

**IDEIAS VENDÁVEIS E FINANÇAS HEGEMÔNICAS:
ARTICULAÇÃO ENTRE ACADEMIA E MERCADO NA
LEGITIMAÇÃO DA LÓGICA FINANCEIRA.**

Prof. Me. Guilherme Nogueira

Lopes

Doutorando UNICAMP

guilherme.nlopes@sp.senac.br

SADSJ- South American Development
Society jornal – São Paulo, Brasil.

Resumo

O texto aborda o processo de legitimação da hegemonia financeira no desenvolvimento da dinâmica de acumulação capitalista contemporânea. A suposição é a de que tal movimento foi liderado majoritariamente pela academia norte americana e que teve em JENSEN uma de seus principais agentes, ao elaborar a hipótese de que os acionistas minoritários, embora fossem os agentes expostos aos maiores riscos e incertezas naquele contexto, sistematicamente teriam seus interesses relegados a um plano de menor importância.

Pretende-se descrever como a atividade acadêmica nos Estados Unidos foi responsável por marcar o início dessa produção intelectual e fortaleceu o processo de legitimação dos acionistas, de modo a fazer prevalecer o interesse dos investidores, lançando as bases do hoje chamado capitalismo financeirizado, com impactos diretos em toda a dinâmica de produção e acumulação de riqueza, com significativos reflexos nos padrões de inserção e caracterização do mercado de trabalho atual, suscitando um sem-número de discussões a respeito da tendência natural desse novo padrão capitalista de gerar crises, dada a sua natureza fictícia.

Palavras-chave: financeirização, acumulação contemporânea, rentismo ativista, ativismo acadêmico.

Abstract

This paper addresses the process of legitimation of financial hegemony in the development of the dynamics of contemporary capitalist accumulation. The assumption is that such a movement was mainly led by the North American academy and had in JENSEN one of their key players to develop the hypothesis that minority shareholders, although they were the agents exposed to greater risks and uncertainties that context, systematically their interests have been relegated to a minor plane.

It is intended to describe how the scholarly activity in the United States was responsible for marking the beginning of that intellectual production and strengthened the process of legitimation of the shareholders in order to enforce the interest of investors, laying the foundations of today called financial capitalism, with impacts direct in all the dynamics of production and accumulation of wealth, with a significant impact on patterns of insertion and characterization of the current job market, raising a host of discussions about the natural tendency of this new pattern of capitalist crises generate, given its fictitious nature.

Keywords: financialization, contemporary hoarding, profiteering activist, academic activism.

Introdução

A Sociedade contemporânea tem experimentado um movimento crescente desde o final de Bretton Woods, caracterizado por crises recorrentes no sistema capitalista, com efeitos devastadores sobre os estoques de riqueza e postos de trabalho.

O fato novo a ser destacado, a partir da crise de 2008, é relativo aos questionamentos decorrentes da excessiva importância conferida ao sistema financeiro e à constatação do inédito nível de concentração de riqueza alcançado pela sociedade contemporânea, o que faz suscitar uma série de questionamentos, a partir dos setores menos favorecidos da população, a respeito de sua inserção nos mercados de trabalho e consumo.

HOBSON (1926) descreveu o capitalismo industrial moderno fortemente vinculado ao sistema financeiro e observou seu movimento geral, caracterizado por uma dinâmica bastante peculiar, cujos crescentes excedentes não conseguiriam ser totalmente reintegrados ao processo produtivo, de modo a demandar novas fronteiras para garantir sua realocação e novo ciclo de reprodução, necessitando desses agentes para direcionar as massas de excedentes rumo a atividades com potencial positivamente diferenciado de gerar ganhos aos seus possuidores.

Esse processo de acumulação capitalista industrial expôs a sociedade a diversos episódios de superacumulação, cuja interrupção só se verificou após a 2ª. guerra, com o acordo de Bretton Woods e o capitalismo submetido a maiores níveis de regulação e ritmo de acumulação definido a partir de políticas econômicas comprometidas com a manutenção do pleno emprego (BELLUZZO, 1995).

O chamado regime de exceção persistiu até meados de 1970, quando Alemanha e Japão puseram em xeque a hegemonia americana, deflagrando o declínio de Bretton Woods (BELLUZZO, 1985). Desse momento em diante, o capitalismo retomou seus padrões originais, com destacado dinamismo e crescente aumento de importância da esfera financeira sobre a etapa produtiva. Essa nova fase agrega impactos significativos aos mercados, principalmente quanto ao desenvolvimento das inovações financeiras.

O movimento de liberalização das finanças estabeleceu um novo padrão de acumulação capitalista¹, submeteu os setores produtivos a um novo processo de gestão e definiu a estruturação de novos portfólios de investimentos. Nesse contexto, a valorização fictícia assume papel estratégico no capitalismo contemporâneo.

¹ BRAGA (1993) avalia que "É importante compreender que, mais que nunca, no capitalismo contemporâneo, as finanças ditam o ritmo da economia - *"finance sets the pace of the economy"*, disse Minsky (1975) - e, neste sentido, há uma dominância financeira na dinâmica econômica".

HARVEY (2013) argumenta que nos últimos trinta anos, parte significativa dos investimentos deixou de ser direcionada aos mercados produtivos, que passaram a um plano de menor importância, enquanto os ativos financeiros - títulos de dívida em destaque -, obras de arte e imóveis passaram a receber parte crescente da alocação dos investidores que passam a buscar nesses ativos a valorização autônoma de seus portfólios e, no caso dos imóveis e títulos de dívidas, o benefício proporcionado pela geração de caixa decorrente dos termos previstos nos contratos de emissão de dívidas.

Na perspectiva do autor, trata-se de ganhar dinheiro jogando com dinheiro, num sistema substancialmente mais propenso e exposto a crises, uma vez que tais mercados são estruturados a partir dos chamados valores fictícios, caracterizados pelo aspecto da incerteza e imponderabilidade.

O capitalismo contemporâneo sugere assumir um padrão em que exacerba suas características, demandando dos agentes de mercado a postura de gestores de portfólio, dada a necessidade de alocar recursos em ativos que tenham condição de gerar ganhos que a esfera produtiva isoladamente não tem condições realizar.

