

Ética en la gestión de tesorería, el “mutual cash holding” como respuesta

**Ética en las Finanzas, Premio Robin Cosgrove
Edición Iberoamericana
Patrocinado por MAPFRE
Primer Premio**

Leire San-José
*Profesora agregada,
Universidad
del País Vasco*



O objetivo da gestão de fondos é garantir que as empresas pos-suem os fondos neces-sários na altura certa, a um custo mínimo.

En las empresas la gestión de tesorería o cash management corresponde a la obtención del disponible necesario, en el momento adecuado, al menor coste posible. Para ello, se utilizan un conjunto de acciones y técnicas relacionadas con la planificación de la tesorería, la toma de decisiones para las operaciones de financiación e inversión a corto plazo, la gestión de las relaciones con las entidades financieras, y la gestión de riesgos financieros. Pero además, el seguimiento y el análisis de la gestión del circuito de cobros y del circuito de pagos son esenciales, junto con la cultura empresarial.

Decisiones que afectan toda la sociedad

Este concepto empresarial por naturaleza es complejo, probablemente porque es el núcleo de la gestión empresarial en cuanto a que sus decisiones, bien de forma directa o

indirecta, afectan y son afectadas, por un lado por el resto de áreas de la empresa; comercial, estructural o social, y por otro lado, por el resto de empresas con las que se relaciona, incluso por la sociedad y por el medio ambiente.

Así, estas acciones, y sobre todo las decisiones sobre el nivel de tesorería o *cash holding* influyen y son influidas por los grupos de interesados o *stakeholders*, sin embargo las técnicas financieras utilizadas en la tesorería se desarrollan a partir de supuestos y comportamientos egoístas de las empresas y de sus gestores y se sustentan en la desconfianza hacia los agentes participantes, lo que se traduce en decisiones unilaterales con objetivos individuales que difícilmente pueden generar valor para todos los participantes. En torno a esta idea podemos decir que la gestión financiera y la gestión de tesorería en concreto, conllevan un fuerte

ÉTICA EN LA GESTIÓN DE TESORERÍA

A gestão financeira e especificamente a gestão de fundos, inclui uma importante componente ética uma vez que as condições desiguais, a assimetria da informação e os esforços oportunistas para maximizar os resultados a curto prazo podem ter um impacto financeiro adverso noutros intervenientes económicos ou grupos de interesse.

Ao mesmo tempo, para ter um impacto óptimo nos interesses a médio e longo prazo das partes, as soluções devem basear-se na confiança mútua e consequentemente, na ética.

Até agora, os peritos e operadores financeiros concentraram-se nas técnicas e instrumentos para obter a “optimização” das disponibilidades líquidas.

componente ético, por cuanto que la desigualdad de condiciones, la asimetría de la información y el oportunismo orientados a la mejora de resultados en el corto plazo pueden generar repercusiones financieras negativas en otros agentes económicos, o para otros grupos de interés.

Un doble problema

En concreto, en relación con la gestión de tesorería se da un doble problema. Por un lado, como ya se ha nombrado la gestión de tesorería afecta no sólo a las decisiones de la propia empresa, sino también a terceros, y en última instancia al conjunto de la sociedad. Precisamente la crisis actual esta haciendo resaltar la conexión existente entre empresas y banca, ya que si bien el origen de la crisis reside en un conjunto de acciones avariciosas sobre las hipotecas basura con un complejo sistema de productos financieros dentro de la banca, de forma concatenada ha dado lugar a los mayores problemas de tesorería de la historia.

Nos podemos hacer idea de su envergadura sobre el *cash* porque prácticamente la totalidad de empresas definen como “delicada” sino pésima su situación financiera en el corto plazo, señal de ello el gran incremento en la insolvencia empresarial en todo el mundo. Por otro lado, cualquier solución que optimice los intereses de las partes a medio/largo plazo, exige una base de confianza mutua, y por lo tanto, un fundamento ético. Sin embargo, este fundamento ético puede llegar a po-

nerse en duda, de hecho en un sentir general, académicos y profesionales así lo hacen, y argumentan un mero problema de gestión. Pero incluso en ese caso podemos razonar la existencia de cuestiones éticas en el mismo ya que las estrategias financieras y de tesorería están fundamentadas en planteamientos “egoístas”.

