

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE DOUTORADO

O CAPITAL FINANCEIRO NA ECONOMIA CONTEMPORÂNEA

Uma revisão teórica e histórica de seu papel no
desenvolvimento recente dos Estados Unidos

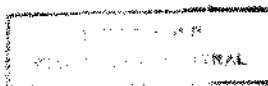
Nelson Prado Alves Pinto n.º 658 / CM000310126 (inst. 2930) 30
5100021919 3658p (A)

Este exemplar corresponde ao original da
tese defendida por Nelson Prado Alves Pinto
em 19/05/94 e orientada pelo Prof. Dr. Tamás
József Mátyás Károly Szmrecsányi.
CPG/IE, 19/05/94



Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Doutorado
em Economia do Instituto de Economia da Universidade
Estadual de Campinas, como requisito parcial para obtenção
do grau de Doutor em Economia, sob a orientação do Prof.
Dr. Tamás Szmrecsányi

ABRIL DE 1994



SUMÁRIO

Apresentação	1
I. Sobre o Carater do Capitalismo Contemporâneo	5
1.1 A Empresa Moderna	9
1.2 O Capitalista Atual	16
II. A Construção Teórica do Capital Financeiro	31
2.1 Critérios de Periodização e o Setor Financeiro	32
2.2 A Noção de Capital e o Capital Fictício	41
2.3 O Processo de Centralização do Capital	48
2.4 A Riqueza e a Gestão da Propriedade	52
2.5 Capital Bancário e Capital Industrial	61
2.6 O Crédito e o Capital Financeiro	71
III. Alguns Desdobramentos Teóricos não-marxistas	84
3.1 O Capital Financeiro e a "Moderna Sociedade por Ações" de Berle e Means	84
3.2 Outras Perspectivas não-marxistas	93
IV. O Desenvolvimento Histórico do Capital Financeiro nos EUA (1840-1970)	109
4.1 O desenvolvimento inicial: 1840-1904	111
1. A Sociedade por ações	111
2. A Riqueza Privada	121
3. As Instituições Legais	126
4.2 A evolução subsequente: 1904-1970	134
1. A Sociedade por ações	134
2. A Riqueza Privada	146
3. As Instituições Legais	153
Conclusões Principais	161
Bibliografia Citada	163

INDICE DOS QUADROS

1. Quociente de Intermediação Financeira nos EUA de 1800 a 1922	120
2. Participação Individual e Familiar na Riqueza dos EUA, 1810-1900	124
3. Participação percentual do valor da produção segundo a forma de organização empresarial no Setor Industrial, 1900-1982	137
4. Distribuição da Riqueza Nacional Norte-Americana, 1953-1969	148
5. Quociente de Intermediação Financeira nos EUA de 1929 a 1949	152

APRESENTAÇÃO

Como frequentemente ocorre com trabalhos cuja elaboração se estende por um prazo relativamente longo, o presente estudo teve como ponto de partida um conjunto de indagações aparentemente restrito e bem delineado que foi gradualmente se transformando em questões cada vez mais complexas e mais abrangentes. A sua motivação original se vinculava à tentativa de compreender alguns dos aspectos que determinam as relações entre o setor bancário (ou financeiro, na linguagem corrente) e as atividades produtivas. Alguma experiência profissional no trato das questões bancárias aliada a uma base teórica particularmente influenciada pelas contribuições de Rudolf Hilferding¹ davam suporte a esse projeto. Sua execução, no entanto, rapidamente esbarrou em várias lacunas conceituais, na artificialidade dos modelos mais difundidos e nas inúmeras controvérsias que dominam a teoria econômica que trata desta temática. Tornou-se impossível avançar numa discussão sobre as relações entre empresas bancárias e industriais sem que preliminarmente se pudesse contar, por exemplo, com uma definição razoavelmente realista de "empresa" ou de "firma". E este era apenas um dos diversos obstáculos conceituais com que se defrontou o projeto original. Em razão disso, foi preciso recuar e examinar com mais cuidado os motivos pelos quais o instrumental teórico disponível parecia tão distante da realidade econômica atual.

Nesse movimento de marcha para trás foi possível identificar algumas das características mais importantes da evolução recente do capitalismo avançado - com ênfase mais particular no caso norte-americano - as quais pareceram conflitantes ou, pelo menos, ausentes das principais formulações teóricas em que se procurou apoio. A sistematização desses traços distintivos sugeriu a necessidade de adotar uma noção de periodização do capitalismo que enfatizasse tais modificações. Nesse ponto do trabalho, a questão da relação entre os bancos e os setores produtivos já estava completamente subsumida na preocupação mais ampla que dizia respeito aos desdobramentos históricos que pareciam minar a consistência e o realismo das concepções teóricas dominantes.

¹ Faço menção ao trabalho mais conhecido desse autor, Das Finanzkapital. Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus, 1910; que será referido deravante a partir do título principal de sua tradução inglesa, Finance Capital: A study of the latest phase of capitalist development, Londres, Routledge & Kegan Paul Ltd, 1981.

Convém destacar que nesse processo de contraposição entre a economia contemporânea e a sua representação teórica não se pretendeu - nem mesmo indiretamente - reconstruir o significado geral das contribuições de cada um dos estudiosos a quem se recorreu. Tratou-se apenas de buscar nos seus principais trabalhos aquelas formulações que se entenderam adequadas para compreender as transformações que tornaram inconsistentes, ou que enfraqueceram, o poder explicativo das teorias dominantes. O eixo dessa análise contemplou menos a evolução do pensamento econômico do que a sua utilização como instrumento para uma melhor compreensão da natureza do capitalismo atual. O recurso a concepções pré-existentes, de resto imprescindível, pautou-se por uma postura quase anti-histórica na medida em que enfatizou a sua relevância segundo as exigências teóricas de hoje, e não conforme as da época em que foram originalmente desenvolvidas. Foi exatamente por essa razão que se recorreu tão extensamente à contribuição marxista. Esta opção não decorreu de uma decisão *ex ante*, como poderia parecer à primeira vista, mas do objetivo de compreender uma realidade que muitos teóricos insistem em definir como "parcialmente" capitalista ou como tipicamente atemporal².

O resultado dessa "volta" à teoria foi a conclusão de que a relação que se havia pretendido examinar - finança/produção - somente se torna compreensível quando mediada ou qualificada pelas transformações históricas que marcaram o capitalismo da virada do século. Trata-se na verdade de uma constatação bastante difundida e aceita por diversos autores das mais variadas formações teóricas, embora a maioria deles tivesse destacado elementos diferentes daqueles que me pareceram mais relevantes para o tema em questão. Essas considerações sugeriram a conveniência de se abordar o estudo proposto sob três enfoques distintos, porém convergentes e mutuamente reforçadores em seus pontos de chegada.

O primeiro diz respeito aos traços mais visíveis do capitalismo que se está analisando. Não se trata de uma economia em que pontificam os pequenos proprietários ou mesmo os *capitães de indústria* do século XIX. As relações que se pretende compreender estão inseridas num mundo que gravita em torno da *Wall Street* e do *Chicago Board of Trade*. Estes são os aspectos destacados no primeiro capítulo [*Sobre o Caráter do Capitalismo Contemporâneo*].

A segunda dimensão refere-se aos subsídios teóricos considerados mais adequados para interpretar essa realidade naquilo que diz respeito à relação finança-produção, aqui denominada de capitalismo financeiro. É evidente que não há qualquer originalidade nessa denominação; afinal, o principal livro de Hilferding traz o mesmo título. É provável, no entanto, que o resgate, não apenas do título, mas principalmente do conteúdo desse estudo tenha seguido um percurso pouco utilizado pelos seus intérpretes mais conhecidos. Deve-se, no entanto, insistir mais uma

² Refiro-me aqui especificamente à concepção de *capitalismo gerencial*, e à atemporalidade da noção de *capitalismo* para a Escola Neoclássica, as quais serão abordadas nos capítulos subsequentes.

vez no fato de que o critério que norteou essa seleção interpretativa esteve menos preocupado em reproduzir o pensamento do Autor do que com poder explicativo das suas sugestões. Neste sentido, a construção teórica que se julga instrumental para a compreensão da realidade descrita no primeiro capítulo, não pode prescindir das contribuições de outros autores, mais ou menos abrangentes do que a do próprio Hilferding. Todas essas considerações são apresentadas nos Capítulos Segundo [*A Construção Teórica do Capital Financeiro*] e Terceiro [*Alguns Desdobramentos Teóricos não-marxistas*].

O terceiro e último enfoque constitui um sumário do trajeto histórico que, no caso dos EUA, culminou numa economia que passou a se pautar fundamentalmente pelas oscilações das bolsas de valores. Esta síntese se baseia, como não poderia deixar de ser, na evolução temporal dos elementos selecionados pela concepção teórica desenvolvida na abordagem anterior. Um dos seus objetivos primordiais foi o de afastar a concepção sequencial ou "etapista" tão comum nos estudos que sugerem algum critério de periodização histórica. Procurou-se eliminar qualquer resquício desse tipo de abordagem esperando ter demonstrado satisfatoriamente que os elementos desencadeadores do capitalismo financeiro - na acepção proposta no Segundo e no Terceiro capítulos - são resultantes das condições históricas de cada país ou região, sem qualquer caráter de inexorabilidade estrutural. Este assunto é analisado no Capítulo Quarto [*O Desenvolvimento Histórico do Capital Financeiro nos EUA*].

O material bibliográfico utilizado no Primeiro Capítulo [*Sobre o Caráter do Capitalismo Contemporâneo*] resultou de uma seleção que teve na *Business Week International* o seu eixo principal. Outras fontes alternativas como o *Wall Street Journal*, *Forbes*, *Fortune* e *The Economist* foram esporadicamente consultadas mas sem o caráter detalhado e sistemático com que se acompanhou o *BWI* ao longo dos últimos seis anos. Essa escolha não foi aleatória e decorreu das características editoriais dessa Revista que a par de refletirem uma coincidência absoluta com os interesses do mundo de negócios apresentam uma regularidade notável no acompanhamento dos principais indivíduos e das empresas do capitalismo norte-americano.

Os Segundo e Terceiro Capítulos [*A Construção Teórica do Capital Financeiro e Alguns Desdobramentos Teóricos não-marxistas*] se apoiaram, fundamentalmente, nas obras originais dos autores analisados, cuidando de evitar, na medida do possível, os eventuais problemas de tradução. Para a elaboração do Quarto Capítulo [*O Desenvolvimento Histórico do Capital Financeiro nos EUA, 1840-1970*] foi possível contar com uma Bolsa de Pesquisa da Fundação Fulbright que patrocinou um estágio de seis meses junto ao Departamento de Economia da Universidade de Wisconsin-Madison nos EUA, permitindo um contacto aprofundado com as contribuições mais recentes da historiografia daquele País. A despeito das inevitáveis controvérsias que cercam qualquer interpretação histórica procurou-se recorrer aos autores cuja aceitação fosse a mais ampla possível. Assim, nomes como os de A.Chandler, T.Cochran, R.Gallman, J.W.Hurst, N.Lamoreaux, R.Lampman, T.Navin, M.Sears, H.Scheiber, R.Sobel, e

L.Soltow, entre outros, foram selecionados em função da sua destacada reputação nas respectivas áreas de especialização com o objetivo de embasar um texto que não poderia pretender qualquer originalidade.

Para finalizar, deve-se admitir que esta tentativa de apresentar uma construção teórica fragmentada em três ângulos traz algumas dificuldades expositivas e pode provocar uma certa impaciência na medida em que exclui a possibilidade de avaliar os eventuais méritos de cada uma de suas seções de maneira independente. Como atenuante para esse incômodo pode-se apontar para o caráter compacto do texto aqui apresentado e para a tentativa de mantê-lo constantemente referido ao seu eixo central: o desenvolvimento do capital financeiro.

CAPÍTULO I

Sobre o Caráter do Capitalismo Contemporâneo

Ressaltar o caráter financeiro do capitalismo norte-americano atual pode soar como mera reafirmação de um lugar comum amplamente divulgado nos meios acadêmicos e jornalísticos. Esse aparente consenso, no entanto, encobre uma profunda desarticulação entre os vários níveis em que esse fenômeno é analisado. Tanto a abrangência do termo - financeiro¹ - quanto o elevado grau de irrealismo da teoria econômica dominante acabaram por se combinar num volumoso conjunto de estudos empíricos com um poder explicativo extremamente reduzido. Vale dizer que enquanto a imprensa especializada descreve um dia-a-dia em que as bolsas de valores e os movimentos de recursos líquidos constituem os principais motores dessa dinâmica econômica, a representação teórica desses mesmos processos tende a tratar o capitalismo contemporâneo como um desdobramento indiferenciado da Revolução Industrial dos séculos XVIII e XIX².