De modo sistemático, os recursos oriundos de atividades produtivas são direcionados para outros mercados, com destaque para o setor financeiro, caracterizado pela sua alta volatilidade e instabilidade, bem como pelo seu potencial de devastar instantaneamente expressivos volumes de riqueza em episódios de crise.

Esse artigo pretende discutir a dinâmica de crescimento e fortalecimento do sistema financeiro e da chamada financeirização, iniciado nas escolas de negócios e economia norte americanas, sob o argumento original de resgatar os interesses dos acionistas minoritários, além de reposicionar as empresas americanas numa condição de positivo destaque, no momento em que Japão e Alemanha as colocavam em risco, por conta de contarem com maiores níveis de eficiência e rentabilidade. Tal análise pretende capturar os efeitos dessas práticas sobre a dinâmica de controle e gestão das corporações, desde então, bem como seus efeitos sobre as dinâmicas de inserção concorrencial.

Finalmente, pretende-se estabelecer um padrão de comparação entre o financista de HOBSON e o seu correspondente no mercado contemporâneo, sob o ponto de vista de capacidade de articulação e alcance que tais agentes assumiram na atualidade, além de seu poder de submeter toda a Sociedade de forma cada vez mais impositiva e incisiva, de modo a fazer valer seus interesses de maneira inequívoca.

A caracterização do capitalismo moderno e do financista

O surgimento do capital financeiro e seus reflexos na dinâmica de acumulação

A articulação efetiva entre o capital financeiro e a grande empresa transnacional parece ocorrer de modo simbiótico, numa dinâmica em que ambos os setores estabelecem uma relação de interdependência, em que não é possível a sobrevivência de um dos agentes sem a existência da outro.

BELLUZZO e TAVARES (1980) desenvolvem o assunto de modo singular e traçam uma linha histórica desde MARX, afirmando que:

“na lei geral da acumulação capitalista já estão dispostas as demandas pela concentração e centralização de capitais, principalmente através da ampliação e externalização crescentes do capital a juros, com o predomínio cada vez maior do sistema de crédito sobre as órbitas mercantil e produtiva. O capital a juros nasce, portanto, da necessidade da perpétua expansão e valorização do capital para além dos limites de seu processo mais geral e elementar de circulação e reprodução”.

Os autores defendem a hipótese de que o processo de centralização do capital e a fusão entre objetivos dos bancos e indústria só pode ser de fato compreendido, em razão da expansão do sistema de crédito, verificado obrigatoriamente a partir do surgimento do capital a juros, na chamada “forma autônoma” do “capital-dinheiro”.

O novo processo dinâmico decorrente da intensa e indissociável relação entre capital e indústria exigiu a presença de uma modalidade bastante específica de agente, em condições de garantir a coesão desses interesses nem sempre convergentes, numa dinâmica totalmente distinta das antigas companhias de capitais dispersos, materializada agora nas chamadas sociedades por ações². Tal modalidade de organização, de caráter “coletivista” se sobrepõe ao padrão empresarial antigo, ao mesmo tempo em que reforça sua rivalidade.

A produção de HOBSON (1996) ocupa papel central no entendimento desse novo padrão empresarial, classificado de capitalismo moderno³. Tal modelo é tomado como ponto de

² BELLUZZO e TAVARES, a respeito desse novo padrão empresarial, comentam que tal natureza de arranjo, na visão de MARX, representaria uma absoluta contradição, verificada pela “*abolição da indústria privada capitalista dentro do próprio regime capitalista de produção*”.

³ A respeito desse novo padrão empresarial, BELLUZZO e TAVARES comentam que “esta forma “moderna” assumida pelo capitalismo foi desenvolvida a partir das modificações ocorridas na economia americana, na virada do século. Os resultados das transformações observadas bem merecem a qualificação de “capitalismo moderno”, sobretudo no sentido de que o surgimento e desenvolvimento da grande corporação americana se constituem no embrião nacional do posterior desdobramento transacional do grande capital”.

referência ao entendimento da nova estrutura empresarial norte-americana. De modo a evitar eventuais equívocos quanto à importância de Hobson na hierarquia dos autores relevantes ao entendimento desse novo padrão, os autores comentam que:

*“não poucas vezes têm sido ressaltadas, para explicar o atual predomínio da economia americana, as vantagens tecnológicas de seu sistema manufatureiro vis-à-vis o complexo industrial europeu. Com o mesmo propósito alguns autores apontam para a natureza continental do espaço econômico americano. Mais recentemente (ver *Strategy and Structure de Chandler e Hymer*), a ênfase tem sido colocada na morfologia multidivisional da corporação norte-americana.”*

Entretanto, Belluzzo e Tavares são suficientemente precisos e enfáticos quanto à importância de HOBSON, ao afirmarem que:

“Cremos, no entanto, que Hobson, da mesma maneira que Hilferding, acentuou corretamente o papel do capital financeiro para explicar o surgimento da grande empresa americana e o caráter de sua hegemonia futura.”

Esse capítulo será desenvolvido de modo a capturar as contribuições essenciais de HOBSON, principalmente as descritas no capítulo que trata do papel exercido pelo financista⁴, na dinâmica capitalista moderna, além de tentar contribuir, de modo a indicar prováveis implicações e impactos decorrentes dessa ação na atual dinâmica de acumulação.

A construção de HOBSON parte do princípio das “ideias vendáveis”, configuradas a partir de um empreendimento já operacional ou a oportunidade de materializar um novo projeto produtivo. É aspecto central nessa estruturação, a necessidade de tais iniciativas contarem com a possibilidade de gerar ganhos expressivos aos seus participantes.

Além disso, o autor destaca a necessidade de fazer com que tal empreendimento tenha inquestionável aderência junto ao público, a respeito de sua vendabilidade. Nessa etapa do processo - a transformação da oportunidade de negócio numa mercadoria vendável - o agente

⁴ Belluzzo e Tavares comentam a respeito de Hobson, que “No capítulo X, *The Financier*, Hobson aponta magistralmente para os elementos básicos que, ainda hoje, podem ser considerados essenciais na estruturação econômica do grande capital monopolista, e que as mudanças radicais operadas na organização industrial da grande empresa vão acompanhadas do aparecimento de uma “classe financeira”, o que tende a concentrar nas mãos dos que operam a máquina monetária das sociedades industriais desenvolvidas, isto é, dos grandes bancos, um poder crescente no manejo estratégico das relações intersticiais (intersectoriais e internacionais) do sistema”.

deverá contar com a contribuição essencial dos financistas, cujo papel é o de captar patrocinadores para viabilizar o projeto, garantindo, simultaneamente, a reserva de parte desses lotes em seu benefício.

