "las Fusiones y adquisiciones en los 90". *Finanzas y Contabilidad* nº 17, pp. 56-61.
- Pallarés, J.** (2007): "Factores que inciden en el valor de una empresa". *Bolsa*. Nº 169, pp. 50-54.
- Rasweiler, A. D.** (1988): *The Generation of Power. The History of Dnieprostroi*. New York-Oxford. Oxford University Press.
- Rubio, R** (1940): "El túnel aliviadero del Salto del Esla", *Revista de Obras Publicas*. Nº 2705, pp. 157-161.
- Sudrià, C.** (1990): "La electricidad en España antes de la Guerra Civil: una réplica". *Revista de Historia Económica*. Año VIII, 1990, nº 3, pp. 651-660.
- Tedde de Lorca, P.**(1985): "El sector financiero y el fracaso de la revolución industrial en España, 1814-1913", *Información Comercial Española*, Nº 623, pp. 39-68.
- UNESA** (2004): *El Sector Eléctrico a través de UNESA: 1944-2004*. UNESA. Madrid.
- Urrutia, J.** (1917): *La Energía Hidroeléctrica de España y sus aplicaciones*. Nº 2160, tomo I, pp. 82-84.
- Urrutia, V.** (1922): *Biografía de D. Juan Urrutia*.

Valdaliso, J. (2006): “Los orígenes de Hidroeléctrica Ibérica, Hidroeléctrica Española y Saltos del Duero”, en Gómez Mendoza, A.; San Román, E. y C. Sudrià (coord.). *Un siglo de luz. Historia empresarial de Iberdrola*, Madrid, Iberdrola, pp. 97-130.

Zozaya, N (2007): *Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*. Dirección general de Política de la PYME. Madrid.

José Manuel Sastre Centeno es Profesor Ayudante de Economía Financiera y Contabilidad en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (Universidad de Valladolid). Su e-mail es: manolo@eco.uva.es

Elena Inglada Galiana es Profesora Ayudante de Economía Financiera y Contabilidad en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (Universidad de Valladolid). Su e-mail es: elenaig@eco.uva.es

José Manuel Sastre Centeno is Assistant Professor at the Department of Accounting and Finance at the Universidad de Valladolid, Spain. His e-mail address is: manolo@eco.uva.es

Elena Inglada Galiana is Assistant Professor at the Department of Accounting and Finance at the Universidad de Valladolid, Spain. Her e-mail address is: elenaig@eco.uva.es