Tomando ao acaso qualquer livro-texto de Teoria Microeconômica, pode-se constatar que a "firma" capitalista está definida aí como um agregado de recursos produtivos combinados

¹ Para destacar apenas algumas das atividades menos óbvias, pode-se lembrar que tanto o fazendeiro do Meio Oeste norte-americano que vende a sua safra de trigo no mercado futuro da *Chicago Board of Trade* (CBOT) quanto o consumidor que adquire uma apólice de seguro para seu automóvel estão atuando no mercado financeiro.

² Cumpre enfatizar que o irrealismo que se atribui a teoria dominante - de inspiração Neoclássica - não decorre das transformações do capitalismo moderno mas apenas se agrava à medida em que cresce o domínio do capital financeiro, nos termos em que essa noção será definida mais adiante.

segundo a função maximizadora de lucros que lhe é imposta pelo mercado³. Por sua vez, as unidades financeiras (aqui incluindo as entidades bancárias e assemelhadas, as *holdings*, os fundos de investimento, etc.) e as financeiro-produtivas (empresas cujos ativos combinam ações e máquinas), quando chegam a merecer uma menção mais específica, são tratadas como simples intermediários passivos (a denominação já é significativa) de uma cadeia que interliga os agentes "reais", não-financeiros.

É bem verdade que, para a maior parte dos autores filiados à Escola Neoclássica⁴, o processo de evolução das firmas capitalistas é irrelevante, já que o mercado é o grande responsável pela alocação dos recursos produtivos, dos quais as empresas são simples depositárias passivas. Alguns poucos estudiosos cujas contribuições também se enquadram na chamada Teoria da Firma são mais realistas e reconhecem explicitamente a existência de um problema, embora prefiram deixá-lo a cargo de uma área de estudos indefinida. Assim, segundo G.C. Archibald:

*Na maior parte dos trabalhos sobre a teoria da firma assume-se, pelo menos implicitamente, que o agente cuja conduta é examinada é uma firma capitalista (que pode ou não ser uma sociedade por ações) engajada na atividade manufatureira, processadora ou talvez extrativa. Desta maneira o estudo dos intermediários financeiros, embora eles também sejam firmas, é convencionalmente relegado a algum outro setor de nossa disciplina.(...) Por conveniência e brevidade, embora não por convicção, eu aqui respeitarei essas convenções.*⁵

Ainda no universo dos autores menos ortodoxos - vale dizer, menos apegados ao irrealismo das abstrações neoclássicas - Edith T. Penrose se destaca por apontar o caráter

³ Pode-se citar, a título de um simples exemplo, a definição de empresa proposta por Leftwich no seu popular manual de Microeconomia, segundo a qual:

As empresas formam um grupo mais restrito, empenhado na compra e aluguel de recursos e na produção e venda de bens e serviços.

Leftwich, Richard H. The Price System and Resource Allocation 1955, 1960; tradução brasileira O Sistema de Preços e a Alocação de Recursos, São Paulo, Livraria Pioneira Editora, Edição Revista, 1972, pag.13

⁴ Refiro-me aqui, fundamentalmente, à tradição marginalista que se iniciou no último quartel do século XIX com Leon Walras, William Jevons e Carl Menger, foi desenvolvida por Wicksell, Böhm-Bawerk, Marshall, Pareto e Fisher e aperfeiçoada pelos seus inúmeros seguidores ao longo do século XX.

⁵ Archibald, G.C. The Theory of the Firm in The New Palgrave, A Dictionary of Economics, editado por John Eatwell, Murray Milgate e Peter Newman. Londres, The MacMillan Press Limited, 1987, pag. 357. O grifo é meu.

histórico-evolutivo do problema, embora também se exima de tratá-lo de maneira mais aprofundada. Ao contrastar as firmas industriais aos fundos de investimento, a autora afirma que:

Para ser mais específica, considere-se a diferença que geralmente se supõe existir entre uma firma industrial e um fundo de investimento financeiro. Um organiza a produção e o outro detem instrumentos financeiros. Mas a medida que uma firma industrial cresce e suas operações se tornam progressivamente mais descentralizadas, com as linhas de comando se tornando mais tênues, permitindo maior autonomia as suas partes constitutivas, não é possível que a firma adquira crescentemente as características de uma holding financeira, perca aquelas de uma firma industrial e finalmente se torne indistinguível de um fundo de investimentos? E se isso acontece, podemos estar seguros de que os princípios que governam o crescimento de uma firma industrial são igualmente aplicáveis a uma organização que se metamorfoseou essencialmente numa firma financeira?⁶

A sua resposta a essa última questão é um enfático não. E, como o objeto de seu estudo é o organismo industrial (produtivo) definido enquanto um conjunto de atividades interligadas por uma estrutura administrativa singular não há espaço para considerar sequer a empresa mista (financeiro-produtiva) e, muito menos, o fundo de investimento financeiro. Logo adiante, ao considerar a evolução das formas de organização dos recursos produtivos, Penrose sugere que:

Talvez numa época passada, anterior a predominância da sociedade por ações, a firma fosse razoavelmente identificável. As linhas de controle extensas e fugazes do mundo de negócios moderno, no entanto, tornam difícil decidir o que deve ser incluído no âmbito de uma firma. O empreendimento individual não-societário, a parceria de indivíduos e a pequena sociedade por ações sem subsidiárias não provocam, em geral, qualquer problema. As dificuldades são criadas pela grande sociedade por ações com muitas subsidiárias sobre as quais ela exerce algum grau de controle.⁷

⁶ Penrose, Edith T. The Theory of the Growth of the Firm Oxford, Basil Blackwell Publisher Ltd., Segunda Edição, 1980 (1959), pag.19

⁷ Idem, pag.20

Contrastando vivamente com esta distinção artificial entre o produtivo e o financeiro, a firma "jornalística" do mundo de negócios atual parece um valor etéreo que ora se materializa em títulos, ora em máquinas, e frequentemente em ambos, mas sempre com uma flexibilidade acentuada e sem qualquer compromisso direto com a produção de bens. Operações de fusão, aquisição ou desincorporação de unidades empresariais levadas a cabo por entidades financeiro-produtivas são cotidianamente responsáveis pela reorientação da produção e do comportamento dos agentes ditos "reais". Muitas vezes nesses processos, não há sequer a possibilidade de identificar com segurança o tipo de firma envolvida - se produtiva ou financeira.

Não me refiro, evidentemente, aos milhares de pequenos empreendimentos individuais que pouco frequentam o noticiário especializado, mas antes às grandes sociedades por ações que nos EUA são responsáveis pelo controle da maior parte da riqueza produtiva⁸.

Tentando evitar essa incompatibilidade entre a observação empírica e o modelo teórico, este primeiro capítulo pretende apresentar alguns dos traços relevantes da economia norte-americana contemporânea com o intuito de precisar o contexto no qual se insere o conceito de capital financeiro, a ser desenvolvido no capítulo subsequente, sobre *A construção teórica do capital financeiro*. O objetivo da presente sequência é o de conferir um sentido mais rigoroso à concepção de dominação financeira, delimitando a situação histórica que se pretende interpretar e, principalmente, os eventos concretos dos quais deriva esse instrumento analítico.

⁸ A elevada concentração industrial (*lato sensu*) da economia norte-americana pode ser confirmada por qualquer dos indicadores usualmente empregados neste tipo de análise. A título de exemplo pode-se destacar que, em 1984, das 272.037 sociedades por ações existentes no setor manufatureiro apenas 710 detinham 80,2% do total dos haveres empregados nessa atividade. No segmento de serviços 95 firmas de um total de 899.369 controlavam 28% dos ativos desse setor. Cf. DuBoff, Richard B. Accumulation & Power, An Economic History of the United States. Armonk, NY, M.E. Sharp, Inc., 1989, p.171

1.1 A EMPRESA MODERNA

Uma leitura ainda que superficial do noticiário empresarial/econômico norte-americano revela uma noção de firma que, como foi dito anteriormente, tem muito pouco compromisso com qualquer atividade produtiva específica. É bem verdade que o ideário popular - e algumas vezes acadêmico - ainda encontra refúgio numa possível associação imediata e duradoura entre a *General Motors* e a produção de automóveis, ou entre a *Coca-Cola* e os refrigerantes. Isso, no entanto, parece estar longe da mente daqueles que são responsáveis pela maior parte das aplicações da riqueza privada ou dos que tomam as principais decisões relativas à alocação dos recursos produtivos. A firma, nesse universo, é constituída por uma massa de valor cuja materialização é tão flexível quanto transitória. Tudo está sob constante reavaliação e a liquidez diferenciada dos seus ativos é integralmente traduzida em estimativas que levam em conta, não apenas a variação e a diversificação da produção, mas também a liquidação parcial ou total do empreendimento no caso da venda ou interrupção das suas eventuais atividades manufatureiras (aí incluindo o recurso à Lei de Falências). Neste sentido, não há, e nem pode haver, compromisso com a produção de bens ou de serviços, mas sim com o ritmo de valorização da riqueza privada. Não é este último aspecto, evidentemente, o que constitui o caráter distintivo do capitalismo moderno, mas antes a velocidade e a flexibilidade com que tais reavaliações são promovidas.

Um observador atento das transformações que se operavam já no primeiro têrço desse século, J.M. Keynes, resumia essa questão nos seguintes termos:

Todavia, as decisões de investir em negócios privados do tipo antigo eram, em grande parte, irrevogáveis não só para a comunidade em geral, como também para os indivíduos. Com a separação entre a propriedade e a gestão que prevalece atualmente e com o desenvolvimento de mercados financeiros organizados, surgiu um novo fator de grande importância que, às vezes, facilita o investimento, mas que, às vezes, contribui sobremaneira para agravar a instabilidade do sistema. Na ausência de bolsas de valores não há motivo para se procurar, com frequência, reavaliar os investimentos que fazemos. Mas a bolsa de valores reavalia, todos os dias, os investimentos e estas reavaliações proporcionam a oportunidade frequente a cada indivíduo (embora isto não ocorra para a comunidade como um todo) de rever suas aplicações. É como se um agricultor, tendo examinado seu barômetro após o café da manhã, pudesse

*decidir retirar seu capital da atividade agrícola entre as dez e as onze da manhã, para reconsiderar se deveria investi-lo mais tarde, durante a semana.*⁹

Essa passagem foi escrita em meados dos anos 1930 e os desdobramentos desse processo talvez possam ser melhor avaliados quando ilustrados com um relato jornalístico da trajetória empresarial de uma firma moderna, ou seja, quase cinquenta anos após as observações de Keynes.

Tome-se como exemplo - um tanto ao acaso - a notícia sobre a então iminente disputa pelo controle acionário da *TW Services*, anunciada em Outubro de 1988. Neste caso é importante iniciar a discussão pelo próprio título da companhia: o 'TW' tem origem na antiga *Trans World Airlines*, controlada pelo notório investidor, já falecido, Howard Hughes. Em 1964 a *Hughes Tool Co.* detinha 78% das ações da *TWA* que foram vendidas ao público em Maio de 1966¹⁰. Treze anos mais tarde, em 1979, fundava-se a *Transworld Corp.* como uma holding que englobava a *Trans World Airlines Inc.* e a *Hilton International Co.* (empresa hoteleira)¹¹. Quatro anos mais tarde, em 1983, em consequência de uma disputa com a *Odyssey Partners* pelo controle da sua administração, a *TWC* vendeu a companhia aérea (*TWA*) para seus próprios acionistas. Sofreu novo assédio em 1986 quando o preço de suas ações caiu a níveis muito reduzidos logo após a aquisição da *AMS (American Medical Services)*. Enfraquecida pela baixa cotação de seus papéis a *TWC* tornou-se presa fácil para os pescadores da "bacia das almas" (*bottom-fishing*). Por essa ocasião, um conhecido especialista neste tipo de operação, Ronald O. Perelman, adquiriu cerca de 15% das ações da *TWC*. Na tentativa de impedir a absorção e preservar a sua independência a companhia vendeu a participação na *Hilton International Co.*, reorganizando-se como *TW Services*. Nessa sua nova etapa, a partir de 1987, a *TW Services*, sob a direção de Frank L. Salizzoni, passou a concentrar-se no suprimento de serviços alimentares (restaurantes e fornecimento de refeições).