Por ejemplo, una de las más importantes estrategias en la gestión de la tesorería que se respalda en la mayor parte de los libros y textos de finanzas y contabilidad consiste en alargar los periodos de pago a proveedores sin dañar las relaciones con ellos y acortar los periodos de cobro a clientes sin una disminución sustancial de las ventas (Gitman *et al.*, 1976). Pero esta estrategia financiera a corto plazo que se fundamenta en los ciclos de caja de la empresa no obtiene el máximo valor conjunto, sino un máximo valor propio insostenible en el largo plazo, y menos aún la optimización de la tesorería.

Hasta el momento los esfuerzos de académicos y profesionales de las finanzas se han centrado en el estudio y en el avance de técnicas e instrumentos de “optimización” de la tesorería, si bien en primera instancia para obtener dicha “optimización”, al menos total, se debería modificar el pensamiento unitario por un pensamiento conjunto en el que las técnicas desarrolladas promuevan una situación financiera óptima para todo el conjunto de *stakeholders* o de empresas interesadas e influidas por las acciones financieras.

No entanto, para alcançar tal, as técnicas utilizadas devem criar uma ótima situação financeira para todos os accionistas.

A nossa teoria pode complementar em vez de colidir com as existentes técnicas de disponibilidades líquidas, com o objetivo de maximizar os interesses dos accionistas, uma vez que tenta criar modelos que maximizem o valor para todos os grupos de interesse envolvidos incluindo os accionistas

Esta abordagem baseia-se na premissa de que todos os grupos de interesse afectam e são afectados por decisões financeiras de curto prazo e consequentemente, por fluxos de liquidez.

Para dar respuesta a este problema tenemos que cambiar la cultura financiera de la empresa, la cual según nuestra teoría sólo puede optimizar la tesorería conjunta y generar valor para todos, siempre y cuando las estrategias financieras se sustenten en un pilar básico; la confianza mutua. Las situaciones de iliquidez, insolvencia y quiebra en las que incurren las empresas deben ser analizadas no solamente desde la propia gestión empresarial, sino desde una perspectiva más amplia en la que sean considerados los efectos, esencialmente negativos, para todo el grupo de *stakeholders*.

Mejores resultados para todos

Así, y bajo la perspectiva de la confianza entre los grupos de interés se puede considerar que los resultados, tanto económicos como sociales, pueden ser mejores para todos utilizando las técnicas de cash holding desde una premisa de mutuo beneficio y bien común.

En la actualidad las técnicas de cash management y cash holding se están desarrollando desde las teorías financieras, *pecking order* (orden jerárquico) o *trade-off* (intercambio) y teoría de agencia, que son consistentes con el objetivo de maximización de los intereses de los accionistas. Estas técnicas, por lo tanto, no tienen como objeto específico la creación de valor para todos los *stakeholders*. Sin embargo, nuestra teoría puede ser complementaria y no contrapuesta con las técnicas de *cash holding* exis-

tentes, ya que busca crear modelos que maximicen el valor obtenido por todos los grupos de interés entre ellos los accionistas. Desde la gestión de tesorería este planteamiento se sustenta en la aceptación de la premisa de que todos los grupos de interés (internos y externos) afectan y están afectados por las decisiones financieras a corto plazo, y por tanto, por los flujos de liquidez.

El justo nivel de tesorería

El principal objetivo del *cash management* es tener el nivel de tesorería que la empresa necesita en el momento adecuado, siendo el óptimo el nivel mínimo necesario, además los estudios precedentes concluyen que las empresas deben mantener un nivel positivo de *cash*. En este sentido, será preferible mantener dinero efectivo que la utilización de financiación ajena con un coste superior en presencia de información asimétrica entre las empresas y los inversores externos (Myers y Majluf, 1984); o debido a los problemas de coste de agencia tales como subinversión y sustitución de activos (Myers, 1977; Jensen y Meckling, 1976); y a la existencia de costes de transacción y otras restricciones financieras. Por lo tanto, los gestores deben determinar el óptimo de *cash* minimizando el coste asociado con la obtención de financiación ajena en mercados de capitales imperfectos. Sin embargo, surgen también problemas potenciales al mantenimiento de efectivo o equivalentes. Los conflictos de agencia existentes entre los accionistas y

É preferível deter fundos do que recorrer ao financiamento externo que é mais caro.