Os chamados patrocinadores, na verdade, investidores, ingressam em determinado empreendimento a partir de duas motivações: fluxo futuro de rendas gerado pelo empreendimento bem-sucedido, ou a perspectiva de conseguir repassar futuramente sua posição, por preço significativamente superior, de modo a materializar ganho substancial, compatível com o risco assumido de adquirir participação no empreendimento. Em ambas as hipóteses, o investidor só deve se mobilizar no caso de entender haver probabilidade de representativo sucesso, quanto ao empreendimento. Hobson comenta, sobre tal característica do investidor, haver uma grande imperfeição, configurada pelo limitado nível de conhecimento a respeito das condições em que o empreendimento logrará êxito e poderá efetivamente gerar retorno positivo aos seus cotistas⁵. A partir da caracterização estabelecida pelo autor, parece adequado inferir que os chamados investidores estabeleçam com os financistas uma relação bastante próxima à que o trabalhador desenvolve com a classe patronal. Nesse sentido, o chamado investidor comum deverá vincular seus recursos em conformidade com as diretrizes definidas pelos financistas⁶, de modo a capturar os benefícios proporcionados pelo esperado bom resultado dos referidos investimentos.

Uma vez que a relação e o nível de hierarquia estão claramente definidos, num modelo cuja centralidade é definida a partir do sistema financeiro, a dinâmica passa a operar de modo sistemático. Dessa forma, os banqueiros contarão com expressivo volume de recursos para responder à demanda geral dos agentes produtivos por crédito. Em contrapartida, ao entregar suas posses aos banqueiros, o investidor, passa a receber títulos que confirmam sua relação de propriedade com os ativos adquiridos, de modo a assegurar seus direitos (ou expectativa de direitos) em relação aos empreendimentos produtivos.

Hobson defende a hipótese de que essa dinâmica configura um inequívoco jogo especulativo, em que a *“previsão e oportunidade desempenham papéis de dimensões variáveis”*. Os modelos de avaliação de viabilidade dos empreendimentos são desenvolvidos a

⁵ Hobson comenta que “Muitos investem em negócios cuja natureza **não podem realmente conhecer**, e cuja direção, não podem influenciar. A absorção do capital, para a expansão de indústrias é tarefa desse investidor, que conhecem pouco do funcionamento do sistema financeiro e não podem controlá-lo”.

⁶ Hobson comenta haver uma espécie de “Proletariado dos grandes capitalistas”. Os pequenos investidores estabelecem com os financistas relação análoga à que o proletariado trabalhador tem com a classe patronal. “O investidor comum precisa alienar o uso de seu capital, da mesma maneira que o trabalhador transfere o uso de sua capacidade física de trabalhar a um organizador de empreendimento de risco, se quiser auferir alguma vantagem desta”.

partir de sua capacidade de geração de lucros⁷. Nesse sistema especulativo mais sofisticado do “crédito” moderno, a base dos modelos é a “capacidade de geração de lucro futura do empreendimento”. A implicação decorrente de tal quadro diz respeito ao fato de que as distorções, falhas ou erros verificados no sistema de avaliação dos negócios aptos a receberem os aportes, não configuram responsabilidade jurídica ou obrigação relativa à devolução de valores alocados em tais operações, por parte dos financistas, o que torna o sistema ainda mais assimétrico e favorável a tais agentes, dado que assumem uma posição inequivocamente vantajosa em relação aos seus clientes⁸.

Dada a natureza tão assimétrica em que a relação se estabelece, os financistas podem se apropriar dessas imperfeições em benefício próprio, passando a manipular o mercado, no sentido de extrair dos investidores comuns, volumes crescentes de dinheiro, muito maiores do que aqueles obtidos no exercício de sua atividade. O acesso a informações decisivas, com potencial de movimentar o preço dos ativos é um dos recursos que os financistas podem usar de modo a assegurar expressiva vantagem para sua contabilidade, além de movimentos de manipulação do mercado. Dessa forma, os financistas conseguem potencializar seus ganhos ordinários, materializados pelas taxas de intermediação e colocação de títulos no mercado, levando seus ganhos a patamares muito mais expressivos⁹.

O processo de acumulação estabelecido no momento observado por HOBSON expôs a sociedade a diversos episódios de superacumulação, cuja interrupção só se verificou após a 2ª guerra, com o acordo de Bretton Woods e o capitalismo submetido a maiores níveis de regulação e ritmo de acumulação definido a partir de políticas econômicas comprometidas com a manutenção do pleno emprego (BELLUZZO, 1995). O chamado regime de exceção persistiu até meados de 1970, quando Alemanha e Japão puseram em xeque a hegemonia americana, deflagrando o declínio de Bretton Woods. A partir desse momento, o capitalismo retoma seus padrões, com destacado dinamismo e inequívoco aumento de importância da esfera financeira sobre a produtiva.

⁷ Nesse sentido, parece haver total aderência com as práticas de mercado desenvolvidas pelos chamados fundos de private equity da atualidade, cuja métrica de valoração para a aquisição de empresas é definida a partir dos modelos de fluxo de caixa descontados, algo bastante próximo da descrição desenvolvida por Hobson.

⁸ John Hobson confirma que “financiar se distingue de dirigir a empresa. Nesse sentido, os banqueiros são os intermediários entre o investidor e o *entrepreneur*. Reúnem o K e o administram via canais de investimento”.

⁹ O autor também sugere que “Enquanto a ignorância dos investidores amadores faz de suas aplicações apostas, o financista manipula preços. Em vez de prever, provoca mudanças”.

Esse movimento de liberalização das finanças redefiniu o padrão de acumulação capitalista¹⁰ submeteu o setor produtivo a um novo processo de gestão e definiu a estruturação de novos portfólios de investimentos.

O próximo capítulo desse texto será orientado a compreender a importância do papel desempenhado por Jensen no desenvolvimento desse novo contexto, em que a valorização fictícia assume papel estratégico no capitalismo contemporâneo, bem como descrever os entraves identificados pelo autor, a serem superados no processo de aceleração da máquina capitalista americana.