O fio condutor desse histórico atribulado é claramente constituído pela massa de valor subordinada a uma administração centralizada sem qualquer identificação com uma atividade produtiva, ou de prestação de serviços específica. A *Trans World Airlines, TWA*, esteve concordatária, abandonou as rotas internacionais e foi reduzida a uma posição secundária na feroz concorrência que vigora no mercado norte-americano (hoje em dia virtualmente dominado

⁹ Keynes, J.M. The General Theory of Employment, Interest and Money 1936; tradução brasileira A Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro Col. "Os Economistas", São Paulo, Abril Cultural, 1983, pag.111

¹⁰ Lerner, Robert J. Management Control and the Large Corporation Nova York, Dunellen, 1970, pag.85

¹¹ As informações que seguem foram extraídas do Business Week, International, Nova York, McGraw-Hill, Inc., 10 de Outubro de 1988, nr.3089-399, pag.32

pelas três grandes: *American, United e Delta*¹²). A *Hilton International* desfez-se dos seus hotéis internacionais (agora arrendados ou franqueados). Ou seja, não há qualquer vestígio palpável (aviões ou hotéis) entre os haveres da *TW Holdings* que pudesse lembrar a origem material desta acumulação capitalista. Disso não se pode concluir, no entanto, que as importâncias originalmente aplicadas na *Hughes Tool Co.* tenham se esvanecido. Aliás, os momentos críticos dos setores de transporte aéreo e de hotelaria deram-se numa etapa em que tais unidades já se haviam transferido para os seus novos proprietários. Na verdade, o valor total das ações da *TW Services* ascendia a 1,2 bilhão de dólares norte-americanos em 27 de Setembro de 1988, embora alguns analistas estimassem os seus ativos líquidos em cerca de 1,5 bilhão. Essa discrepância foi a causa provável do novo assédio de uma importante sociedade de investimento, *Conniston Partners*, que havia adquirido os 15% pertencente a R.O. Perelman.

Uma análise mais apressada poderia descartar tais metamorfoses como um mera especulação bursátil sem maiores reflexos sobre o universo produtivo. Ledo engano: a recomposição dos ativos da *TW Services* a partir de 1987¹³ teve um impacto considerável nas atividades de uma das maiores cadeias de restaurantes familiares do mercado norte-americano - a *Denny's Inc.* Tratava-se, em 1987, de um setor estagnado, pressionado por uma acentuada concorrência das redes de lanchonetes por um lado e pelos restaurantes mais refinados pelo outro. Enquanto o crescimento real daquele segmento apresentou uma média anual de 1,6% ao longo do período 1977-1987, as cadeias de lanchonete cresceram 6% e os restaurantes de categoria superior 8%. Ao assumir o controle da *Denny's Inc.*, pagando US\$ 840 milhões pelos 1.221 estabelecimentos em operação, a *TW Services* demitiu 50 gerentes e eliminou 25% do pessoal da administração central. O passo seguinte foi a redução dos itens do cardápio, a redescorção interna das unidades e os planos para acelerar a remodelação dos restaurantes (num ritmo de 150 estabelecimentos por ano).

Segundo um artigo publicado em Setembro de 1988:

Uma Denny's mais enxuta já está com melhores resultados. Antes da aquisição [pela TW Services], os ganhos mantiveram-se estagnados por três anos. Mas na primeira metade de 1988, a receita líquida elevou-se 42%, para \$55 milhões, em vendas de \$616 milhões. E a TW elevou as margens operacionais para 8,9% dos 6,5% de um ano atrás. "É espantoso quanto dinheiro

¹² Veja-se *The Airline Mess*, BWI, 6 de Julho de 1992, nr/3262-592, pags.48-53. A TWA ainda está em regime de concordata (1994).

¹³ BWI, 5 de Setembro de 1988, nr.3064-394, pag.52 e segs

você pode extrair de uma companhia como essa", afirma Michael G. Mueller, analista de restaurantes da Montgomery Securities. "E a Denny's nem sequer estava com resultados ruins"

De qualquer maneira, havia sinais de perigo. Um menu confuso, um serviço decadente e uma decoração deteriorada provocaram uma queda na participação de mercado de 22% do negócio de coffee-shops que movimentou \$6,3 bilhões em 1986 para 20% em 1988. ...

O crédito pela virada da Denny's deve ser atribuído ao presidente da TW, Jerome J. Richardson, um competente gerente de operações que esteve temporariamente emprestado para a cadeia recentemente adquirida. Richardson já retornou para a Spartan Food Systems Inc. da TW.¹⁴

Os analistas consultados pela revista não pareciam ter dúvidas quanto ao revigoramento da *Denny's* sob a tutela da *TW Services*. Neste sentido, é difícil negar que a venda do controle acionário tenha tido um impacto significativo em suas margens operacionais. Mas, não se tratou tampouco de uma simples consequência da mudança de proprietários, já que, em 1985, esta mesma rede tinha sido objeto de uma reestruturação de acionistas, sem resultados operacionais relevantes. Foi naquele ano que a *Denny's* se transformou num empreendimento fechado através da compra das suas ações em mãos do público (um *LBO*)¹⁵. Considerando ainda que a *Spartan Food Systems Inc.* era uma das empresas controladas da *TW Services*, o mínimo que se poderia afirmar, acerca dessa nova etapa empresarial, é que o talento do Sr. Richardson (gerente da *Spartan*) só esteve disponível na medida em que a *TW* converteu parte dos seus ativos em títulos da *Denny's*. Vale dizer que a alteração na composição dos investidores que detinham as ações da *Denny's* exerceu um papel determinante em aspectos que foram desde a redescorção interior dos seus estabelecimentos e redução do número de funcionários até, evidentemente, a cotação de seus títulos na Bolsa de Nova York que saltou de \$19 para \$24 dólares por ação.

Antes de sugerir qualquer conclusão acerca do conceito de firma que permeia essa ilustração, convém ressaltar que a *Denny's* administrava - além dos 1.221 estabelecimentos em seu próprio nome - 87 restaurantes da cadeia *El Pollo Loco* e detinha ainda 42% das ações

¹⁴ *Ibidem*

¹⁵ Trata-se de uma operação financeira, denominada em inglês *leveraged buyout* (LBO), através da qual um grupo de investidores fecha o capital de uma sociedade por ações comprando a totalidade de seus títulos em circulação. Os recursos necessários para esse tipo de investimento são geralmente obtidos por meio de empréstimos cuja garantia é constituída pelos ativos da própria companhia em questão.

da *Winchell's Donut Houses*. Ou seja, ela própria também era aquilo que Penrose descreveria como uma firma financeiro-produtiva.

É razoável presumir que a estratégia empresarial de uma *Denny's* sob o controle da *TW Services* seja significativamente distinta daquela que se deveria esperar de uma *Denny's* independente. Não se trata, evidentemente, de uma simples troca de gerentes que eventualmente divergem quanto à adequação dos seus procedimentos ou orientações administrativas. Mais importante do que isso é a transformação da lógica de valorização de uma entidade que deixa de ser autônoma, ou que passa a integrar um bloco de capital distinto do anterior. Modificam-se não apenas a direção e o montante de recursos para investimento como também o caráter das suas alternativas potenciais.

Para tornar ainda mais clara essa questão, poder-se-ia supor, a título de exemplo, que a *Denny's* decidisse dedicar-se a uma área conexa, como o fornecimento de refeições para terceiros (em complementação a servi-las em seus próprios estabelecimentos). Seus gerentes esbarrariam na concorrência da *Canteen*, uma outra controlada da *TW Services* que também opera nesse ramo. É provável que tal duplicidade de esforços não constituísse a forma mais eficiente de empregar os ativos sob a tutela da *TW Services*. Ainda nessa linha, e sempre na esfera dos raciocínios hipotéticos - porém calcados em situações concretas semelhantes - pode-se formular uma série de cenários alternativos em que a entidade controladora, *TW Services*, absorva e redistribua os fluxos provenientes de suas controladas - *Canteen*, *Denny's*, *Spartan* e *American Medical Services* - de maneira a favorecer algumas em detrimento de outras, segundo uma ótica que transcende às realidades específicas de cada subsetor. Vale dizer que ao modificar a composição de seus acionistas, um mesmo estabelecimento pode apresentar comportamentos produtivos inteiramente distintos ainda que a sua administração imediata permaneça inalterada.

É possível concluir que a unidade relevante para a análise da organização dos recursos produtivos no capitalismo financeiro norte-americano não se circunscreve a um conjunto de trabalhadores e equipamentos sob uma gerência centralizada, já que, na maioria dos casos, os limites dessa unidade técnico-produtiva não coincidem com aqueles da massa de capital que ela integra. Nesse sentido, a firma e o seu dinamismo só podem ser compreendidos de forma adequada quando analisados em sua totalidade mais abrangente. Ou seja, como um valor abstrato de contornos cambiantes que se materializa numa diversidade de ativos - produtivos ou não, e cuja estratégia de valorização está subordinada a um comando singular.

Talvez essa ilustração possa parecer um tanto especiosa ou particularmente atípica, mas convém enfatizar que o histórico da *TW Services* (hoje *TW Holdings*) está longe de se constituir num caso marginal. As informações disponíveis acerca de seu desempenho financeiro mais recente indicam um volume de vendas que ascendeu a US\$ 3,7 bilhões durante o ano fiscal de 1992, classificando-a como a segunda maior companhia do subsetor de "Locais de

Alimentação" (*Eating Places*)¹⁶. A primeira e a terceira colocadas foram, respectivamente, a *McDonald's* com US\$ 7,1 bilhões e a *Foodmaker* com US\$ 1,2 bilhões.

Tampouco se pode afirmar que o exemplo aborda uma atividade especialmente vulnerável a reestruturações e a cenários empresariais cambiantes. Qualquer um dos setores geralmente tidos como estáveis e oligopolizados é tão suscetível aos movimentos de combinação e fracionamento de capitais quanto aqueles em que a entrada e a saída de novos concorrentes é mais frequente. Neste sentido, o mesmo exemplar do *Business Week*¹⁷ que noticiava a reestruturação de uma rede de creches infantis (*Kinder-Care Learning Centers Inc.*) numa complexa operação que previa a múltipla troca de ações e de certificados de débito que totalizavam centenas de milhões de dólares, informava sobre a venda das divisões de produtos aeroespaciais e eletrônico-militares da *Chrysler Corp*, entre as quais se destacava a *Gulfstream Aerospace Corp*, adquirida apenas 4 anos antes. Um pouco adiante, na sua coluna sobre Wall Street (*Inside Wall Street*)¹⁸, a revista levantava a hipótese de que o processo de enxugamento da *Chrysler* (venda de subsidiárias e reconcentração na sua atividade montadora) fosse uma resposta à queda na cotação de suas ações e consequente pressão de possíveis compradores desejosos de se estabelecer no mercado norte-americano -*Mitsubishi, Fiat, Renault, Volkswagen*.

Cabe destacar que a noção da firma como uma massa de valor temporariamente materializada nesse ou naquele ativo não constitui uma abstração teórica de cunho analítico, mas reflete a visão dos próprios investidores e gerentes que atuam no processo de valorização capitalista. Ainda com o cuidado de evitar os exemplos excessivamente específicos ou pouco relevantes, não é difícil ilustrar tal percepção ao considerar, por exemplo, uma avaliação da disputa que ameaçava envolver a terceira maior empresa norte-americana do setor de tabaco em Março de 1988¹⁹:

Porque a AMBRANDS ainda não pode descansar

Não é segredo que William J. Alley, presidente da American Brands, lutará bravamente para manter a independência de sua Companhia. Ele demonstrou

¹⁶ BWI, 15 de Março de 1993, nr.3297-627, pag.71

¹⁷ Idem, 18 de Dezembro de 1989, nr.3132-462, pag.36

¹⁸ Ibidem, pag.48

¹⁹ As quatro primeiras colocadas neste setor segundo as vendas do ano fiscal de 1992 foram: *Philip Morris* (US\$ 50,1 bilhões), *RJR Nabisco* (US\$ 15,7 bilhões), *American Brands* (US\$ 8,8 bilhões) e *Universal* (US\$ 3,1 bilhões). Idem, 15 de Março de 1993, nr.3297-627, pag.66

garra ao absorver a E-II Holdings depois que esta última acumulou 6,4% da AmBrands e tentou adquiri-la. E, no entanto, alguns administradores de investimento ainda consideram a AmBrands um objeto de aquisição tentador.

Aqui estão as razões: a despeito da compra da E-II por US\$ 1,1 bilhão, alguns analistas estimam que a ação da AmBrands valha pelo menos US\$ 65 enquanto seu preço corrente de mercado é de US\$ 46. "Seus imensos ativos não estão sendo administrados de maneira suficientemente agressiva" diz Stuart A. Shikiar, diretor-gerente da Prudential-Bache Investment Management. O preço da ação quase não se alterou desde o início de Janeiro. Shikiar, entretanto, começou a comprar as ações da AmBrands porque, basicamente, ele as vê como subavaliadas. Alguns investidores "de aquisição" (*takeover investors*; agentes que se especializam neste tipo de operação) concordam e também tem comprado aquela ação. É verdade que o preço de uma operação de aquisição seria elevado: acredita-se que Donald P. Kelly, presidente da E-II Holdings estivesse pronto a oferecer US\$ 6,6 bilhões, ou quase US\$ 55 por ação. Shikiar diz que agora o preço seria ainda maior.