Todavía, as disponibilidades líquidas criam um custo oportunista para a empresa pois geram um rendimento mais baixo do que o rendido pelos investimentos produtivos da empresa ou originam desvantagens fiscais.

Na teoria dos contratos em que várias partes celebram acordos livres ao abrigo dos termos da lei, não deve haver algum problema ético.

No entanto, o interesse na gestão de fundos de natureza ética não se limita a uma teoria de igualdade nas relações comerciais ou nos interesses dos accionistas.

Desta forma, a gestão “egoísta” de fundos pode ser um factor-chave que contribui para a falência e respectivas consequências adversas.

los gestores pueden atenuarse si la empresa tiene altos niveles de *free cash flow* (Jensen, 1986), puesto que los gestores pueden anteponer sus intereses ante los del accionista. Además, se debe reconocer también que el exceso de conservadurismo tiene también sus desventajas, como reflejan los costes de oportunidad que soportan los activos con nula o baja rentabilidad. Disponer de activos líquidos supone, por tanto, un coste de oportunidad para la empresa, ya que presenta un menor rendimiento comparado con el obtenido por sus inversiones productivas, a la vez que se puede incurrir tanto en costes de transacción, derivados de la compra-venta de activos financieros, como en desventajas fiscales.

¿Son éticas las técnicas para gestionar la tesorería de la empresa?

En general, las transacciones de tesorería entre una empresa y los agentes de su entorno deberían ejercerse en condiciones de equidad, sin embargo las asimetrías de poder e información conllevan la aceptación de acuerdos en condiciones de desigualdad, justificables desde la teoría contractual, pero ajenos a los intereses de una de las partes. La gestión de tesorería, se fundamenta en la teoría contractual (Coase, 1937), donde diversas partes llegan a acuerdos libres, dentro de la legalidad vigente, sobre el momento de realizar los cobros y pagos vinculados a diversas transacciones económicas. En principio, no existiría ningún problema ético con

este planteamiento, siempre y cuando se dieran los supuestos de igualdad y mercado de capitales perfecto, sin embargo, la desigualdad de las partes intervinientes, como la asimetría de poder, la asimetría de la información, las conductas oportunistas; y los fallos del mercado y el coste de oportunidad llevan a que los acuerdos puedan no ser los óptimos para una de las partes, y en muchas ocasiones para ninguna de ellas.

No obstante, el interés en la gestión ética de la tesorería no se circunscribe, aunque sería suficiente, a una teoría de la equidad en las relaciones comerciales, o a la de los intereses de los *stakeholders* implicados. En este contexto, y considerando el impacto que la tesorería tiene en la insolvencia financiera, la gestión “egoísta” de la misma, como así se podría considerar desde un planteamiento ético, sería un factor determinante en la situación de quiebra, y por tanto, de las consecuencias negativas asociadas a la misma: impagos, despidos, incumplimiento de compromisos.

Un enfoque ético

Por ejemplo, en la actualidad la insostenible situación de la tesorería en el corto plazo ha dado lugar al cierre de empresas duplicándose así el número de parados en España, que ya alcanza los 4 millones. En Estados Unidos se destruyeron 2,6 millones de empleos en 2008, lo nunca visto desde 1945. Además, en Inglaterra se cierran cada día 50 negocios y en Latinoamérica la situación no es

Deve considerar-se uma abordagem mais ética em relação às disponibilidades líquidas que se baseie na colaboração entre os vários intervenientes e que possa originar o nível de fundos ótimos pretendidos nomeadamente, a gestão mútua de fundos que se baseie numa relação de confiança.

