





# LAS CARTERAS INDUSTRIALES

*Teoría, análisis y gestión*

José María Revello de Toro Cabello

**Almuzara**Universidad

© José María Revello de Toro Cabello, 2021

© Editorial Almuzara, S.L., 2021

Primera edición: noviembre 2021

ALMUZARAUNIVERSIDAD

almuzarauniversidad@almazaralibros.com

Directora: María Crespo

Diseño y maquetación: Ostraca Servicios editoriales

© Imagen de la cubierta: Adobe Stock - Prostock-studio

[www.editorialalmuzara.com](http://www.editorialalmuzara.com)

[pedidos@almazuralibros.com](mailto:pedidos@almazuralibros.com) - [info@almazaralibros.com](mailto:info@almazaralibros.com)

Imprime: Gráficas Ulzama

ISBN: 978-84-18952-30-2

Depósito Legal: CO-770-2021

Hecho e impreso en España - *Made and printed in Spain*





## Índice

Prólogo del autor .....	9
1. Introducción .....	11
1.1. Tipos de Carteras.....	11
1.2. La gestión rentable de un grupo industrial.....	15
2. La formación de las carteras industriales de las entidades financieras .....	19
2.1. Los diferentes modelos de Banca .....	19
2.2. La Banca Industrial.....	20
2.3. Desarrollo histórico de las Carteras Industriales .....	23
3. Principios estratégicos y de gestión de un grupo de participaciones industriales de la banca .....	41
3.1. Estrategia y gestión del Grupo Industrial .....	41
3.2. Clasificación de Carteras.....	48
3.3. Papel de las entidades financieras en la gestión de sus Participadas.....	50
4. La consolidación contable básica .....	53
4.1. ¿Qué es la consolidación contable?.....	53
4.2. El perímetro de consolidación .....	54
4.3. El <i>Purchase Price Allocation</i> (PPA) .....	56
4.4. La valoración de los intangibles .....	58
4.5. Integración global .....	62
4.6. Integración proporcional .....	65
4.7. La puesta en equivalencia (o método de la participación).....	67
5. Parametrización de la cartera industrial .....	75
5.1. Generalidades.....	75
5.2. Configuración y tamaño .....	76
5.3. Datos y ratios operativos .....	78
5.4. Ingresos, resultados y rentabilidad .....	79

6. La normativa del Banco de España .....	83
6.1. Introducción.....	83
6.2. Las Circulares 4/2004 y 4/91.....	83
6.2.1. La Circular 4/91.....	83
6.2.2. La Circular 4/2004.....	86
6.3. La Circular 3/2008.....	94
7. Medición de la rentabilidad de la cartera de participadas.....	105
7.1. Medición del retorno de la inversión .....	105
7.2. Medición a largo plazo.....	105
7.3. Medición a corto plazo .....	111
7.4. Estados contables del área de Participaciones Industriales .....	111
7.5. Evaluación global de una inversión.....	116
8. El grupo industrial en los estados consolidados de la banca .....	121
8.1. Participación del G° Industrial en la Cuenta de Resultados Consolidada .	121
8.2. Origen y aplicación de los ingresos del G° Industrial.....	123
8.3. Gestión activa del G° Industrial (claves del éxito).....	123
9. Bibliografía de referencia .....	129
CASOS PRÁCTICOS .....	131
Ejercicio de conolidación contable básica .....	133
Análisis y resultados de la cartera industrial de Caja Atlántico Bank (supuesto ficticio).....	143
Análisis y resultados de la cartera industrial del Banco Santander en el año 2000 .....	155
Análisis y resultados de la cartera indsutrial de La Caixa en el año 2010.....	163
Análisis y resultados de la cartera industrial de la Banca March en el año 2017.....	177

## PRÓLOGO DEL AUTOR

Este libro nace de la experiencia profesional del autor tras trabajar ocho años en la cartera industrial de uno de los principales bancos españoles en una época donde éstos tenían importantes participadas diseminadas en gran parte de los sectores económicos, y, también, de las clases impartidas en esta materia que le supuso una puesta al día en la normativa contable y en las circulares del Banco de España.