Eis a estimativa que Shikiar faz do valor da AmBrands: tabaco, \$4,5 bilhões; serviços financeiros, \$1,8 bilhão; bebidas destiladas, \$700 milhões; Acco World e material de escritório, \$800 milhões; golfe e produtos de lazer, \$500 milhões; equipamentos e ferramentas, \$400 milhões; produtos variados, \$300 milhões; haveres da E-II, \$1,1 bilhão. Subtraindo os débitos de US\$ 2,3 bilhões, o total seria \$7,8 bilhões ou US\$ 65 por ação, baseado num montante de 120 milhões de ações totalmente pulverizadas.

Shikiar afirma desconhecer quaisquer pretendentes ao controle da AmBrands, embora alegue que ela seria "extremamente atraente" para uma companhia estrangeira. Diversos investidores de aquisição (*takeover investors*) com vastas propriedades dizem que um conglomerado britânico e uma empresa farmacêutica européia estão de olho na Companhia.

Administradores da Empresa recusaram-se a comentar estas especulações. Eles destacaram, no entanto, que durante a última década os ganhos por ação da AmBrands se elevaram três vezes mais do que o da S&P 500 (índice elaborado pela Standard and Poors, constituído por 500 empresas com ações cotadas na NYSE) ao mesmo tempo em que os dividendos cresceram duas vezes mais.²⁰

Os exemplos que reforçam a compreensão da centralidade da unidade financeiro-produtiva na determinação do curso do capitalismo norte-americano atual são tão numerosos e parecem tão convincentes que seria ocioso insistir nessa questão. Talvez nesse ponto seja mais

²⁰ Idem, 21 de Março de 1988, nr.3040-370, pag.53

importante abordar um segundo aspecto relevante dessa mesma dinâmica evolutiva: trata-se da identificação do destino teórico que se reservou ao agente condutor dessa nova firma financeiro-produtiva. Ou, em outros termos, interrogar-se acerca do que foi feito do antigo proprietário-gerente simbolizado pela figura histórica do capitão de indústria. Aqui abre-se um novo fôssco entre as análises acadêmicas e as descrições jornalísticas acerca do processo decisório que orienta a condução dos negócios contemporâneos.

1.2 O CAPITALISTA ATUAL

A nível teórico desenvolveu-se nas últimas décadas uma clara dissociação analítica entre as figuras do proprietário-acionista (detentor de riqueza) supostamente passivo, e a do administrador assalariado, atuante e praticamente autônomo nas suas decisões gerenciais. Por outro lado, nos relatos cotidianos que se encontram nas publicações pertinentes, esses personagens se confundem num entrelaçamento de influências que só não deixa dúvidas quanto à soberania do capital: os gerentes são funcionários e os proprietários são senhores. A mecânica dessa subordinação afigura-se complexa e mutável, mas em momento algum parece haver dúvida quanto a sua prevalência.

No universo acadêmico em que essa questão chega a ser relevante - isto é, entre autores não estritamente neoclássicos - as palavras de J. K. Galbraith parecem traduzir uma espécie de consenso cujas raízes e conseqüências teóricas serão examinadas com maior atenção nos capítulos que se seguem:

A sociedade anônima também se ajusta admiravelmente às necessidades da tecnoestrutura. Esta, conforme vimos, é um aparelho de decisão em grupo - para reunir e verificar as informações fornecidas por muitos indivíduos visando chegar a decisões que estão além do conhecimento de qualquer deles. Ela requer, conforme vimos também, alto grau de autonomia.

Existe, entretanto, o perigo de intervenção dos proprietários: os acionistas. Sua exclusão não é garantida pela lei nem sacramentada pelo costume. Ao contrário, quer diretamente quer por intermédio da Diretoria, seu direito de intervenção é garantido. Mas por ser legal não quer dizer que seja benigna. O exercício de tal

poder em questões substantivas que exigem decisão de grupo seria tão prejudicial quanto qualquer outro, e, por tal motivo, o acionista deve também ser excluído.

Em parte, conseguiu-se isso pelo simples desgaste do poder do acionista à medida que a morte e a distribuição de bens, as diferentes tendências dos encargos e fundações, os efeitos distributivos das liquidações de propriedade e pensões, e as fruições artísticas, filantrópicas e sociais de herdeiros não funcionais distribuem as ações da empresa a um número cada vez maior de tomadores. Esse processo funciona rapidamente e não há necessidade de a distribuição ser completa para separar o acionista de todo poder efetivo.²¹

Neste esquema analítico os proprietários assumem um papel inteiramente passivo e absolutamente secundário. O curso da economia capitalista poderia ser compreendido sem que fosse necessário considerar a ação dos próprios capitalistas. Conquanto isso possa parecer uma caricatura um tanto radical, é possível encontrar afirmativas explícitas nesse sentido²² e as suas origens e alguns dos seus desdobramentos teóricos principais serão examinados nos capítulos subsequentes. Aqui basta registrar que aqueles observadores que, como Galbraith, vem na transformação da firma uma dimensão relevante estão frequentemente associados à idéia de minimização do papel dos acionistas/proprietários no processo decisório sobre os recursos produtivos.

Nada, entretanto, parece estar mais distante do cotidiano empresarial contemporâneo. Se é possível que muitos investidores tenham pouca ou nenhuma ingerência direta na condução das empresas nas quais detêm alguma participação acionária, não parece ser possível concluir que todos os acionistas vistam esse figurino de proprietário-*rentier*²³. Seria mais realista procurar distinguir as diversas categorias de acionistas que podem abranger desde o trabalhador assalariado ou a funcionária aposentada com um pequeno lote de ações ou debêntures até o grande proprietário que possui dezenas de milhões de dólares em valores mobiliários. Os relatos

²¹ Galbraith, John K. The New Industrial State 1967; 1978; tradução brasileira da Terceira Edição Revista O Novo Estado Industrial, Col. "Os Economistas", São Paulo, Abril Cultural, 1982, p.69. O grifo é meu.

²² Antecipando um exemplo que será utilizado no terceiro capítulo pode-se fazer referência à afirmativa de Adolph Berle, Jr, um dos mais conhecidos observadores da transformação da firma capitalista ao longo do século vinte, o qual, ao descrever as características das grandes sociedades por ações, afirmou que: *O capital está presente bem como o capitalismo. O fator que desaparece é o capitalista.* Berle, Adolf A. Jr. The Twentieth Century Capitalist Revolution New York: Harcourt, 1954, pag.39, *apud* Mason, Edward S. *Corporation in Sills*, David L. (editor) International Encyclopedia of the Social Sciences, New York: The Macmillan Company & The Free Press, 1968, Terceiro Volume, pag.401

jornalísticos sobre essa matéria dão conta de um mundo em que os capitalistas-acionistas continuam tão influentes como sempre foram os capitalistas em geral (industriais, comerciais ou financeiros), embora sua atuação se processe através de mecanismos distintos daqueles empregados pelo antigo capitão de indústria.

Mas, quem são e como são caracterizados tais acionistas não passivos - os modernos capitães de títulos? Pode-se encontrá-los por toda parte, entre os herdeiros de fortunas já antigas, entre os *nouveaux-riches* do recente *boom* financeiro da década de 1980 ou simplesmente entre os ricos e muito ricos de uma economia "financeirizada"²⁴.

Na primeira categoria, pode-se tomar o exemplo de Gordon Getty, o filho mais jovem (56 anos) do conhecido J.Paul Getty, antigo e já falecido magnata do petróleo norte-americano²⁵. Seu diletantismo no mundo de negócios e suas inclinações musicais - como compositor de ópera - talvez devessem enquadrá-lo entre aqueles cujas *fruições artísticas, filantrópicas e sociais de herdeiros não-funcionais* o tivessem distanciado de qualquer poder efetivo sobre os empreendimentos capitalistas. Não é isso que informava o Business Week de 13/Agosto de 1990. Apesar da impossibilidade de obter uma entrevista pessoal (recusada), os correspondentes da revista descreviam um Gordon Getty que retornava às atividades empresariais públicas, após um breve interregno, através da gestão ativa do fundo de investimento (*trust fund*) que controla os seus ativos - um patrimônio líquido de aproximadamente US\$1,2 bilhões. É evidente que por "gestão ativa" não se deve entender a administração direta dos postos de gasolina da *Getty Oil* ou a definição de uma nova estratégia operacional para as refinarias de petróleo, tarefas típicas de um antigo capitão de indústria. Gerir uma riqueza materializada em títulos consiste em negociar ações e debêntures, e não adquirir máquinas ou lançar novos produtos. Mas isto, naturalmente, não quer dizer que o universo produtivo - trabalhadores e equipamentos industriais - permaneça alheio a essas transações, como foi exemplificado pelo caso anterior - da *TW Holdings* e da *Denny's*. Neste sentido, aliás, Getty e um antigo aliado, J.Hugh Liedtke, presidente da *Penzoil Co.* (vendas em 1992 de US\$ 2,35 bilhões), haviam se envolvido, já em 1984, numa explosiva operação de compra de ações da *Getty Oil*, cujo desfecho culminou - após uma reviravolta em que a *Texaco* acabou adquirindo o controle da *Getty Oil* - com a concordata da quarta maior companhia petrolífera norte-americana: a própria *Texaco* (US\$37,66 bilhões em vendas ao longo de 1992).

²³ O acionista de hoje em dia tornou-se tipicamente um rentier preocupado apenas com os dividendos e com os ganhos de capital, mas isso está implícito numa organização que reúne vários capitais para formar um sociedade por ações. Cf. Mason, pag.401

²⁴ Esse termo, que será desenvolvido e melhor qualificado nos próximos capítulos, está sendo utilizado no sentido de indicar uma economia capitalista na qual a riqueza privada (excluindo os bens de consumo durável e as residências) está predominantemente constituída sob a forma de ações e de títulos de dívida.

²⁵ As informações subsequentes sobre as atividades de Gordon Getty foram extraídas do BWI, 13 de Agosto de 1990, nr.3165-495, pags.34 a 36

Embora bastante menos atribulada do que a venda das ações da *Getty Oil* para a *Texaco*, que praticamente duplicou o fundo de investimento (*trust*) do qual a família Getty era beneficiária (US\$ 4 bilhões), Gordon parece ter tido um ano (1989/1990) movimentado segundo o que afirmam os repórteres da Business Week:

*No ano passado, Gordon se associou a um grupo liderado pela família Fisher do setor imobiliário de Nova York para tentar adquirir a Emhart Corp. de Connecticut. Eles perderam a disputa para a Black & Decker Corp. No início deste ano, Getty apareceu em Londres como parte de um grupo que tentava assumir a confecção de luxo Aquascutum Group PLC. O varejista acabou escapando para os braços de um salvador japonês, Renown Inc. Agora, Getty e os irmãos Fisher estão "atacando" a Avon Products Inc. da qual eles já possuem 20% do capital votante.*²⁶

Informações adicionais do mesmo artigo dão conta de que, na primeira operação (*Emhart Corp.*) o grupo Getty/Fisher apurou um ganho de US\$60 milhões com a revenda das ações e, no segundo (*Aquascutum*), US\$10 milhões. A avaliação dos ganhos ou perdas, no entanto, é menos importante do que a caracterização de um herdeiro capitalista (teoricamente "passivo") em atividade. Não é difícil imaginar o profundo impacto produtivo ou, como prefeririam alguns observadores acadêmicos, as consequências reais destas operações financeiras. Segundo o comentário de um dos participantes da transação londrina (*Aquascutum*), Gilbert de Botton - presidente da *Global Asset Management Ltd.*, sediada em Londres - Gordon Getty teria prazer em *remover administrações empresariais ineficientes*. Não é crível que a conduta das administrações tanto da *Emhart* quanto da *Aquascutum* tenham permanecido inalteradas. Isso, evidentemente, também se aplica a *Avon Products Inc.* uma companhia cujas vendas em 1992 totalizaram US\$ 3,8 bilhões (quarta colocada no subsetor de "Bens de Consumo/Cuidados Pessoais", atrás da *Procter & Gamble*, *Colgate-Palmolive* e *Gillette*)²⁷.