Do ponto de vista financeiro, a colaboração entre os intervenientes conduziria ao pagamento das dívidas nos períodos acordados mutuamente e reduziria os riscos financeiros e os custos de transacções. Em termos sociais, mitigaria os impactos adversos dos desequilíbrios monetários.

mejor, ya que el número de parados se dispara y el desempleo alcanza niveles muy difíciles de manejar. Concretamente, la oficina regional de la Organización internacional del trabajo (OIT) en Lima informó que el impacto de la crisis económica aumentará, por primera vez desde el 2003, el porcentaje de desempleados entre 7,9% y 8,3% como promedio anual en 2009, lo que significa 2,5 millones de desempleados más. Los problemas de liquidez incrementan en todos los países, siendo una de las consecuencias que llevan al cierre de empresas de forma alarmante.

La crisis financiera y los problemas de liquidez están cohesionados, por lo que en la actualidad la crisis ha resaltado y atenuado de forma inquietante los peores augurios sobre las conductas oportunistas en cuanto a las estrategias de la tesorería. Sin embargo, existe la posibilidad, y no solo en épocas de recesión económica y en situaciones de crisis, de estudiar una postura más ética del *cash holding*, la cual se centra en un planteamiento de colaboración entre los distintos agentes implicados, y cuya aplicación podría suponer el alcance de la deseada optimización de la tesorería, al menos teóricamente: la gestión conjunta de la tesorería basada en la confianza mutua. Este planteamiento se justifica; por un lado, desde un planteamiento meramente financiero, facilita la gestión del disponible de los agentes implicados, y por otro lado, desde un planteamiento ético, ya que favorece al conjunto de participantes, y en última instan-

cia al “bien común”. Desde el punto de vista financiero, la colaboración conllevaría la determinación de plazos de pagos y cobros consensuados y la disminución de riesgos financieros y costes de transacción, de tal forma que los agentes implicados optimizarían los resultados económicos y financieros. Desde el punto de vista social, disminuiría las repercusiones negativas provenientes de los desajustes monetarios, como lo son; el impago a trabajadores, el retraso en el pago a proveedores, la pérdida de clientes, y en último término la insolvencia financiera.

Se deben analizar y gestionar de forma minuciosa las relaciones entre los agentes económicos y los grupos de interés en la empresa. La relación financiera entre una empresa y los agentes que interactúan con ella es variable en función de la naturaleza de los grupos de interés, así no es la misma relación la que tiene la empresa con los proveedores, con los clientes, con el Gobierno, con la banca, con los empleados, con los *shareholders*, o con la comunidad en general.

Una gestión de tesorería conjunta

Una estrategia sería establecer en primer lugar aquellas acciones que la tesorería lleva a cabo y a partir de las acciones determinar quiénes son los agentes implicados en cuanto a la misma, para así poder estudiar sus repercusiones de tal forma que se pueden constituir decisiones multilaterales que converjan en resultados

As relações entre os intervenientes e grupos económicos com um interesse na empresa devem ser cuidadosamente analisadas e geridas.

Uma estratégia seria identificar as operações de tesouraria da empresa e de seguida, identificar os intervenientes que estão envolvidos de modo a examinar as suas repercussões e tomar decisões multilaterais que beneficiariam todas as partes envolvidas.

Pode surgir um potencial conflito entre os accionistas e os gestores relativamente às disponibilidades líquidas uma vez que estas podem beneficiar os accionistas ou os gestores, no tradicional dilema da agência.

positivos para todos los implicados. Las acciones estratégicas de tesorería serán a largo plazo, si bien las decisiones serán específicas del corto, ya que en todo momento estaríamos hablando del *cash holding*. Esto requiere un cambio cultural financiero en el que el *cash holding* de cada empresa sea determinado por los grupos de interés, ya que ellos afectarán y serán afectados por las decisiones, pero en todo momento deberíamos partir de las acciones y no de los *stakeholders* para que pueda ser viable cada una de las decisiones sobre el cash.

En cuanto a la literatura existente sobre el *cash holding* las relaciones entre los distintos agentes implicados ha sido estudiada. Esta literatura por ejemplo muestra la relación existente entre los *shareholders* y el *cash holding* de las empresas. Dittmar *et al.*, (2003) encuentran que en los países donde los derechos de los *shareholders* están más protegidos, el *cash holding* de las empresas es inferior, aunque ambas variables interrelacionan con el desarrollo del mercado de capitales del país en cuestión.