Aunque muchas páginas del libro se refieren a los grupos industriales y financieros de la banca, una parte relevante de las técnicas explicadas se pueden aplicar a los grandes conglomerados que se forman en los sectores eléctrico, de telecomunicaciones, de construcción, etc., o a los holdings diversificados de finalidad financiera como Torreal. Especialmente son de uso común en cualquier empresa o grupo con cartera industrial los conocimientos en los asuntos de consolidación contable y de parametrización, ésta última en relación a los factores que definen a la cartera: tamaño, rentabilidad, rotación, liquidez, etc.

Antes de los capítulos sobre conocimientos técnicos se describe en detalle, y con perspectiva histórica, cómo la banca creó, gestionó, y en algunos casos se desprendió, de multitud de participaciones en la industria, que la hizo tener un papel protagonista en el desarrollo del país. Además de ese papel de motor económico, es también de justicia reconocer que en el largo plazo, y muchas veces también en el corto, las entidades financieras le han sacado una estupenda rentabilidad a su cartera, que ha contribuido con sus resultados a una parte sustancial de sus beneficios consolidados, en especial en la época de la crisis que comenzó con crudeza en el 2008. En las épocas de crisis las participaciones son como un patrimonio heredado de los abuelos, que rinde por sí mismo con los dividendos, o que salva de situaciones coyunturales de penuria vendiéndolo para aprovecharse de su liquidez y de sus plusvalías.

Los brillantes resultados obtenidos en muchos casos se han debido al acierto continuado en la gestión de los equipos directivos de las diferentes entidades financieras. El que esto escribe tuvo la suerte de trabajar de cerca con Javier Echenique Landiríbar, magnífico gestor con un dilatado currículum empresarial.

Los conocimientos precisos para el análisis y gestión de un grupo de participadas son los referidos a la contabilidad, en especial a la consolidación contable, a las finanzas de análisis de inversiones, necesarias para calcular, por ejemplo, la tasa interna

de rentabilidad (TIR), que involucra diferentes flujos de fondos en el tiempo, a la valoración de empresas y a nociones de coberturas como la conocida como 'equity swap'. Complementariamente, hay que tener conocimientos sobre la normativa específica, tal como los que requiere el complejo mundo de las circulares del Banco de España.

En los capítulos venideros se tratará de exponer con la mayor pedagogía posible y haciendo uso de gráficos, ejemplos y cuadros resúmenes, asuntos tan áridos y grises como las normas de consolidación o las circulares. Se explicarán también los distintos cambios normativos que ha habido, tanto en el ámbito contable con las NIC / NIIF que dieron lugar al Nuevo Plan General Contable Español de 2007 y a las Normas para la Formulación de Cuentas Anuales Consolidadas de 2010, como en el ámbito del Banco de España con las antiguas circulares 4/91 y 5/93 sustituidas por las 4/2004 y 3/2008.

Los que hayan trabajado en estas áreas de negocio durante años, o hayan analizado sus resultados, habrán sufrido, casi seguro, la complicada terminología fruto de las NIIF / NIC que se ha ido implantando, muchas veces traducción directa y poco pensada del inglés, y que resultaría un arcano para el recién llegado. Pongamos dos ejemplos. En el año 2010 las plusvalías que obtuvo La Caixa de la venta de unas pequeñas participaciones en Repsol y Telefónica por importe total de 184 millones de euros estaban contabilizadas bajo el epígrafe 'Ganancias (pérdidas) en la baja de activos no clasificados como no corrientes en venta'. Y el otro ejemplo para el año 2018, tras la implantación de la NIIF 9, se refiere al epígrafe donde se debe contabilizar la inversión en sociedades de capital riesgo: 'Activos financieros no destinados a negociación valorados obligatoriamente a valor razonable con cambios en resultados'.