Nem sempre, porém, a ação dos proprietários-herdeiros é tão direta e tão fácil de ser identificada. Complexos mecanismos jurídicos e fiscais fazem dos espólios sob a forma fundos de investimento (*trust funds*) entidades aparentemente autônomas e sem sujeição direta aos seus beneficiários/acionistas. Também aí a aparência pode induzir à uma falsa noção, como

²⁶ *ibidem*, pag.34

²⁷ *idem*, 15 de Março de 1993, nr.3297-627, pag.66

ilustra o exemplo da *St. Joe Paper*²⁸. Essa empresa é controlada (dois terços das ações) pelo Fundo Testamentário DuPont (do qual são beneficiários parte dos herdeiros de Alfred DuPont), e tanto ela quanto o fundo são presididos pelo mesmo indivíduo, W.L.Thornton. Descontentes com a rentabilidade da companhia, que, além de ser a maior proprietária imobiliária do Estado da Florida, engloba fábricas de papel, empresas de reflorestamento, de madeira, de transporte ferroviário, plantações de açúcar, companhias telefônicas, e outras atividades, um grupo de herdeiros liderado por Alfred DuPont Dent estava movendo uma ação contra o Sr. Thornton para ampliar o número de membros do conselho curador do Fundo Testamentário. O objetivo dessa operação era o de conseguir influenciar a gestão da *St. Joe*, de forma a forçar a venda de alguns dos haveres da companhia. Segundo um analista financeiro consultado pela revista, os bens vinculados às atividades produtoras de papel (áreas florestais e instalações fabris) valeriam cerca de US\$ 1,6 bilhão e aqueles relativos ao transporte ferroviário US\$ 700 milhões. A soma dessas importâncias acrescida pelo restante dos ativos da *St. Joe* resultaria num preço por ação de aproximadamente US\$ 100, enquanto a cotação na época era equivalente a US\$ 42.

Esse é, certamente, um caso extremo, no qual a atividade dos herdeiros/acionistas é condicionada por uma estrutura jurídico-institucional pouco flexível. Por essa razão, constitui um bom contra-exemplo para a noção de passividade ou irrelevância dos acionistas da grande empresa. Mesmo nessas circunstâncias extremamente desfavoráveis, a ação dos proprietários-beneficiários terá tido como provável resultado, no mínimo, a alienação de parte dos ativos da *St. Joe* e, no máximo, a destituição da administração e a reorientação global das diretrizes gerenciais do empreendimento. Um resultado inquestionavelmente concreto para o universo produtivo.

Num contexto menos particularizador do que aquele abrangido pelos acionistas/herdeiros de fortunas construídas na virada do século (Getty e DuPont), é possível identificar o *modus operandi* de um típico "capitão de títulos", tomando como exemplo as notícias sobre as atividades de Robert M. Bass ao longo da década de 1980²⁹. Sem ser um *self made man*, Bass é um ativo investidor que tem feito crescer de maneira exponencial o patrimônio familiar com que iniciou a sua carreira profissional. A notícia que se toma como ilustração gira, primeiramente, em torno da assunção do controle da maior instituição de poupança e crédito imobiliário norte-americana, a *American Savings & Loan Association*, do Estado da Califórnia. Como ocorreu - e ainda ocorre - com muitas das empresas desse gênero durante a segunda metade da década de 1980, a *American* estava sob acompanhamento do *Federal Home Loan*

²⁸ As observações que seguem estão baseadas na coluna Inside Wall Street do BWI, 30 de Agosto de 1993, nr.3321-651, pag.43

²⁹ BWI, 3 de Outubro de 1988, nr.3068-398, pags.50-55

Bank devido à sua insolvência³⁰. Bass ofereceu US\$ 550 milhões para adquirir o controle acionário daquele banco numa complexa operação financeira que previa garantias federais, o desmembramento da instituição em entidades independentes, autorização para contrair até US\$ 1,5 bilhões em empréstimos de uma das subsidiárias da *American*, injeção de novos recursos, isenções fiscais, etc. Mais do que os detalhes dessa bem sucedida transação que arrebatou um banco com cerca de US\$ 30 bilhões em ativos, interessa compreender o mecanismo de operação de tais investidores (os acionistas "passivos" do mundo acadêmico).

Segundo o *Business Week*, a família Bass (cujos membros mais ativos no mundo de negócios são os irmãos Robert e Sid Bass) tinha elevado a sua fortuna de aproximadamente US\$ 50 milhões na década de 1960 para cerca de US\$ 5 bilhões na época em que se publicou esse artigo (1988). Uma parte substancial desse acréscimo devia-se ao talento de Sid R. Bass que, em companhia de Richard E. Rainwater, tinha levado a cabo uma série de investimentos extremamente bem sucedidos. A partir de 1983, Robert, que havia trabalhado com a dupla Sid-Richard na *Bass Brothers Enterprises* desde 1974, montou o seu próprio escritório de negócios, a *Robert M. Bass Group Inc. (RMB)*. Rainwater, por sua vez, deixou a *Bass Brothers* três anos mais tarde, em 1986. A descrição das atividades da *RMB* no ano anterior (1987-88) enumerava as seguintes operações:

Com sócios japoneses, Bass adquiriu a Westin Hotel Co. da Allegis Corp. por US\$ 1,5 bilhões e vendeu o seu Plaza Hotel para Donald Trump por US\$ 410 milhões. Bass juntou-se à Bell & Howell Co. para fechar o seu capital numa operação de leveraged buyout (LBO)³¹ que envolveu US\$ 702 milhões. Durante o Verão, ele tomou uma iniciativa completamente fora de suas características usuais: anunciou uma oferta hostil³² de US\$ 1,9 bilhões pela Macmillan Inc.³³

Para ter-se uma noção mais precisa do que estava em jogo nessas transações, convém esclarecer que a *Allegis Corp.* tinha sido (ao longo do ano anterior, 1987) a segunda maior

³⁰ O envolvimento do governo federal nesse tipo de operação decorre do caráter governamental da instituição, *Federal Savings & Loan Insurance Corp.*, que garante os depósitos em contas de poupança.

³¹ Veja-se a este respeito a nota 15 do presente capítulo.

³² Uma *hostile bid* significa uma proposta de aquisição na qual o comprador ou compradores não contam com o apoio da gerência que administra a empresa em questão.

³³ *BWI*, 3 de Outubro de 1988, nr.3068-398, pag.51

companhia do setor de transporte aéreo, com vendas de US\$ 8,3 bilhões³⁴. A *Bell & Howell*, por sua vez, estava entre as 28 maiores empresas do ramo de Equipamentos de Escritório e Computadores, que inclui firmas gigantescas como a *IBM*, *Xerox*, *Digital*, *Hewlett-Packard*, *Unisys*, etc. e tinha apresentado vendas de US\$ 727 milhões no exercício fiscal de 1987. A *Macmillan*, também uma das 20 maiores do ramo de Publicações, Rádio e TV, teve um faturamento de US\$ 956 milhões naquele mesmo ano. Não se tratava, evidentemente, de companhias secundárias ou irrelevantes nas suas respectivas áreas de atuação. Como se procedeu então a seleção desses investimentos? Mais adiante, nesse mesmo artigo, um gerente da *Shearson Lehman Hutton Inc.* que trabalhou com Bass na proposta da *Macmillan*, é citado como atribuindo ao investidor o seguinte comportamento:

*O padrão é o de identificar algo que eles gostem, que eles compreendam e então começar a penetrar no setor através de aquisições.*³⁵

Essa "identificação" e "penetração" era levada a cabo por oito sócios principais estabelecidos em Fort Worth (sede da *RMB*) Chicago, Los Angeles, Nova York e San Francisco que são encarregados de localizar investimentos possivelmente rentáveis. Uma vez aprovados pelo grupo tais iniciativas eram executadas sob a liderança de um deles com recursos próprios e de terceiros. Nem sempre bem sucedida, a *RMB* enfrentou a sua quota de dificuldades como esclarece o Business Week:

Na Alexander Inc., um dos primeiros negócios da RMB, Bass e seus lugartenentes saíram corretamente porém desconcertados. Bass pagou US\$ 24,6 milhões por uma participação de 21% na empresa varejista novaiorquina, assumindo cinco lugares no conselho de administração. Como o ponto forte da rede estava no valor dos imóveis em que se situavam as suas lojas, todos esperavam que eles desmontassem a companhia e vendessem as suas propriedades. Ao invés disso, eles tentaram recuperar o negócio embora conhecessem muito pouco a respeito das atividades do comércio varejista.

³⁴ As informações acerca da classificação e do faturamento das empresas que se seguem foram extraídas do BWI, 14 de Março de 1988, nr.3039-369, pags.63 e segs.

³⁵ BWI, 3 de Outubro de 1988, nr.3088-398, pag.51

*Depois de dois anos frustrantes, Bass retirou-se da operação através da venda de suas ações para Donald Trump, apurando um lucro de US\$ 25 milhões.*³⁶

O referido padrão de atuação, que combina recursos próprios e de terceiros, que ora atua diretamente na substituição da diretoria executiva ora se limita à manipulação das ações adquiridas, é bastante difundido entre os investidores/acionistas desse perfil, e certamente constitui uma das características marcantes do capitalismo contemporâneo. O fechamento do capital de sociedade por ações (*leveraged buyouts, LBOs*), as aquisições de empresas através das Bolsas de Valores (*takeovers*), as ofertas de aquisição hostis (*hostile bids*), as operações de reestruturação e venda de unidades empresariais (*restructuring and divestiture*) constituem o dia a dia do mundo de negócios norte-americano.

No início de 1988 - portanto há quase seis anos - o *Business Week* publicava uma lista de 15 propostas de aquisição, anunciadas entre 1º de Janeiro e 7 de Março, que envolviam um total de US\$ 36,5 bilhões³⁷. Entre as operações citadas estavam aquisição da *Federated Department Stores*, (disputada por Robert Campeau e *R.H.Macy* - US\$ 6,2 bilhões) e a venda da *Montgomery Ward & Co.* (de propriedade da *Mobil Corp.* - US\$ 3,8 bilhões) para o conhecido investidor Bernard F. Brennan. Embora estejam misturadas aí transações tipicamente gerenciais - expansão ou reconcentração de atividades de grandes firmas - e iniciativas diretas de capitalistas/acionistas (Campeau e Brennan), cabe destacar que os valores em jogo não deixam dúvidas quanto à vulnerabilidade e subordinação de qualquer sociedade por ações a transações dessa natureza. Ainda em Dezembro daquele mesmo ano, Henry Kravis, sócio fundador da *Kohlberg Kravis Roberts* surpreendia o mercado de ações com uma proposta para adquirir e fechar o capital (um *LBO*) da *RJR Nabisco Inc.* por nada menos do que US\$ 25 bilhões. O significado dessa soma pode ser melhor avaliado quando se recorda que em 22 de Abril de 1988, o valor de mercado das duas maiores empresas automobilísticas norte-americanas era de US\$ 22,2 bilhões para a *General Motors* e US\$ 21,1 bilhões para a *Ford*³⁸.

Talvez seja conveniente retomar o livro já citado de J.K.Galbraith, em cujo prefácio à terceira edição (de 1978) o autor afirma que:

Desde a primeira edição deste livro [em 1967], assistimos, especialmente nos EUA, ao florescimento da empresa conglomerada. As aquisições que originaram

³⁶ *Idem*, pag.55

³⁷ *BWL*, 21 de Março de 1988, nr.3040-370, pag.57

esses conglomerados não afetaram as sociedades anônimas gigantescas do sistema de planejamento - a Exxon e a General Motors, não correm riscos graves. Elas envolveram firmas da segunda ordem de grandeza, e combinaram algumas delas em sociedades anônimas do primeiro escalão. No processo de combinação sempre houve - creio que sem exceções - o estímulo de um empresário. O conglomerado moderno não é criação da tecnoestrutura.³⁹

Passados quase quinze anos desde que esse prefácio foi publicado, não há como deixar de constatar a flagrante divergência entre o modelo teórico que previa a estabilidade e a autonomia da tecnoburocracia das grandes empresas com o noticiário que informa sobre as intervenções de acionistas e as constantes atribuições dessas mesmas administrações. Os exemplos apresentados (*Texaco, Montgomery Ward, Bell & Howell, RJR Nabisco, etc.*) tratam precisamente das *sociedades anônimas gigantescas do sistema de planejamento* às quais o autor se refere.

Galbraith, evidentemente, não está sozinho nessa questão, e sua interpretação será retomada nos capítulos II e III do presente trabalho, embora seja interessante realçar pelo menos um ponto comum entre as suas observações e a de estudiosos com uma formação teórica tão distante quanto Baran e Sweezy (marxistas)- no que diz respeito a autonomia da administração empresarial.

Segundo Galbraith:

O poder decisório na sociedade industrial moderna não é exercido pelo capital, mas pela organização; não pelo capitalista, mas pelo burocrata da indústria.⁴⁰

Segundo Baran e Sweezy:

É certo, sem dúvida, como já ressaltamos, que, na grande empresa típica, a administração não está sujeita ao controle do acionista, e neste sentido a "separação entre propriedade e controle" é uma realidade. Mas não há

³⁸ BWI, 16 de Maio de 1988, nr.3048-378, pag.67

³⁹ Galbraith, 1967, pag.11

*justificativa para concluir-se disso que a administração em geral está divorciada da propriedade em geral. Pelo contrário, os dirigentes estão entre os maiores donos; e, devido às posições estratégicas que ocupam, funcionam como os protetores e porta-vozes de toda a propriedade em grande escala. Longe de serem uma classe à parte, constituem na realidade o principal escalão da classe dos proprietários.*⁴¹

Embora haja um claro desacordo quanto a subordinação da gerência à propriedade em geral - negada por Galbraith e afirmada por Baran e Sweezy - há uma identidade, igualmente nítida, no que diz respeito à autonomia das administrações em relação aos seus acionistas específicos.