Un conflicto potencial

En esta misma línea otros autores (Pinkowitz *et al.*, 2006; Kalcheva y Lins, 2007) sugieren que los *shareholders* buscan directivos que reduzcan los niveles de *cash holding*. Por su parte, Jensen (1986) también señala este posible conflicto entre *shareholders* y managers, en cuanto que un incremento del *cash holding* incrementa el poder de los gestores en detrimento del de los accionis-

tas. Así pues, nos encontraríamos con un conflicto potencial en torno al *cash holding* entre *shareholders* y directivos, habida cuenta que el *cash holding* puede favorecer a unos u otros en el marco del tradicional conflicto de agencia entre principales y agentes propuesto por la teoría de agencia.

En este contexto, y tanto desde la teoría de los *shareholders* como desde la teoría de los *stakeholders* puede existir una diferencia de intereses en cuanto al *cash holding* se refiere. En concreto, entre los *shareholders* y los gestores la diferencia reside en que en el primer planteamiento (*shareholders*) nos encontramos básicamente ante un problema de gobernanza, mientras que en el segundo (*stakeholders*) nos encontramos ante un problema de *cash holding*. Además, los derechos de los *shareholders*, los posibles intereses de los agentes, y los legítimos derechos e intereses del resto de *stakeholders* deben tenerse en cuenta.

Este conflicto será primario en cuanto al resto de conflictos de *cash*, ya que afecta no sólo a la gestión de *cash*, sino también a la gobernanza, y por tanto, su resolución puede determinar la línea de resolución de los conflictos de *cash* generados con otros *stakeholders*, a través de las políticas financieras adoptadas por la empresa. En un planteamiento descriptivo esto no debería ser así, ya que las políticas financieras deberían estar orientadas hacia el conjunto de los *stakeholders*, pero lo cierto es que desde una perspectiva legal, el de-

No entanto, tal não deve ocorrer numa abordagem descritiva uma vez que as políticas financeiras devem destinar-se a todos os accionistas.

A solução proposta para este conflito, em que os choques de interesses e a falta de confiança entre as partes conduzem ao aumento dos custos, é a colaboração entre os accionistas.

Tal significará seguir um interesse comum que rende um maior valor para cada grupo de interesse através da redução dos custos de transações e dos riscos.

recho a la selección de CEOs (*Chief Executive Officers*) y a su control descansa en los *shareholders*. No obstante, cabría preguntarse por la capacidad real para ejercer dichos derechos (Boatright, 2008), ya que en muchos casos el poder real se haya en la gerencia de la empresa.

Buscar un interés conjunto

La propuesta de solución a este conflicto que supone un incremento de los costes proveniente de la divergencia de intereses y la falta de confianza entre las partes es la colaboración entre los *stakeholders*. Esta colaboración se soporta por la búsqueda de un interés conjunto que incrementa el valor para cada grupo de interés mediante la reducción de los costes de transacción y la reducción de riesgos. Su fundamento reside en la *Mutual Trust Perspective* (MTP) propuesta por Dees y Cramton (1991), o sea que es injusto exigir a una persona a tener un riesgo significativo o incurrir en un coste importante con respeto a los intereses o derechos morales de los demás, si esa persona no tiene motivos suficientes para confiar en que los demás hagan o vayan a asumir el mismo Riesgo o sacrificio. Esto viene a decir que “una parte sólo incurrirá en un coste significativo para respetar los intereses o derechos morales de la otra parte, si tiene la creencia, de que la otra, en su situación, asumiría el mismo sacrificio”, planteamiento sustentado en el Imperativo Categórico Kantiano, que se traduce en que “no hagas

a los demás lo que no quieres que te hagan a ti”, lo que significa que no harías ninguna acción que no te gustaría que otro agente económico o grupo de interés te hiciera a ti.

A la hora de establecer una relación de *mutual cash holding* en referencia a la gestión de tesorería debemos constatar la existencia de dos factores; la expectativa en la respuesta de la otra parte y el coste. La confianza entre organizaciones no es únicamente un tema decisional, sino que se incrementa o se produce un decremento basado en las relaciones continuadas de carácter procesal. En este sentido, será más fácil que dé el primer paso aquella entidad que tenga mayor poder, y menores costes, o para la cual el coste del fracaso de la confianza sea menos significativo.