De modo geral, a partir da contribuição de Hobson, parece haver indicações suficientes para poder afirmar que desde o início do século XX o financista já atua no sentido de submeter o investidor, direcionando seus recursos do modo mais conveniente aos seus interesses.

O ativismo “conservadoramente” revolucionário de Jensen

A defesa dos minoritários como estratégia para reposicionar o modelo empresarial e o padrão capitalista contemporâneo

A produção intelectual de JENSEN é marcada pela identificação de um novo modelo empresarial, caracterizado por empresas que adotam o endividamento em vez de capital de acionistas, como estratégia para garantir a concentração de propriedade e centralizar o poder de decisão em uma quantidade significativamente mais restrita de esferas de decisão.

Tal estratégia, adotada numa realidade empresarial dominada pelas empresas de capital aberto, significativamente departamentalizadas e hierarquizadas verticalmente, caracterizadas por significativos volumes de recursos disponíveis em seu caixa, não sinalizava algo óbvio, tão pouco indicava ser estratégia das mais recomendáveis, uma vez que o alto endividamento poderia trazer como perspectiva aspectos mais próximos à fragilidade do que a um atributo positivo na contabilização dos diferenciais das empresas.

Ao longo dos próximos parágrafos desse capítulo, essa estratégia será detalhada em maior profundidade, de modo a indicar os efeitos dinâmicos deflagrados a partir de então, além de verificar como se desenvolve a articulação entre os novos gestores empresariais inseridos nessa nova realidade e quais as razões a motivar a decisão relativa a promover o fechamento de capital das empresas-alvo de tal processo.

Na perspectiva do autor, essa inovação organizacional atuaria no sentido de promover a superação da principal fraqueza das corporações de capital aberto à época, configurada pelo

¹⁰ BRAGA (1993) avalia que “É importante compreender que, mais que nunca, no capitalismo contemporâneo, as finanças ditam o ritmo da economia - *“finance sets the pace of the economy”*”, disse Minsky

permanente conflito de interesses existente entre os seus acionistas e os quadros gerenciais das empresas, cuja descrição será detalhada de modo mais efetivo ao longo dos próximos parágrafos.

Jensen comenta, a respeito desse conflito, que as empresas de capital aberto caracterizavam-se por reter expressivos excedentes de fluxo de caixa, sob o argumento de que a implantação de tal estratégia conseguiria garantir menor dependência das empresas em relação aos mercados de crédito e de capitais. No entanto, a observação do autor é a de que tal modelo seria negativo para os acionistas, uma vez que esse padrão de retenção levaria a uma condição de alocação menos eficiente, caracterizada pelo desperdício.

Na perspectiva do autor, a retenção de recursos levaria os quadros de gestão das empresas a direcionarem suas companhias no sentido de aumentarem seu porte, de modo a configurar um ambiente de poder ampliado aos dirigentes, que atuariam de modo a conseguir capturar incrementos em seus padrões de remuneração pelo simples fato de que suas empresas passaram a outra escala de operação, sem a necessidade de haver correlação direta entre tamanho da nova companhia e rentabilidade para seus acionistas, principalmente os minoritários.

Jensen defende que o padrão mais aderente aos interesses e expectativas dos acionistas, seria aquele em que o maior volume possível do fluxo de caixa livre fosse distribuído. Desse modo, esses agentes seriam inequivocamente premiados pela manutenção de posições de risco, representadas por promover investimentos em títulos de propriedade de empresas.

Assim, o pagamento sistemático e crescente de dividendos ou outras obrigações decorrentes da participação nas empresas, seriam os objetivos centrais dessas empresas, algo aparentemente subvertido nas corporações de propriedade muito diluída, em que os dirigentes acabariam por definir outros objetivos, mais aderentes aos seus interesses pessoais e corporativos.

A análise de Jensen (1998) a respeito de alguns setores econômicos, à época, descrevia um quadro pouco animador. Em setores de menor dinamismo, a corporação aberta não se adaptaria. Nesses casos, de baixo ritmo de crescimento no longo prazo, as empresas só conseguiriam lograr êxito, em caso de interferência legal, algo negativo e não desejável dentro do contexto empresarial norte-americano. O autor aponta como exemplo desses setores, as atividades bancárias, geração de energia, produção e distribuição de alimentos, transporte, fabricação de automóveis e autopeças.

A estratégia mais adequada para posicionar essas empresas de modo a garantir remuneração positiva a seus proprietários seria configurada pela alavancagem das empresas, a

(1975) - e, neste sentido, há uma dominância financeira na dinâmica econômica”.

partir de emissão de dívida em troca de ações, a partir da qual seus gestores assumiriam vínculo e compromisso muito mais efetivos com os resultados da companhia.

Dentro desse modelo, o superendividamento exerceria papel positivo, ao exigir que a empresa reavaliasse e redefinisse sua estratégia de atuação e toda sua estrutura operacional. Além disso, inserida numa realidade de crise constante, caracterizada pelo alto endividamento e pressão constante por gerar caixa sistematicamente, a empresa passaria a conviver com as condições ideais para promover cortes em seus planos de benefícios para empregados, estabelecer reorientação de áreas pouco eficientes, liquidar ativos menos relevantes ao processo produtivo, além de racionalizar e cortar programas de investimento de pouco impacto, tornando a empresa mais leve e eficiente, viabilizando ganhos crescentes aos seus proprietários e detentores de dívida.

A confirmação dos efeitos positivos de tais estratégias estaria configurada, na visão de Jensen, pelo ritmo crescente dos anúncios de LBO's¹¹ no ambiente empresarial americano, entre final dos anos 1970 e anos 1980¹². No sentido contrário, também haveria forte reação aos processos de fechamento de capital e compras alavancadas, liderados, majoritariamente pelos executivos das grandes empresas, claramente ameaçados pelas mudanças na dinâmica empresarial, além das autoridades, cuja relação com os executivos seria bastante próxima, o que justificaria tal reação.