O noticiário empresarial, no entanto, não parece confirmar essa suposição. Indo além do que já se apresentou sobre as atuações de Getty, DuPont e Bass, pode-se tomar como exemplo a íntima colaboração entre acionistas e gerentes em empresas tão importantes como a *Gillette* (US\$ 5,1 bilhões em vendas durante 1992) ou a *Salomon Brothers* (segunda maior corretora de valores de Wall Street, com US\$ 8,2 bilhões em receitas ao longo de 1992).

O Business Week de 7 de Agosto de 1989⁴² informa que, em 20 de Julho daquele ano, o bilionário Warren Buffet adquiriu, por US\$ 600 milhões, um lote de ações preferenciais conversíveis da *Gillette Co.* numa operação destinada a repelir o assédio de investidores desvinculados da sua administração executiva. Buffet, operando através da sua controlada, *Berkshire Hathaway Inc.*, negociou dividendos e direitos de conversão extremamente atraentes para um lote de títulos que lhe conferiu - quando convertidos em ações ordinárias - 11% do capital votante daquela empresa. Em contrapartida o investidor comprometeu-se a manter a orientação gerencial em curso e a oferecer à própria *Gillette* o direito de primeira opção caso decidisse desfazer-se da sua participação.

Dois anos antes, numa operação similar, Warren Buffet havia saído em socorro de John H. Gutfreund, presidente da *Salomon Brothers Inc.* investindo US\$ 700 milhões para impedir que Ronald O. Perelman adquirisse o controle daquela corretora. Embora os detalhes dessa operação fossem ligeiramente diferentes da anterior, o sentido geral era o mesmo. Ou seja, ambas as administrações negociaram a sua permanência através de acordos com acionistas que jamais poderiam ser qualificados de "passivos". É curioso destacar que Buffet terminou por

⁴⁰ Idem, pag.9

⁴¹ Baran e Sweezy, Paul A. e Paul M. Monopoly Capital 1966; tradução brasileira Capitalismo Monopolista, Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1974, pages.43 e 44

⁴² BWI, 7 de Agosto de 1989, nr.3112-442, pag.42

substituir John H. Gutfreund na presidência da *Salomon Brothers* na tentativa de garantir o seu investimento num período particularmente conturbado para aquela empresa. Foi quando a corretora sofreu uma condenação por especulação com títulos do Tesouro norte-americano e por outras irregularidades no mercado bursátil. Buffet controlava ainda na época 3,8% da *Coca-Cola*, 16% do *Washington Post*, 18,5% da *Capital Cities/ABC* e 44,0% da *Geico*. Todas essas empresas estiveram entre as dez maiores dos seus respectivos setores ao longo de 1992.

Para tornar essas ilustrações ainda mais eloquentes, pode-se tomar o exemplo da própria *General Motors*, nominalmente referido por Galbraith em sua citação anterior. Em 20 de Abril de 1992, o artigo de capa do *Business Week*⁴³, que descrevia os infortúnios daquela companhia automobilística, era sugestivamente intitulado de "A Rebelião do Conselho de Administração" (*The Board Revolt*). Nesse artigo procurava-se analisar o significado do súbito anúncio público da exoneração do presidente da *GM*, Lloyd E. Reuss, ocorrida em 6 de abril daquele ano. Determinada por um Conselho de Administração insatisfeito com os resultados da companhia ao longo dos anos anteriores, essa demissão foi acompanhada por um remanejamento radical de quase todos os executivos do escalão superior da empresa⁴⁴. Ao reproduzir a opinião de funcionários, acionistas e analistas de mercado, a revista trazia comentários como este:

Com o anúncio do fechamento das fábricas, nós sacudimos a tropa. Com isso [a reestruturação da cúpula], nós sacudimos os generais.

Um pouco adiante, o mesmo artigo estampava a opinião do tesoureiro do Estado de Nova York - controlador de um bloco de ações da *GM* - considerando essa reviravolta gerencial como a *abertura de uma janela que deixa entrar o ar fresco*. Sucediam-se uma série de comentários acerca do significado de tal medida, sempre ressaltando a boa recepção do mercado acionário - com a imediata elevação do preço da ação - e a advertência às outras empresas com dificuldades semelhantes. Tais "casos críticos" foram agrupados sob uma interrogação bastante significativa - *Isso não pode acontecer por aqui, ou será que pode?*⁴⁵. Este artigo enumerava cinco das principais empresas norte-americanas e do mundo capitalista:

⁴³ *BWI*, 20 de Abril de 1992, nr.3251-581, pag.20 e segs.

⁴⁴ Em Outubro de 1992 o último remanescente da "velha guarda" dos altos executivos da *GM* - Robert C. Stempel, presidente do Conselho Diretor - foi obrigado a demitir-se sob pressão do mesmo Conselho de Administração, que havia iniciado a reestruturação promovida em abril daquele ano. Cf. *BWI*, 9 de Novembro de 1992, nr.3280-610, pag.38 e segs.

⁴⁵ *It can't happen here, can it?* *BWI*, 20 de Abril de 1992, nr.3251-581, pag.26

IBM, Digital, Kodak, American Express e Sears. Convém lembrar que desde a publicação dessa análise pelo menos três daquelas firmas - *IBM, American Express e Digital* - tiveram seus principais executivos (*Chief Executive Officers*) removidos em virtude de seu mau desempenho⁴⁶.

É interessante observar que a substituição de John Akers por Lou Gerstner na chefia da *IBM*, em Abril de 1993, foi conduzida de maneira estritamente técnica, seguindo um processo de seleção de profissionais que chegou a abranger - segundo as especulações da imprensa especializada - desde os principais executivos da *Xerox* e *Intel*, David Kearns e Andrew Grove, até o empresário e ex-candidato presidencial Ross Perot. Neste sentido, a carreira do novo presidente executivo da *IBM*, Gerstner, é tipicamente a de um administrador assalariado: engenheiro pela Universidade de Dartmouth, mestre em Administração pela Universidade de Harvard, assessor e gerente-sênior da firma de consultoria *MacKinsey & Co.* (1965-78), presidente da *American Express* (1985-89) e principal executivo da *RJR Nabisco Holdings Corp.* (1989-1993). Diferentemente de Getty, Bass ou Buffet, sua inserção no mundo de negócios dos EUA derivava - como ainda deriva - do seu talento gerencial, e não da sua eventual riqueza pessoal.

Sob este aspecto, o seu desempenho - como o de todos seus colegas administradores - é mensurado nos estritos termos dos benefícios que proporciona aos proprietários-acionistas. Conquanto o universo acadêmico possa se debater com as dificuldades teóricas que decorrem da tentativa de formalizar as motivações principais que orientam as decisões dos gerentes das grandes sociedades por ações, o mundo de negócios parece desprezar tais complicações. Para os analistas de investimentos, o bom administrador é aquele cujo desempenho favorece o acionista através da valorização da sua riqueza mobiliária (ações ou debêntures). É verdade que há divergências e controvérsias sobre como mensurar esse benefício. O preço da ação, a distribuição de dividendos e a rentabilidade da empresa a curto, médio e longo prazos parecem ser os indicadores mais visíveis e imediatos. Embora as possíveis divergências quanto aos períodos relevantes, ou mesmo quanto às ponderações de cada um desses itens, possam resultar em apreciações conflitantes, há uma clara noção de que os administradores que se afastam desses objetivos constituem obstáculos a serem removidos.

Naquilo que tanto poderia ser descrito como um ritual de apologia quanto de execração pública, o *Business Week* organiza anualmente - assim como alguns outros órgãos da imprensa especializada - uma relação classificatória dos principais executivos norte-americanos (das 365

⁴⁶ Veja-se, a respeito da *American Express*, o *BWI* de 8 de Fevereiro de 1993, nr.3292-622, pag.49. Por sua vez, a substituição do fundador e principal executivo da *Digital Equipment Corp.* foi relatada no nr.3266-596 de 3 de Agosto de 1992, às págs.46-48 da mesma revista. Finalmente, os recentes remanejamentos da administração da *IBM* foram analisados, principalmente nos exemplares de 8 de Fevereiro de 1993, nr.3292-622 pags.24-26; de 5 de Abril de 1993, nr.3300-630 pag.28 e segs; e de 4 de Outubro de 1993, nr.3326-656, pag.44 e segs.

maiores empresas) e de seus respectivos rendimentos, abrangendo um universo de 730 indivíduos em sua edição de 1993⁴⁷. O critério para a hierarquização dos administradores - reconhecidamente parcial - combina a remuneração percebida pelo executivo (salários, bonificações e opções para a compra de ações) com o retorno do acionista (valorização da ação e dividendos distribuídos) e com a lucro por ação. O tom geral desses artigos é de crítica aos altos salários - considerados excessivos - e de elogio aos ganhos proporcionados aos acionistas. Sob as fotografias daqueles que se destacaram pelas suas virtudes ou deficiências pode-se ler comentários como:

Noorda, da Novell [presidente da empresa de software, Novell], recebeu apenas US\$ 198.830 mas proporcionou aos acionistas o máximo por ambos os critérios

Olsen da DEC [ex-presidente da Digital Equipment Corp.] recebeu quase US\$ 1 milhão no ano passado mas a companhia fraquejou.

O'Reilly da Heinz [presidente da H.J.Heinz Co.] embolsou US\$ 36.9 milhões enquanto reduzia as metas de crescimento.⁴⁸

Talvez ainda mais eloquente do que os comentários acerca das características desejáveis dos dirigentes empresariais seja o parágrafo de abertura do texto que esclarece os critérios adotados para a elaboração dessa lista classificatória:

Se o sistema funcionasse perfeitamente, o pagamento dos executivos subiria quando o titular proporciona ganhos aos acionistas. E cairia quando o desempenho da empresa declinasse. Mas nem sempre isso ocorre.⁴⁹

⁴⁷ Nos últimos seis anos esses artigos podem ser encontrados nos exemplares de 2 de Março de 1988, nr.3046-376, pags.54 e segs.; de 1 de Maio de 1989, nr.3097-427, pags.42 e segs.; de 7 de Maio de 1990, nr.3151-481, pags.62 e segs.; de 1 de Abril de 1991, nr.3197-527, pags.38 e segs.; de 30 de Março de 1992, nr.3248-578, pags.38 e segs. e de 26 de Abril de 1993, nr.3303-633, pags.38 e segs.

⁴⁸ BWI, 28 de Abril de 1993, nr.3303-633, pag.40

⁴⁹ Ibidem, pag.46

Pode-se ainda destacar que a defesa do executivo criticado sempre gira em torno da subavaliação do seu desempenho a longo prazo (inadequação do corte temporal que privilegia os últimos três anos), mas nunca envolve a contestação do critério que contrasta ganhos de acionistas com a remuneração gerencial. Não se trata de produzir mais, de ampliar a participação de mercado, de melhorar a qualidade dos produtos oferecidos ou de reduzir os danos ao meio-ambiente, mas sempre de fazê-lo em subordinação aos interesses dos legítimos proprietários.

É difícil evitar a conclusão de que os analistas e participantes desse universo empresarial atribuem pouco sentido prático à noção de cúpulas gerenciais autônomas e independentes dos grandes acionistas de suas respectivas empresas. Seria, aliás, curiosamente irreal supor que, do alto de sua notoriedade executiva - e até do seu eventual talento literário - o Sr. Lee Iacocca (então presidente da *Chrysler Corp.*) pudesse ser indiferente às opiniões de um bilionário como o Sr. Kirk Kerkorian, que, ao final de 1990, havia adquirido um lote de ações que lhe conferia 9,8% do capital daquela empresa. Segundo o Business Week de 6 de Abril de 1992⁵⁰, o Sr. Kerkorian - cujas principais aplicações estavam concentradas em cassinos - era um admirador das qualidades de Iacocca e não se mostrava preocupado com a sua iminente aposentadoria. Afinal, o valor envolvido nesse investimento havia atingido US\$ 463 milhões (em 1992), representando um expressivo ganho de capital da ordem de 39% desde a data de sua aquisição. Segundo alguns dos assessores do investidor, o Sr. Kerkorian confiava que a permanência de Iacocca na chefia do comitê executivo do Conselho de Administração garantiria a boa condução dos negócios daquela companhia. Não é difícil imaginar as dificuldades que adviriam de uma contrariedade do Sr. Kerkorian. Na melhor das hipóteses, a venda gradual de sua participação acionária (excluindo os inevitáveis rumores negativos) seria suficiente para deprimir substancialmente a cotação daquela ação. No cenário mais radical, não se poderia descartar a ampliação da sua participação através da compra de mais títulos e a consequente assunção direta, ou através de associados, da administração daquela companhia.