Esto significa que la incorporación de un *mutual cash holding* es más fácil que sea propuesto por la entidad/*stakeholder* con más poder; siempre y cuando el coste que asuma por el posible fracaso de esta relación de confianza no sea significativo. Más aun la posibilidad de compartir el *cash holding* tiene que tener claros beneficios para ambas partes, a fin de que la relación de confianza pueda prolongarse a lo largo del tiempo.

La existencia de la empresa no se concibe de forma independiente a los *stakeholders*, ya que al margen de la virtualidad jurídica que la empresa tiene como ente, su realidad ontológica únicamente puede entenderse como una red de relaciones entre los diversos *stakeholders*, independientemente de que éstos

A questão é estabelecer o equilíbrio apropriado entre os vários interesses dos accionistas.

Nas empresas, a maior parte dos interesses directos ou indirectos dos intervenientes são de natureza monetária.

As partes podem ter interesses conflituosos relativamente às datas de pagamento.

A solução para este conflito pode ser a coerção, negociação ou uma concessão unilateral. Todas estas soluções apenas têm em consideração a gestão dos fundos dos accionistas.

sean considerados de una forma restringida o amplia. En este sentido la empresa responde necesariamente a los intereses de alguno o de varios *stakeholders*. El problema reside en el equilibrio entre la satisfacción de los diversos intereses de los mismos.

Un justo equilibrio de los intereses

Este equilibrio se estudia desde la ética empresarial, que trata de resolver cuál debe ser y cómo se consigue dicho equilibrio entre las interrelaciones de los intereses de los diferentes *stakeholders*. En este contexto, se generan diversos problemas, como son; la justificación de los derechos de los potenciales *stakeholders*, la capacidad real de arbitraje del agente en relación con las demandas contrapuestas de los grupos de interés y la relación con los *non-stakeholders* (aquellos grupos de interés que no están afectados o que no afectan directamente a los objetivos de la empresa, pero que podrían hacerlo de forma indirecta o en el futuro). Estos problemas están siendo convenientemente abordados en la actualidad.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que en la empresa la mayoría de los intereses de los participantes, de forma inmediata o mediata, tienen carácter monetario. En general, y al margen de otros componentes psicológicos o profesionales, el incremento de valor y la realización del cobro se encuentran presentes en la práctica totalidad de los intereses legítimos de los *stakeholders*.

Hasta el momento, la mayoría de los trabajos publicados se centran de forma explícita o implícita en la gestión y el conflicto relacionado con el reparto de valor; sin embargo, la actualización monetaria del valor (cobro) es un factor de indudable importancia que se encuentra en la base de múltiples conflictos entre intereses supuestamente legítimos.

Dichos conflictos pueden dividirse en internos y externos. Los primeros serán referidos a los *stakeholders* vinculados legalmente y permanentemente a la empresa, podríamos señalar como más significativos los accionistas y trabajadores. Los externos serán aquellos vinculados contractualmente u operativamente, pero cuya permanencia en la empresa es contratada e indeterminada, como por ejemplo, los proveedores, los clientes, los financieros o la administración. En todos estos casos en principio se daría un interés contrapuesto de las partes en el tiempo del cobro, al pagador le beneficia el retraso, mientras que el cobrador le beneficia el adelanto.

Mutual Cash Holding

La solución a este conflicto puede darse mediante la imposición (posición de fuerza basada en la asimetría de poder), por ejemplo cuando un centro comercial obliga a su proveedor a cobrar a 90 días, o cuando la administración obliga a efectuar los ingresos de IVA trimestralmente. Puede darse también mediante una negociación, cuando los *stakeholders* implicados negocian el momento del

Esta proposta pretende que os vários accionistas também tenham em consideração as disponibilidades líquidas do seu parceiro para se alcançar uma solução que seja a mais benéfica para ambos.

É óbvio que a data de pagamento das dívidas é uma questão de gestão fundamental.

No entanto, a ética financeira tem prestado paradoxalmente, pouca ou nenhuma atenção a este aspecto, que é tratado como se fosse uma questão puramente técnica.