La teoría y el análisis están bien, pero como primera etapa para gestionar a un grupo de participadas. Como se expondrá en este libro, los dividendos o los resultados de la puesta en equivalencia resultan insuficientes para obtener rentabilidades aceptables a las inversiones industriales. Hay que saber rotar nuestra cartera, y la rotación exige no sólo técnica sino arte, el arte primero de elegir bien las inversiones, segundo de comprar en los momentos adecuados y tercero de vender en los momentos de oportunidad para que las desinversiones y sus plusvalías correspondientes puedan elevar, y mucho, el retorno.

Por eso concluimos que la teoría sirve de poco si no se sabe aplicar. De acuerdo a los criterios del autor, se analizarán tres carteras distintas que abarcan un amplio espacio temporal: la del Banco Santander en 2000 con la normativa de la época, la de La Caixa en 2010 y la de la Banca March en 2017. Los resultados son sorprendentes.

# 1. INTRODUCCIÓN

## 1.1. TIPOS DE CARTERAS

Se puede definir a una cartera como el conjunto de valores o activos financieros que forman parte del activo de una empresa, y por extensión, de un particular. Hay, por lo tanto, muy distintos tipos de carteras de acuerdo a la composición de los valores o activos financieros, quién las posee, qué objetivos se persiguen, etc.

En el mundo de los particulares o personas físicas, mejor que utilizar el término cartera como un conjunto de valores, se habla de ‘fondos de inversión’, que pueden tener muy distinta composición y diversificación en renta variable, renta fija pública, renta fija privada o corporativa, metales preciosos, etc., siendo gestionados por especialistas y comercializados, por ejemplo, por bancos.

En el mundo empresarial podemos utilizar ‘carteras industriales’ como nombre genérico del conjunto de inversiones en empresas de muy diversos sectores o industrias de la economía de un país, haciéndose una primera e importante clasificación atendiendo a la naturaleza del inversor: holding financiero o fondos de private equity / sociedades de capital riesgo; empresas también industriales y por último entidades financieras.

	SOCIEDAD CABEZA - NATURALEZA INVERSOR	PRINCIPALES OBJETIVOS	EJEMPLOS
CARTERAS INDUSTRIALES	Holdíng financiero o Fondos/Sociedades de Capital Riesgo (SCR)	Diversificación Rentabilidad	TORREAL ARCANO VENTURE CAPITAL
	Empresa industrial	Diversificación Sinergias	ACCIONA REPSOL
	Entidad financiera	Diversificación Rentabilidad Sinergias	LA CAIXA BANCA MARCH

Para el primer caso de holding financiero, en España el mejor ejemplo quizás sea Torreal, propiedad de la familia Abelló, mientras que a nivel mundial podríamos mencionar al famoso brazo inversor de Warren Buffett, que es Berkshire Hathaway. En relación a los fondos de *private equity*, podríamos definirlos como un conjunto de unas diez o quince participaciones en empresas no cotizadas donde se busca en un horizonte, digamos de 4 a 6 años, unas rentabilidades muy altas mediante compras apalancadas y aportando gestión y disciplina financiera.

Torreal requiere una mención especial. Gestiona en exclusiva el patrimonio de la familia Abelló. Es un inversor generalista con interés en compañías de crecimiento, tanto cotizadas como no cotizadas, con tomas de participaciones minoritarias o mayoritarias en coinversión con socios afines. Los importes por operación están entre 30 y 200 millones de euros (*equity ticket*). A diferencia del mundo del capital riesgo y *private equity*, no existe limitación temporal a las inversiones. Se involucra en la gestión como socio financiero aportando visión estratégica, profesionalidad y experiencia con participación en los consejos de administración, pero dejando a los equipos directivos de las empresas la gestión del día a día.

Desafortunadamente las cuentas anuales de Torreal no son del dominio público, en el sentido de fácil acceso, y no se puede realizar un análisis en profundidad como sí es posible hacerlo con las carteras industriales del grupo La Caixa o de Banca March.



Participaciones de Torreal en 2020 (fuente la página web)

Para el segundo caso de empresas industriales, las participadas forman junto a su inversor (matriz o cabeza de grupo) verdaderos conglomerados. Así cualquier empresa importante, por ejemplo del Ibex-35, es en realidad la cabeza de un grupo em-