É interessante observar que um estudo cuidadoso e frequentemente citado acerca da dissociação entre a gestão e a propriedade das grandes sociedades por ações norte-americanas aponta a *Chrysler Corp.* como uma empresa sob controle gerencial autônomo. Trata-se do trabalho de Robert J. Larner⁵¹ que toma a existência de um único indivíduo (família ou pequeno grupo de investidores) possuindo pelo menos 10% do capital como o critério para definir uma firma sob controle externo direto. Os 9,8% de Kerkorian não permitiriam incluí-lo nessa categoria. Contudo, fora do mundo acadêmico, os senhores Bass, Buffet, Getty ou mesmo

⁵⁰ BWI, 6 de Abril de 1992, nr.3249-579, pag.41

Kerkorian não parecem necessitar de 1, 2 ou 15% do capital votante, mas apenas de sua determinação - e disposição para arriscar os seus recursos - para poderem pressionar, destituir ou reorientar qualquer administração empresarial que lhes pareça conveniente.

⁵¹ Larner, Robert J. Management Control and the Large Corporation Nova York, Dunsilen, 1970, pags.72 e 73

CAPÍTULO II

A Construção Teórica do Capital Financeiro

O capítulo anterior tratou de apresentar, de forma um tanto descritiva e impressionista, alguns dos traços principais que tem caracterizado a dinâmica da economia norte-americana em seu período recente. A idéia básica que norteia a elaboração deste trabalho, em seu conjunto, é a de que tais processos podem ser melhor compreendidos quando examinados à luz das características essenciais de uma economia capitalista avançada. Este capítulo, por sua vez, pretende desenvolver aquilo que se está chamando, um tanto vagamente, de "características essenciais de uma economia capitalista avançada".

A presente abordagem parte da idéia de que, para tornar inteligível um movimento histórico, ainda que em sua dimensão parcial (econômica), é necessário selecionar e ordenar os fatos estudados a partir de uma determinada concepção teórica. Vale dizer que a observação de um objeto de estudo não é neutra nem despida de pré-conceitos. As "características essenciais" aqui apontadas derivam portanto a sua "essencialidade" de uma construção teórica específica. Ao mesmo tempo, a "compreensão" à qual se faz referência traduz a faculdade de estabelecer relações de causa e efeito capazes de conferirem racionalidade e previsibilidade a uma dada sequência de eventos históricos.

Neste ponto convém retomar o enunciado do título deste capítulo, cujo intuito é o de sugerir que a noção de capital financeiro constitui o elemento central das características que permitirão conferir inteligibilidade aos fatos apresentados. Lembro que essa sugestão foi objeto de amplo debate na literatura econômica marxista, principalmente durante as primeiras décadas deste século, quando Rudolf Hilferding publicou o trabalho que se tornaria clássico neste campo: O Capital Financeiro (1910). Curiosamente, no entanto, o aspecto fundamental desse

debate foi perdendo sua vitalidade à medida que cresciam as evidências históricas de sua relevância. É certo que tal situação pode ser parcialmente debitada a uma série de ambiguidades na sua principal formulação - isto é, do próprio texto de Hilferding. Contudo, as impropriedades, ou mesmo os equívocos que se lhe atribuem estão longe de retirar a pertinência do que parece ser o seu argumento central: a transição do capitalismo, a partir do final do século XIX, para uma fase distinta, de feição predominantemente financeira.

2.1 CRITÉRIOS DE PERIODIZAÇÃO E O SETOR FINANCEIRO

Parece inegável que a referência a uma novo estágio do desenvolvimento capitalista teria requerido uma explicitação mais cuidadosa dos critérios que conduziram a este corte analítico. A ausência dessa discussão constitui uma das insuficiências do trabalho de Hilferding. Athar Hussein¹, numa revisão crítica do *Capital Financeiro*, destaca essa questão sugerindo, a partir de Althusser², que é no processo de reprodução que se deve buscar a possibilidade de identificar as variações relevantes do modo de produção capitalista. Nesta linha de raciocínio, os elementos fundamentais para a periodização do modo de produção capitalista seriam aqueles responsáveis pela determinação dos mecanismos de recomposição da força de trabalho e dos meios de produção. Em outros termos, ela seria condicionada pela definição da proporção na qual é distribuído o capital social entre as suas diversas aplicações.

Numa economia capitalista, a riqueza social está predominantemente organizada sob a forma de empreendimentos de propriedade privada. Ou seja, as empresas são as principais depositárias dos recursos produtivos da sociedade. Neste contexto a reprodução do sistema social equivale à renovação de suas empresas. Contudo, a reconstituição dessas unidades produtivas através do tempo não responde apenas à sua dinâmica interna - rentabilidade, excelência técnica, domínio de mercado, etc. - mas está subordinada ao movimento mais geral da riqueza privada. A proporção do capital social reunida sob o controle de cada firma específica é sobredeterminada pelo processo de valorização do capital privado, cujos limites - no capitalismo financeiro - já não se confundem com os da unidade empresarial.

1 Os parágrafos que seguem acompanham parte do desenvolvimento sugerido por Hussein, Athar em *Hilferding's Finance Capital Bulletin of the Conference of Socialist Economists* London, March/1976, Vol.V 1(13), pags.1-18

2 É importante esclarecer que este recurso ao pensamento de Althusser se restringe a um aspecto pontual (segundo a interpretação que lhe atribui Hussein) sem implicar qualquer outra identificação de caráter mais geral. Para uma crítica sintética do método althusseriano veja-se Prado Jr. Caio O Estruturalismo de Levi-Strauss, O Marxismo de Louis Althusser. São Paulo: Editora Brasiliense, 1971 pags.73 e segs.

O capital que flue em direção a tal ou qual atividade o faz a partir de critérios concorrenciais e comparativos que abarcam a economia como um todo, conformando a partir daí os empreendimentos a que se destinam esses fluxos. Vale dizer que o tamanho das empresas e as estruturas de mercado nas quais elas atuam são consequências, e não imposições, desse movimento de reprodução. Quando Hilferding se refere ao capital financeiro como sendo a fusão dos atributos dos capitais bancário e industrial³ ele está tratando precisamente da transformação desses critérios comparativos que norteiam a alocação da riqueza social. Segundo suas próprias palavras:

Chamo de capital financeiro o capital bancário, isto é, capital em forma de dinheiro, que deste modo se transforma em capital industrial. Frente aos proprietários mantêm sempre a forma de dinheiro, é investido por eles sob a forma de capital monetário, de capital produtor de juros, e pode sempre ser retirado sob a forma de dinheiro.⁴

Definido nesses termos menos restritivos - fusão de atributos, e não de instituições - a noção de capital financeiro adquire um grau de generalidade teórica significativamente mais relevante. Vai permitir, como se procurará arguir nas próximas seções deste capítulo, que se interprete de maneira mais consistente algumas das importantes manifestações concretas que caracterizam esse nova fase do desenvolvimento capitalista.

Neste sentido, a conversão do capital industrial em capital financeiro faz com que, para o capitalista individual, a máquina - um ativo ilíquido - se transforme em dinheiro - haver líquido. Dessa maneira, tornam-se imediatamente comparáveis as rentabilidades dos diferentes setores econômicos que se apresentam como possíveis alternativas à valorização do capital privado. Com efeito, é a crescente participação da riqueza líquida que caracteriza aquilo que se denominou de "feição predominantemente financeira" do capitalismo atual. Ou seja, a principal atividade do capitalista passa a ser a manipulação dos títulos, quando a riqueza privada se dissocia fisicamente dos recursos produtivos. É por essa razão que se pode falar na alteração dos mecanismos de reprodução capitalista como característica da transição do sistema para um estágio financeiro.

³ Os termos *capital industrial*, *capitalista industrial* e *capitalismo industrial* estão sendo aqui utilizados na sua acepção de riqueza, agente ou atividade que se desenvolve sob a égide do capital (apropriação privada dos meios de produção) abrangendo, além da indústria, as atividades dos setores agrícola e de serviços.

⁴ Hilferding, R. Das Finanzkapital: Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus, 1910; tradução inglesa Finance Capital: A study of the latest phase of capitalist development, London, Routledge & Kegan Paul Ltd, 1981, pag.225. Esta proposição será reapresentada com maiores detalhes nas seções subsequentes deste capítulo.

Ao discutir a superação dos obstáculos à equalização da taxa de lucro, Hilferding mostra que a associação de diversos capitalistas - em sociedades por ações - não apenas viabiliza as concentrações de recursos exigidas pela escala dos novos empreendimentos (a partir da segunda metade do século XIX) como também liquefaz e, portanto, torna móvel a riqueza antes cristalizada sob a forma de meios de produção. Ou, retomando o seu texto:

A mobilização⁵ de capital, naturalmente, não tem efeito sobre o processo de produção. Ela afeta unicamente a propriedade, criando apenas o mecanismo para a transferência da propriedade que opera de maneira capitalista; trata-se da transferência do capital enquanto capital, como uma soma de dinheiro que gera lucro. Como ela não afeta a produção, esta transferência é de fato uma transferência de títulos de propriedade sobre o lucro. O capitalista está preocupado apenas com o lucro, e é indiferente quanto a sua origem. Ele não faz uma mercadoria mas aquilo que está contido numa mercadoria, ou seja, o lucro.

Por essa razão, uma ação é tão boa quanto qualquer outra desde que, em igualdade de condições, ela proporcione o mesmo lucro. Toda ação é assim avaliada segundo o lucro que ela produz. O capitalista que compra ações, compra a mesma participação no lucro que qualquer outro capitalista que despenda a mesma soma de dinheiro. Desta forma, ao nível individual, a mobilização do capital garante que a equalização da taxa de lucro se realize para todo capitalista.

6

A evolução deste processo e a ampliação da parcela da riqueza privada transformada em capital financeiro fazem com que a acumulação privada (materializada numa massa de títulos negociáveis) ganhe uma amplitude e mobilidade que revolucionam o cálculo capitalista, transformando profundamente as estruturas produtivas e de mercado.

No capitalismo industrial o leque de alternativas disponíveis à valorização do capital privado acha-se restrito, não apenas pelo volume da riqueza e da capacidade gerencial individual ou familiar como também pelo ritmo com que se reconvertem em dinheiro (ou são realizados) os recursos comprometidos com os ativos imobilizados (períodos de depreciação/amortização). O desenvolvimento do capital financeiro rompe essas barreiras, abrindo perspectivas de

5 A mobilização deve ser aqui entendida como reunião de capitais ou seja, como a transformação de um empreendimento numa sociedade por ações.

6 Hilferding, pags.187 e 188

valorização onde antes elas não existiam - p.ex. em empreendimentos cujas necessidades de capital e/ou concentração de risco eram demasiado elevadas para a escala individual. Ele possibilita também o aprofundamento da racionalidade maximizadora dos lucros ao tornar transparentes e imediatamente comparáveis os mais variados e distantes empreendimentos produtivos. Neste sentido a Bolsa de Valores e as cotações de seu pregão em tudo se assemelham à vitrina onde se expõem as mercadorias e seus preços. Ainda segundo Hilferding:

O nível de lucro obtido, antes segredo de negócio da empresa individual, aparece agora expresso, de forma mais ou menos adequada, no nível de dividendos, facilitando a decisão sobre onde investir o novo capital.⁷

Mais do que ao "aprofundamento da racionalidade maximizadora de lucros", o negócio familiar que se converte numa sociedade por ações - cotadas numa Bolsa de Valores - submete-se à disciplina irrecorrível da concorrência entre capitais cuja órbita transcende tanto o mercado quanto a geografia de sua atuação empresarial. Por outro lado, o antigo gerente-proprietário transforma-se num possuidor de títulos prontamente negociáveis: uma riqueza líquida cujo montante é determinado pelos preços fixados em Bolsa. Cabe lembrar, por exemplo, que, sob o capitalismo financeiro, a oscilação nos valores das ações de uma loja de departamentos em Chicago deverá refletir tanto as suas circunstâncias específicas quanto as perspectivas mais ou menos promissoras de novos investimentos na antiga Alemanha Oriental. Da mesma maneira, o investidor norte-americano eventualmente insatisfeito com os rendimentos de suas ações industriais pode convertê-las, de forma instantânea e a baixo custo, em opções do mercado futuro de libras inglesas. Não se quer sugerir aqui, evidentemente, que o principal móvel do capitalista industrial fosse outro que a maximização de seus lucros, mas apenas realçar o fato de que o advento do capitalismo financeiro impôs novos parâmetros à dinâmica da acumulação privada. A crescente materialização da riqueza capitalista sob a forma de títulos negociáveis alterou os critérios de alocação dos recursos produtivos, ao incorporar alternativas e ritmos marcadamente distintos dos que vigoravam na fase industrial e portanto no mecanismo anterior de reprodução do capital.