Tal significa que o comportamento empresarial egoísta é subestimado.

pago de la transacción, por último, podría darse mediante una cesión unilateral, por ejemplo cuando el vendedor retrasa el cobro seis meses como oferta de financiación. En todos estos casos, a pesar de que en unos se de la superación, en otros con negociación, y en los terceros la cesión, hay una característica común, que los interlocutores sólo están teniendo en cuenta su propia gestión de tesorería.

La propuesta que nosotros hacemos es que los distintos interlocutores (*stakeholders*) asuman como propia, la preocupación por la tesorería de su antagonico, llegando a la solución que mejor beneficia a ambos. Esto que parece imposible de aplicar en el *cash holding*, si que se ha comenzado a realizar en la gestión de cuentas a partir del uso de las nuevas tecnologías y la gestión conjunta de facturas entre las entidades financieras y las empresas, las facturas electrónicas gestionadas por bancos o incluso el *factoring*, o también el *confirming*. De tal forma, que una ampliación de estas técnicas puede dar lugar al *mutual cash holding*; a una cultura financiera y a técnicas financieras sustentadas en la confianza mutua que permitan la generación de beneficios y resultados satisfactorios para todos los agentes.

Como se ve, el factor tiempo vinculado al cobro versus pago, se presenta como un elemento fundamental de gestión. De hecho así está asumido desde la teoría financiera, que dedica importantes esfuerzos a la gestión de tesorería o al *cash holding*, enten-

diendo que son herramientas claves en la buena marcha de la empresa. Sin embargo, se da la paradoja que desde la ética financiera, se ha tenido en escasa o nula consideración el factor tiempo vinculado a la gestión de cobros y pagos, considerándose un aspecto meramente técnico. Lo que en realidad quiere decir, es que se acepta sin más una fundamentación egoísta de la conducta de la empresa, basada en la optimización propia de la tesorería.

El factor tiempo vinculado al cobro versus pago

En un mercado perfecto, con un equilibrio de fuerzas entre los diferentes *stakeholders*, se podría pensar que en los contratos se llegan a acuerdos justos, beneficiosos para ambas partes; pero en la realidad, el mercado es imperfecto y se dan claras asimetrías de información y poder entre los interesados, por lo que aceptar el principio de optimización propia en la gestión de tesorería, eleva a nivel de planteamiento moralmente aceptable la conducta egoísta articulada a través de la asimetría, y vulnera el principio Kantiano comúnmente admitido en las relaciones éticas entre empresas.

A pesar que las finanzas no han sido desarrolladas de la perspectiva ética, existe un consenso general, en considerar “injusto” que alguien pague a su proveedor varios años después de ejecutar el servicio, salvo que en el acuerdo entre ambas par-

A principal contribuição da ética deve ser tentar e mudar as atitudes egoístas.

Acreditamos por conseguinte, que é fundamental substituir as abordagens egoístas que se baseiam em conflitos com abordagens que tentem otimizar os benefícios a longo prazo dos accionistas tendo por base uma relação de confiança mútua.

A gestão de fundos é um factor-chave na relação e equilíbrio entre os vários accionistas e respectivos interesses.

tes sea evidente el mutuo beneficio. Indudablemente la limitación en el retraso de pagos requeriría por sí misma de una reflexión ética que pudiera orientar sobre los criterios de bondad, más allá de los propiamente contractuales. En este sentido, por ejemplo, cabe destacar la intervención del Gobierno para limitar el aplazamiento en los pagos de las grandes superficies comerciales en España.

Nuestro planteamiento va mas allá de la reflexión en relación con el factor tiempo, y a la generación de reglas, normas o recomendaciones sobre cómo éste debe gestionarse en la relación entre los *stakeholders*. Ya que a nuestro entender, sería dar carta de naturaleza a la conducta egoísta como forma de interacción; en cuanto se parte del supuesto de que las empresas, o los diversos *stakeholders* deben intentar maximizar sus intereses en el ámbito de la gestión de tesorería, a expensas de los intereses de sus antagonicos. Y para que las diferentes asimetrías existentes no generen una situación “injusta” para la parte más débil se recurre a regular los límites. A este planteamiento debemos hacerle varias acotaciones, por una parte, nos parece correcto el establecimiento de límites a las prácticas negativas desde planteamientos éticos y económicos; de otra, nos parecería interesante que la reflexión ética fuera la que fundamentara las posteriores recomendaciones o limitaciones legales. No obstante, la verdadera aportación ética en este ámbito debe consistir en intentar cambiar

el planteamiento egoísta en el que se sustentan las relaciones financieras entre entidades y grupos de interés.