Quanto à configuração dessas novas empresas, Jensen defendia haver uma onda de inovação no plano organizacional, em que os investidores ativos foram motivados a atuar em resposta à realidade de ineficiência e desperdício predominante nas empresas de capital aberto tradicionais. Na configuração de empresa de capital fechado alavancada ou capital aberto concentrada em poder dos investidores institucionais, os conflitos entre os acionistas e gerentes, normalmente presentes nas empresas de capital aberto tradicionais, estariam eliminados, sem limitar os aspectos positivos, relativos à diversificação de riscos e liquidez, desejáveis quando se busca boas oportunidades de rentabilizar patrimônio, a partir de investimentos em atividades produtivas.

A respeito da configuração das empresas, três agentes liderariam a estruturação dessas iniciativas: os investidores institucionais, os promotores-estruturadores do processo e as equipes de gestão. A articulação entre esses agentes seria estabelecida a partir do momento em que o agente promotor, normalmente um banco de investimentos, identificasse a oportunidade, representada por uma empresa fragilizada por conta de sua baixa lucratividade, cujo reflexo

¹¹ LBO – *Leveraged buyout* – operações de compra alavancada, viabilizadas através de emissão de dívida para adquirir posição proprietária relevante nas empresas de capital aberto nos Estados Unidos.

¹² Evolução de LBO's: **1988** – US\$ 77 bi em 214 bids. **1979** – US\$ 1,3 bi em 75 bids.

fosse verificado diretamente na cotação de suas ações. Tais agentes buscariam grupos de investidores institucionais em condições de promover a necessária alocação de recursos de modo a promover a aquisição de parcela relevante da referida empresa, a partir de um plano claro de recuperação e reposicionamento, desenvolvido e proposto pelo agente estruturador. Uma vez adquirida a empresa, entraria em cena a equipe de gestão, responsável por promover o *turnaround* na empresa e materializando a efetiva virada nos indicadores de lucratividade do empreendimento.

O novo corpo de administração, diferentemente das empresas tradicionais de capital aberto, seria induzido e motivado a capturar a maior lucratividade, sendo recompensado diretamente ao alcançar esse objetivo central. Diretores e gerentes teriam sua remuneração total e bonificações vinculadas diretamente a esse indicador. Enquanto isso, tanto o banco de investimentos quanto os investidores institucionais, seriam recompensados pela rápida mudança observada nos padrões de distribuição de dividendos e valorização no preço das ações dessa companhia.

Quanto aos benefícios observados pelas mudanças na gestão das empresas, são relevantes os aspectos relativos à diminuição do patrimônio líquido, de modo a permitir que um único grupo consiga deter a propriedade de um complexo empresarial, sem imobilizar volumes muito expressivos de investimentos. Além disso, as regras de administração impostas pelos bancos de investimentos aos administradores das empresas endividadas limitariam desvios e ineficiência na alocação de recursos, fortalecendo a perspectiva de rentabilidade para seus novos proprietários¹³.

Finalmente, as constatações a respeito da manutenção do recolhimento de tributos em patamares elevados, a manutenção dos empregos e a manutenção dos investimentos em pesquisa e desenvolvimento¹⁴ legitimariam tais decisões, configurando uma realidade empresarial efetivamente mais eficiente e positiva para toda a sociedade.

A contribuição de Jensen ao desenvolvimento do capitalismo contemporâneo, numa dinâmica em que os mercados financeiros passam a estabelecer fortes vínculos com as atividades produtivas, definindo padrões de rentabilidade e modelos de administração dos negócios, numa aparente evolução em relação ao padrão anterior, em que operavam exclusivamente nas esferas de financiamento das operações, indica inequívocos efeitos sobre

¹³ LBO's criam grandes ganhos para acionistas. Após 2,7 anos o valor de venda da empresa aumenta em torno de 230% contra 40 ou 50% nas empresas públicas em geral.

¹⁴ A leitura mais detalhada do texto traz indicações de haver queda nos indicadores de investimentos em P&D, mas um dos autores indicados por Jensen constrói uma análise a partir de recorte específico de setores menos dinâmicos, de modo a direcionar a constatação em situação de aderência com os objetivos de Jensen

os padrões de articulação das atividades fabris, com impactos diretos sobre mercados de trabalho e dinâmicas de encadeamento da produção.

Harvey (2013) comenta, a respeito dos impactos sobre o mercado de trabalho, que a redução dos níveis salariais verificado nos países centrais foi um evento inequívoco, com destaque para os Estados Unidos. Argumenta ainda, que os padrões de consumo naquele país foram garantidos graças a um agressivo plano de endividamento das populações trabalhadoras, cujos impactos negativos foram verificados em maior profundidade a partir de 2008 e lança dúvidas sobre qual será a estratégia utilizada para retomar os padrões de gastos das famílias americanas, de modo a recuperar o dinamismo econômico daquela sociedade.

O próximo parágrafo será desenvolvido de modo a descrever como a produção acadêmica americana trabalhou no sentido de legitimar a profunda mudança defendida por Jensen.

Fox e a trajetória dos acadêmicos americanos na construção da legitimidade da dinâmica financeirizada

Das dúvidas a respeito da viabilidade das empresas de capital aberto à realidade das empresas LBO. Uma breve retrospectiva

A preocupação a respeito da viabilidade das empresas de capital aberto motivou intensos debates ao longo da história do pensamento econômico. Em 1776, Adam Smith já suscitava discussões a respeito do assunto, tendo em conta o conflito de interesse permanente entre o bloco de propriedade e as equipes responsáveis pela administração do empreendimento.

As crescentes necessidades originadas em decorrência dos incrementos consecutivos de escala gerados pela revolução industrial, geraram impacto direto na dimensão das empresas, que passaram a demandar crescentes volumes de capital, só possível de viabilizar a partir da organização das companhias sob a forma de sociedades por ações, encerrando dessa forma a discussão a respeito da viabilidade dessa natureza de empresa.

O capitalismo industrial persistiu e, ao longo dos anos 1920, as empresas de capital aberto passaram à condição de alvo de estudo dos acadêmicos, principalmente quanto aos aspectos relativos à separação entre propriedade e controle, momento em que um incômodo diagnóstico foi estabelecido: essa classe de empresa muito dispersa, com diretores e advogados trabalhando e se articulando em torno de seus próprios objetivos impactariam de modo negativo essa modalidade de companhia, de modo a penalizar o principal interessado no sucesso desses empreendimentos: o pequeno acionista, na visão dos acadêmicos os principais agentes de toda a dinâmica, uma vez que assumiam a posição de risco, ao alocar suas economias nessas empresas, a partir das perspectivas de retorno já indicadas por Hobson.