En este sentido consideramos de interés la sustitución de los planteamientos egoístas basados en el conflicto, por un planteamiento que busque optimizar el beneficio a largo plazo de los participantes, apoyado en el principio de confianza mutua; sería no sólo más apropiado desde la perspectiva ética, sino también más beneficioso tanto para los participantes como para la sociedad en su conjunto. Así, la gestión conjunta del *cash holding* por entidades o *stakeholders* con intereses divergentes, permitiría un incremento del beneficio a largo plazo obtenido por los participantes, y por la sociedad.

Un cambio de pensamiento es necesario

Este trabajo plantea un modelo teórico del *mutual cash holding* bajo la premisa de la confianza mutua, la cual es favorecida por la asimetría de poder. Esta propuesta teórica se denomina *mutual cash holding*, mediante el cual podrían obtenerse resultados más ventajosos para todos los intereses de los *stakeholders* que influyen o son influenciados por la empresa.

Las técnicas de *cash holding* actuales y los modelos de *cash management* se fundamentan en la obtención de mejores situaciones financiera para la propia empresa que las aplica e implanta. En este contexto estas técnicas de tesorería se centran en el

Desta forma, é necessário garantir que a gestão dos fundos satisfaz os interesses dos accionistas que podem por sua vez, colidir a curto prazo, de um modo tão equilibrado que convergirão a longo prazo.

logro de la maximización de beneficios para los *shareholders* y se plantean desde los denominados comportamientos “egoístas” por parte de los partícipes. El resto de interesados no son de forma específica considerados, y por ello no se obtiene valor para todos ellos. Así, los resultados de este trabajo evidencian que la gestión de tesorería es un elemento fundamental en la relación y el equilibrio entre los diversos *stakeholders* y sus intereses. De esta forma se determina que es necesario que la gestión de la tesorería favorezca la satisfacción equilibrada de los intereses antagónicos de los *stakeholders*, los cuales en el corto plazo pueden ser complementarios en el largo plazo. En este largo plazo, la gestión conjunta del

cash holding entre *stakeholders* vinculados genera beneficios para todos ellos, incrementando la solvencia y la liquidez, y para el conjunto de la sociedad reduciendo la insolvencia financiera. Además, debe tenerse en cuenta que el buen fin de este planteamiento está supeditado a que este sistema de *mutual cash holding* sea establecido por la entidad que mayor poder detecte en la relación.

En definitiva, su aceptación teórica reside en un cambio de pensamiento hacia acciones conjuntas y la eliminación, tanto de asimetrías de información, como de barreras que permitan la total confianza mutua, lo que impide aceptar lo evidente sin antes cuestionar ¿cómo se va a aplicar? •

Bibliografía

Boatright, J. R., 2008. *Ethics in Finance*, Malden, Blackwell.

Coase, R. H., 1937. "The Nature of the Firm", *Economica*, November.

Dees, J. G. and Cramton, P. C., 1991. "Shrewd bargaining on the moral frontier: toward a theory of morality in practice", *Business Ethics Quarterly*, Vol.1, No.2.

Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. and Servaes, H., 2003. "International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No.1.

Gitman, J., Forrester, D. K. and Forrester, J. R., 1976. *Principles of Managerial Finance*, New York, Harper and Row, Inc.

Jensen, M. C., 1986. "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers" *American Economic Review*, Vol.76.

Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976. "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3.

Kalcheva, I. and Lins, K. V., 2007. "International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems", *Review of Financial Studies*, Vol.20, No.4.

Myers, S. C., 1977. "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol.5.

Myers, S. C. and Majluf, N. S., 1984. "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol.13

Pinkowitz, L., Stulz, R. M. and Williamson, R., 2006. "Do firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash?", *Journal of Finance*, Vol.61, No.6.