Os acadêmicos passaram a destacar a sua percepção de que os interesses dos acionistas estariam sistematicamente sendo colocados num plano de menor importância na dinâmica das empresas, em detrimento dos interesses dos dirigentes.

Nessa fase tem início as primeiras publicações dos chamados ativistas acadêmicos, dentre os quais Berle e Means são representantes de destaque¹⁵. A produção desses autores partia do princípio de que a somente a concorrência isolada não teria condições de submeter as gigantes de capital aberto, de modo a transformá-las em empresas de destacada geração de resultados aos seus acionistas. A necessidade de haver uma espécie de **tecnocracia neutra** seria evidente, apesar de o *New Deal*¹⁶ não representar o momento mais propício a tais iniciativas. Apesar disso, a implantação da SEC e de algumas leis que passaram a reger o mercado mobiliário passaram a incorporar a essência do que defendiam esses autores, que identificavam no *New Deal* um imenso gerador de ineficiências, ao induzir e forçar as empresas a aceitarem o envolvimento do governo e aceitarem assumir as responsabilidades pelo bem-estar de seus empregados, assumindo parte relevante do custeio dos fundos de pensão e uma série de outros benefícios concedidos aos trabalhadores das empresas americanas à época.

Em continuação à produção iniciada por Berle e Means, Director defendia a ideia de que o modelo implantado com o *New Deal* fragilizaria de modo irreversível as bases do livre mercado¹⁷. O trabalho de Friedman reforçaria tal perspectiva, ao argumentar que a única e maior responsabilidade social¹⁸ dos empresários, seu maior compromisso, deveria estar vinculado à geração de lucros alocados em atividades que viabilizassem novos ciclos de acumulação, devidamente inseridos nas regras de livre concorrência. Quaisquer iniciativas mais

¹⁵ Berle e Means defendem que a “concorrência não poderia manter grandes empresas *na linha*. Desse modo, a solução seria transformar o controle das empresas de capital aberto numa tecnocracia neutra, equilibrando interesses. Tal proposição ficaria muito vaga para a época. Além disso, o momento vivido pela sociedade americana, a partir *New Deal* não era propício para tal modalidade de iniciativa. De qualquer modo, a SEC e as leis que regem o mercado mobiliário americano incorporam “espírito” Berle e Means”.

¹⁶ Na visão dos autores, o *New Deal* operaria como um fator relevante gerador de ineficiência, ao exigir que as empresas aceitassem o envolvimento do governo e responsabilidades pelo bem-estar dos empregados, com planos de pensão e seguro-saúde generosos, incompatíveis com os propósitos de uma empresa inserida no padrão de acumulação capitalista.

¹⁷ Director argumenta que o modelo de bem-estar social poderia fragilizar as bases do livre mercado. Todos os seus argumentos eram construídos na defesa do livre mercado e pró queda de regulamentação, que entendia ser artificialidades a enfraquecer as empresas americanas, de modo a comprometerem em termos absolutos seu desempenho.

¹⁸ Friedman – acreditava que a única responsabilidade social dos empresários seria a geração de lucros alocados em atividades que viabilizassem novos ciclos de lucro, dentro das regras de competição livre. Desse modo, qualquer ideal mais nobre ou superior solaparia as bases da sociedade livre.

nobres, empreendidas em sentido divergente do apontado pelo autor, obrigatoriamente solaparia as bases da sociedade livre.

Desde o início da década de 1970, Jensen passa a promover um intenso trabalho de ativismo, resgatando a produção de Berle e Means e desenvolvendo uma série de argumentos no sentido de tornar as empresas mais vinculadas ao que classificou de “**A responsabilidade antissocial da empresa**”, decorrente da constatação de que o único compromisso das empresas era o de, majoritariamente, gerar resultados aos seus acionistas. Outra contribuição relevante ao trabalho de ativismo foi a reafirmação do autor, a respeito de sua percepção de que a concorrência, isoladamente, não teria condições de garantir o resultado desejado para as empresas e seus acionistas. Os dirigentes das empresas teriam outras razões e compromissos (já descritos no capítulo anterior), que Jensen classificou como “custos de agência”.

Ainda no início dos anos 1970, Jensen produziu e publicou no *Wall Street Journal* um artigo histórico, que marcou definitivamente o contexto empresarial norte americano, além de confirmar inquestionavelmente sua posição acadêmica. Nesse trabalho, afirmava que o dinamizador do mercado não seria o lucro ou sua expectativa. Quem exerceria função determinante nesse sentido seria a geração de fluxo de caixa das empresas sistematicamente acima das demandas por novos investimentos.

De tal afirmação seria possível assumir algumas premissas bastante arrojadas, dentre as quais a de que os processos de aquisição de empresas a partir de elevado nível de endividamento assumiu posição de destaque. A proposição de Jensen era a de que os processos de alavancagem garantiriam maior nível de desempenho por parte dos diretores, de modo a viabilizar naturalmente a defesa dos interesses dos acionistas minoritários. Dois anos após a publicação do referido artigo, um projeto histórico ficou registrado no universo de negócios norte americano. Na operação, a empresa *International Nickel*, apoiada pelo banco de investimentos *Morgan Stanley*, adquiriu o controle de uma fabricante de baterias, por US\$ 224 milhões, seguindo os preceitos presentes nas dinâmicas de compras alavancadas¹⁹.

Ao longo de todos os anos 1970 uma série de experimentos e inovações empresariais foi empreendida, envolvendo o conceito de alavancagem de empresas subavaliadas, para posterior potencialização de resultados dessas companhias. Milken foi um dos autores a defender a teoria de que títulos mal avaliados de empresas poderiam gerar ganhos substancialmente superiores, de modo a motivar a iniciativa de Drexel, que em 1977, subscreveu debêntures com baixa avaliação de crédito, mas com elevada remuneração, de modo a gerar as condições necessárias à compra de empresas a partir dos recursos gerados a partir dessa modalidade de

¹⁹ A constatação de que o conceito dos mercados eficientes já haviam definitivamente se incorporado às dinâmicas empresariais também remonta a essa época.

alavancagem, em que não se usa os recursos captados diretamente na empresa que se endivida, mas sim de modo a promover a compra de novas empresas, ativos produtivos, ou participação relevante nas mesmas, a partir desses recursos.

Ainda que estratégias dessa natureza pudessem apresentar risco de propagação de problemas sistêmicos, essa natureza de operação tornou-se recorrente no mercado americano, o que suscitou a preocupação do presidente Ronald Reagan, que expôs o assunto em público, sendo tranquilizado, pelo secretário do Tesouro americano à época, o ex-banqueiro do *Merrill Lynch*, Donald Regan, que afirmou taxativamente tratar-se de um processo desejável, uma vez que tais ações eram inquestionavelmente positivas, por conta de apoiar a sociedade a administrar as empresas de capital aberto ainda muito dispersas, à época.

Esse processo de revolução na estrutura dinâmica das empresas americanas promoveu profundo mal-estar entre os dirigentes empresariais representantes do padrão anterior, que se mobilizaram no sentido de promover um contra-ataque, destacando que os processos de aquisições e fusões de empresas estariam paralisando as empresas americanas, ameaçadas diante da nova realidade imposta pelo avanço recorrente das corporações japonesas e alemãs. Jensen, por sua vez, afirmava que tal movimento de consolidação e alavancagem, com centralização de controle acionário, fortaleceria os conglomerados americanos, deixando as empresas daquele país mais fortes e competitivas, aptas a enfrentarem o desafio imposto pela competição direta com alemães e japoneses.

A argumentação central do autor era a de que os dirigentes das empresas de capital aberto não precisariam de indicadores sofisticados, tampouco seria adequado pensar em objetivos estratégicos mirabolantes. A finalidade principal dessas empresas era a garantia e o compromisso de trabalharem de modo a garantirem o maior nível possível de benefício econômico a seus acionistas, materializado claramente a partir do indicador de geração livre de caixa, no conceito contábil²⁰. Todos os demais objetivos e aspirações deveriam estar submetidos a esse, caso a empresa quisesse lograr êxito nas arenas competitivas em que estivesse inserida.

Quanto à expansão da dinâmica desenvolvida por Jensen nas escolas de administração americanas, parece haver elementos a indicar que tal processo ocorreu de modo gradual e contínuo, mas abrangeu todas as escolas relevantes daquele país, sendo suas ideias primeiramente absorvidas nas escolas de Chicago e no MIT e, finalmente, por Harvard, que havia adotado postura mais reticente ao seu trabalho, num primeiro instante, somente se convertendo às suas teorias quando Derek Bok assumiu a direção da instituição e contratou

²⁰ O conceito mais amplamente utilizado para avaliar tal indicador é o chamado lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização, o LAJIDA.

Jensen para ministrar suas aulas. A partir desse momento, sua produção alcançou patamares ainda mais efetivos de impacto e alcance.

Nesse período, suas formulações se tornaram ainda mais diretas e incisivas a respeito de como o mercado deveria se desenvolver. A seguir, o serão destacadas algumas de suas análises mais célebres:

- Em 1985, declarou que o chamado mercado de aquisições seria responsável por criar um mecanismo **“singular, poderoso e impessoal”** para realizar grandes **“reestruturações e realocações de ativos”**, exigidas pelas novas tecnologias e preferências do consumidor.

- Em 1986, Jensen afirmava que os **“diretores de empresa de capital aberto conviviam com um problema: investem em excesso e constroem empresas maiores que o necessário, ao entenderem que grandes estruturas estão correlacionadas a grandes salários”**.

Ao longo de todo o processo de elaboração da produção de Jensen, parece haver indicações suficientes que permitem afirmar a convergência entre as suas teorias e a aceitação dos mercados eficientes, de modo a reconfigurar o contexto empresarial americano para posterior operação em escala global.

Esse aspecto é crucial, uma vez que os mercados financeiros indicam ter assumido a condição de protagonismo nessa dinâmica e passam a determinar as decisões de investimento envolvendo todos os agentes participantes da atual dinâmica dos mercados produtivos e fictícios, de modo a fazer com que os *stakeholders*, principalmente os dirigentes de empresas e fundos de investimentos, atuem na mesma direção e em perfeito alinhamento, sem discussões ou divergências a respeito de qual é a melhor estratégia a seguir.

Questões relativas à qualidade dos empregos e à necessidade de desenvolver estratégias que possam garantir resultados sustentáveis e de longo prazo, parecem ocupar espaço de menos relevância na agenda desses agentes, bem como questões relativas à fragilização dos mercados de trabalho e à instabilidade de toda a dinâmica de acumulação contemporânea. Essas questões serão comentadas no próximo capítulo do texto, dedicado às análises e discussões finais a respeito das contribuições dos autores.

Comentários finais

A constatação de Hobson, a respeito do sistema capitalista não conseguir absorver a totalidade dos excedentes gerados em suas etapas de reprodução, demandando outras esferas de multiplicação, parece ter alcançado um limite muito superior ao imaginável, dado que a

sociedade contemporânea parece ter transformado todas as atividades possíveis em mercados, crescentemente dominados pelos financistas.

Os impactos dessa nova realidade não indicam algo muito favorável para a Sociedade, como um todo, dados os seus efeitos concentradores e os altos níveis de exclusão de parcelas crescentes da população espoliada sistematicamente pelo sistema de acumulação vigente que se impõe de forma inequívoca e abrangente.

As observações de Hobson indicam ser tão ou mais atuais em nossa realidade, a diferenciação relevante refere-se ao fato de, no contexto atual, os financistas parecem ter conseguido capturar a ponta produtiva da sociedade, além dos pequenos e dispersos investidores.

A realidade de mercado parece operar no sentido de indicar a manutenção e ampliação dos *gap*'s sociais como uma incômoda necessidade para a sobrevivência e o fortalecimento do padrão de acumulação capitalista, se sobrepondo às demandas de grande parte dos habitantes por moradia, alimentação e saúde, não sensibilizando os agentes dominantes, responsáveis por manter o ritmo e a direção do padrão atual.

Tal padrão indica ser uma tendência dominante, que não apresenta sinais de reversão, ainda que suscite um sem-número de debates e discussões a respeito das mazelas sociais a que estão sujeitas massas crescentes da população. Nesse sentido, caberia questionar o papel e a legitimidade dos investidores institucionais, agentes centrais no modelo vigente, defendido por Jensen, que parece inequivocamente guardar significativos benefícios para os novos rentistas ativistas. Se esses agentes, em grande medida, são a materialização da poupança disciplinada dos trabalhadores, acumulada desde o início do padrão de Bretton Woods, com o surgimento dos fundos de pensão, seria adequado questionar qual o futuro desses agentes, uma vez que a deterioração das condições de trabalho no contexto atual, deverá acabar com parte significativa dos benefícios concedidos aos trabalhadores.

Dessa forma, o fluxo de recursos para viabilizar o padrão atual de acumulação tenderia a ser interrompido, limitando parte considerável do padrão vigente de acumulação de riqueza financeirizado, a partir do qual o modelo propagado por Jensen pôde crescer consideravelmente, se estabelecendo como a lógica dominante e hegemônica.

Ainda a respeito do padrão hegemônico financeirizado, o questionamento a respeito dos objetivos dos investidores institucionais parece ser aplicável. Uma vez que parte significativa dos fundos de pensão foi concebida para garantir complementação de rendas na fase pós-laboral dos seus trabalhadores, qual o sentido em buscar rentabilidades crescentes, à custa do comprometimento dos postos de trabalho dos trabalhadores atuais e da crescente exposição a riscos de toda a sociedade.

Faria sentido imaginar algum padrão que estipulasse teto à rentabilidade dos fundos ou avaliar algum modelo alternativo que pudesse ser proposto de modo a fazer com que o padrão de rentabilidades superiores fosse substituído por alguma modalidade de ganho mais consistente com padrões de longo prazo, de modo a reduzir a pressão exercida sobre os agentes produtivos inseridos no mundo real?

Jensen é incansável ao comentar sobre os benefícios promovidos pelo novo modelo empresarial, ao conseguir limitar e restringir os graus de liberdade dos dirigentes, evitando situações de crise ocasionadas por eventos de fraude ou desvios contábeis, além de limitar as alocações menos eficientes, favorecendo inequivocamente a geração de rentabilidades aos investidores. Se tal aspecto efetivamente é algo efetivo na dinâmica empresarial atual, seria adequado questionar a razão do número crescente de escândalos contábeis divulgados no frequentemente, sempre relacionados com a crescente demanda por promover ampliação nos resultados das companhias, além de um sem-número de fraudes envolvendo os dirigentes das empresas, muitas vezes reconhecidas pelos seus altos padrões de governança, suscitando discussões a respeito da urgência de se estabelecer novos limites à ação dos dirigentes, como se fosse essa a razão principal dos conflitos de interesse surgidos nas empresas.

Finalmente, cabe questionar a legitimidade conquistada pelo padrão vigente, em nome do qual investidores, empresas, sociedade e estados soberanos se submetem incondicionalmente, em troca da perspectiva de inserção na dinâmica produtiva globalizada e financeirizada. Seria adequado questionar a possibilidade de avaliar meios a partir dos quais fosse possível romper com o padrão vigente ou, ao menos, estabelecer limites mínimos, a partir dos quais não seria aceitável a inserção nos mercados?

A bibliografia utilizada para desenvolver esse texto, parece constatar que o chamado ativismo acadêmico surgiu sob o argumento de organizar o mercado, de modo a fazer valer os interesses dos acionistas minoritários, agentes que exerciam papel central na dinamização do sistema produtivo que, sem aparente relevância na hierarquia de decisões, sistematicamente ficavam à mercê dos dirigentes empresariais.

Na etapa atual, do chamado rentismo institucionalizado, os investidores se organizaram, mas permanece a impressão de não ocuparem posição central, agora assumida pelos bancos de investimento e gestores profissionais de recursos, responsáveis por articular e comandar os processos de alocação de riqueza na etapa atual do capitalismo, com alcance ainda mais amplo, pois diferentemente do cenário descrito por Hobson, esses agentes agora capturam os meios de produção, a sociedade e os estados nacionais, que crescentemente passam a se sujeitar às demandas desses gestores de riqueza financeira.

As observações de Hobson, a partir da paisagem do final do século XIX e início do XX, a respeito da natureza e característica do capitalismo parecem tão ou mais atuais, pois na sua

fase financeira é marcado pela necessidade recorrente de reprodução em circuitos fictícios. A partir de tal constatação, vale questionar de modo mais direto qual seria a real viabilidade de introduzir limites ou regulações de modo a evitar exposições excessivas, cujo ápice são as repetidas crises, observadas desde o fim de Bretton Woods.

O comentário final a respeito do processo dinâmico que envolve o capitalismo contemporâneo, diz respeito ao nível de brutalização que a etapa atual alcançou e à submissão da população trabalhadora às imposições do mercado. Ainda que seja ilegítimo e questionável, os interesses do capital continuam se sobrepondo de modo a fazer valer seus interesses e valores.

Referências bibliográficas

- BELLUZZO, L. G. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”.
Revista Economia e Sociedade. 1995.
- BRAGA, J.C. (1996). Economia Política da Dinâmica Capitalista (observações para uma proposta de organização teórica). Revista Estudos Econômicos, São Paulo, n. especial, v. 26
- CHESNAIS, F. (2005). “O Capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos”. In Chesnais, F. (org.) A Finança Mundializada. São Paulo: Boitempo Editorial.
- ENGELS, F. As grandes cidades, em *A situação da classe trabalhadora na Inglaterra*. São Paulo: Boitempo, 2008.
- FOX, M. Michael Jensen muda de ideia sobre as Sociedades Anônimas, em A Ascensão dos mercados racionais.
- FOX, M. Michael Jensen consegue fazer com que as empresas obedeçam aos mercados, em A conquista de Wall Street.
- HARVEY, D. *Limites do Capital*. São Paulo: Boitempo, 2013.
- HOBSON, J. A. A Evolução do capitalismo moderno - Um estudo da produção mecanizada. Editora Nova Cultural, São Paulo, 1996.
- JENSEN, M. (1998) O eclipse do grupo empresarial de capital aberto. In Montgomery, C. e Porter, M.(orgs.) Estratégia. Rio de Janeiro, Campus.
- TAVARES, M. C. e BELLUZZO, L.G. (1980) Capital Financeiro e Empresa Multinacional. Revista Temas, n. 9.