Embora Hilferding não se ocupe explicitamente deste contraponto em nível mais abstrato, sua construção teórica em nada o contradiz e, pelo contrário, parece ganhar uma consistência adicional que lhe aprofunda o poder explicativo. Convém ressaltar que, ao abordar a evolução capitalista, Hilferding não foi o único que se concentrou nos desdobramentos

⁷ Idem, pag.188

históricos que lhe pareceram mais significativos ou politicamente mais relevantes, sem se preocupar com o arcabouço teórico que justificasse esse corte analítico. Na verdade, em termos mais gerais, a noção de uma fase financeira está longe de constituir o mais difundido dos diversos critérios com que se procurou periodizar a trajetória do capitalismo. Nas palavras de Altvater, por exemplo,

A idéia de que o desenvolvimento capitalista pode ser articulado numa série de etapas ou épocas é compartilhada por teóricos das mais diversas tendências, como Sombart, Varga, Lenin, Hilferding, Kuczynski, Bukharin, Schumpeter [cujos] critérios de divisão, naturalmente, são bastante diferentes...⁸

Este autor aprofunda a sua exposição ⁹ diferenciando nas teorias da transformação estrutural do capitalismo duas correntes distintas. A primeira seria a que caracteriza a etapa monopolista como a fase em que se exacerbam as crises econômicas, provocando em última instância a falência desse modo de produção. A segunda interpretação da expansão dos monopólios sugere a possibilidade de superação da anarquia do sistema através da coordenação que se viabiliza com o elevado grau de centralização do capital. Lenin e Bukharin no primeiro caso, e Tugan-Baranovski no segundo, figuram entre os principais autores que se enquadrariam nessas classificações de desenlaces antagônicos.

A análise crítica de cada uma dessas correntes foge ao escopo do presente estudo, além de apresentar pouco benefício para a compreensão da proposta de periodização que aqui se sugere. Não seria difícil argumentar que cada um desses recortes metodológicos corresponde a uma visão distinta do que deveriam ser os aspectos mais relevantes da dinâmica de uma economia capitalista. Neste sentido, a adequação de um corte analítico que toma a noção de capital financeiro como o seu eixo central só se evidencia na medida em que sua matriz teórica ou, pelo menos, a filiação do seu inspirador principal, Hilferding, seja explicitada. Não basta apenas, como se fez até o momento, definir os "critérios gerais deste corte analítico", mas é necessário apresentá-los no contexto de uma interpretação teórica consistente. Afinal, quase todos os estudiosos que se debruçaram sobre a questão da periodização do capitalismo ressaltaram, com maior ou menor ênfase, o aspecto financeiro de uma nova fase que se teria

⁸ Altvater, Elmar. *O capitalismo se organiza: o debate marxista desde a guerra mundial até a crise de 1929* in *Storia del Marxismo* organizado por Eric J. Hobsbawm, 1978-1982; tradução brasileira *História do marxismo* Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra, 1980-1987; Vol.VIII, Elmar Altvater et al. *O marxismo na época da Terceira Internacional: o novo capitalismo, o imperialismo, o terceiro mundo* 1987, pags.14 e 15

⁹ Idem, pag.15 e segs.

iniciado ao final do século XIX - fosse ela monopolista¹⁰, imperialista¹¹, tardia¹², monopolista de estado¹³, etc.

A eventual superioridade da presente proposta apoia-se numa compreensão específica do que constitui o suporte teórico dessa noção de finança (capital financeiro). É bem verdade que ao definir as variações do mecanismo de reprodução como elemento central a ser examinado já se excluiu alguns dos critérios mais frequentemente utilizados para a periodização do capitalismo: a estrutura de mercado. Hussein, a quem se recorreu para enfatizar a relevância desse enfoque, é taxativo ao afirmar que:

Considerando que as firmas são constituídas durante o processo de reprodução, segue-se que não são as características estruturais da firma - o tamanho, a diversificação das suas atividades produtivas - que devem servir como critério de periodização, mas, em seu lugar devem estar os fatores e relações que determinam a distribuição social do capital, ou dos meios de produção...Na verdade, o termo Capitalismo Monopolista é objetável porque ao se concentrar nas características da firma, ele produz uma periodização espúria do Capitalismo. Apesar da sua ampla adoção é necessário descartá-lo.¹⁴

Embora esta proposta esteja longe de constituir uma posição dominante ou de ampla aceitação entre aqueles que vêem o capitalismo como uma fase histórica socialmente determinada, ela tem encontrado respaldo em obras tão tradicionais quanto o Dicionário Palgrave de Economia que, na sua edição de 1987, apresenta um verbete sobre o *Capital Financeiro* cujo autor a subscreve integralmente:

10 Veja-se Baran e Sweezy, Paul A. e Paul M. Monopoly Capital Nova York, Monthly Review Press, 1966

11 Veja-se Lenin, Vladimir I. Imperialism, The Highest Stage of Capitalism: a popular outline, 1916; New York, International Publishers, 1985 e Bukharin, Nikolai I. L'Économie Mondiale et l'Impérialisme 1917; tradução brasileira A Economia Mundial e o Imperialismo Col. "Os Economistas" São Paulo, Nova Cultural, 1986

12 Este é o termo com que Ernest Mandel caracteriza o capitalismo do após guerra (1948-72). Veja-se o seu trabalho, Der Spätkapitalismus: Versuch einer marxistischen Erklärung 1972; tradução brasileira O Capitalismo Tardio Col. "Os Economistas" São Paulo, Abril Cultural, 1982; e, particularmente no que diz respeito a escolha dessa qualificação, sua justificativa às páginas 4 e 5.

13 Veja-se Boccara, Paul (org.) Le capitalisme monopoliste d'État Paris, Éd.Sociales 1976(1969)

14 Hussein, pag.8

*Como Hussein (1976) argumentou convincentemente, em termos das categorias marxistas ortodoxas, o conceito de capital financeiro provê uma base para a periodização do capitalismo que o capital monopolista não propicia. É a relação entre o capital financeiro e o industrial que determina a estrutura e o tamanho das firmas, e desta maneira, a finança determina o grau de "monopólio".*¹⁵

É importante ressaltar que a adoção do critério de periodização proposto por Hussein não significa uma identidade de pontos de vista quanto à sua definição de capital financeiro, como se verá mais adiante. Tampouco parece imperativo que se descarte o emprego de enfoques distintos na análise da evolução do capitalismo. Cabe, evidentemente, ordená-los hierarquicamente segundo o seu grau de generalidade¹⁶ e definir os limites de seu poder explicativo. Embora acredite que o estágio financeiro (o capital financeiro sucedendo ao capital industrial) constitua uma categoria mais abrangente e, na verdade, determinante do grau de monopólio e de atuação do Estado não vejo razão para objetar ao emprego destas denominações na medida em que estejam referidas a uma possível situação concorrencial ou de *laissez faire*.

Ou seja, aqui se propõe que o *elemento central das características que permitem conferir inteligibilidade ao capitalismo avançado - o capital financeiro -* somente adquire essa centralidade quando associado a um critério de periodização que se apoie nas variações do processo de reprodução tal como definido anteriormente. São precisamente estas variações que permitirão compreender os desdobramentos no plano da formação social, sumariamente apresentados ao longo do próximo capítulo deste trabalho, que diz respeito à sua evolução no caso dos EUA. Isto, no entanto, não exclue categorias de análise diferentes que examinem outras distinções no interior de um mesmo mecanismo de reprodução.

Ainda neste sentido, não se deve inferir qualquer sugestão evolucionista ou determinista na presente abordagem metodológica. Ao capitalismo industrial não se segue, obrigatoriamente, o capitalismo financeiro, embora a possibilidade deste desenvolvimento esteja contida nos elementos integrantes do capital industrial. São as características históricas especificamente nacionais (regionais ou locais) em sua interação com a evolução da economia

¹⁵ Tomlinson, J. *Finance Capital in The New Palgrave, A Dictionary of Economics*, editado por John Eatwell, Murray Milgate e Peter Newman. London: The MacMillan Press Limited, 1987, pag.339

¹⁶ Convém ressaltar que o emprego deste termo não tem nenhuma ligação com os conceitos de generalidades I, II e III proposto por Althusser em seus trabalhos mais conhecidos: *Pour Marx*, 1965 e *Lire le Capital*, 1966.

mundial - na medida da crescente internacionalização do capital - que vão produzir as condições mais ou menos favoráveis ao desenvolvimento do capital financeiro em cada caso particular.

Ao mesmo tempo, convém enfatizar que as críticas ou incompreensões que resultaram no abandono da linha de pensamento proposta por Hilferding estiveram longe de se limitar à ausência de um critério consistente de periodização. Na maior parte das vezes, a própria noção de capital financeiro foi descaracterizada de seu sentido mais abrangente e reduzida a uma simples expressão do conjunto de recursos empregado pelo setor financeiro (aqui compreendido como abarcando os bancos comerciais, bancos de investimento, corretoras de ações, companhias de seguros, etc.). Neste raciocínio, a transição para uma nova fase capitalista corresponderia a um período histórico em que a hipertrofia da intermediação bancária teria submetido a indústria ao seu comando. Lenin e Bukharin¹⁷ são dois exemplos notórios desta corrente teórica que deitou raízes profundas e duradouras¹⁸.

De acordo com essa interpretação, Hilferding ter-se-ia limitado a descrever um processo transitório cuja relevância se esgotou no primeiro quartel deste século, quando as grandes casas bancárias alemãs (*Deutsche Bank, Disconto-Gesellschaft, etc.*) e norte-americanas (*Morgan, Rockefeller, etc.*) tiveram seu período áureo. Uma síntese crítica deste raciocínio foi apresentada pelo marxista norte-americano Paul M. Sweezy, no seu conhecido trabalho de 1942 [Teoria do Desenvolvimento Capitalista].

Ao analisar a obra de Hilferding, Sweezy indica que:

*Veremos mais adiante, porém, que ele errou ao superestimar a importância do predomínio financeiro na última fase do desenvolvimento capitalista.*¹⁹

Neste "mais adiante" o autor propõe, numa assimilação direta do capital financeiro ao bancário, que:

17 Veja-se particularmente o capítulo II: *Os Bancos e seu novo papel* [The Banks and Their New Role] da obra de Lenin mencionada anteriormente.

18 Esta questão será retomada mais adiante na seção em que se redefine a noção de capital financeiro.

19 Sweezy, Paul M. The Theory of Capitalist Development 1942B; edição inglesa, Londres, Dennis Dobson Limited, Reimpressão de 1949 (1946), pag. 280

O capital bancário, que já teve seus dias de glória, volta novamente a uma posição subsidiária em relação ao capital industrial, restabelecendo dessa forma a relação que existia antes do movimento de combinação.²⁰

Ainda na mesma sequência, numa avaliação final do sentido de capital financeiro, Sweezy conclui que:

Não obstante, é de duvidar que a expressão "capital financeiro" possa ser afastada do sentido de domínio dos banqueiros que Hilferding lhe atribui. Se assim fôr, será preferível abandoná-la inteiramente e substituí-la pela expressão "capital monopolizador", que indica claramente o que é essencial ao conceito de Lenin de "capital financeiro" e não leva o leitor incauto a uma dedução errônea.²¹

Também aqui, a sugestão de um critério de periodização tal como o que se apresentou, deveria afastar liminarmente qualquer possibilidade de identificação com a análise de Sweezy. Por outro lado, a pertinência da sua crítica guarda um vínculo estreito com a particularidade de sua definição de capital financeiro. Seria possível indagar sobre a justeza de atribuí-la ao pensamento de Hilferding. Este debate, no entanto, está fora dos objetivos do presente trabalho.

O que aqui se pretende é a construção de um conceito de capital financeiro que auxilie a compreender o capitalismo contemporâneo. Tal tarefa, evidentemente, não pode prescindir das contribuições pré-existentes mas tampouco se confunde com uma reinterpretação das suas diversas vertentes. Ou seja, não se trata de tentar definir o "verdadeiro sentido" da obra de Hilferding, mas antes de partir do seu estudo para apresentar uma interpretação possível, cuja consistência seja avaliada no confronto com a evidência histórica disponível. Desta maneira, as ponderações de Sweezy ou de Lenin (bem como a de seus inúmeros seguidores) constituem um subsídio importante, mas sempre como pontos de apoio e não como o objeto de interesse principal. Os reparos que se fizerem às outras análises não estarão fundamentados numa possível divergência quanto a compreensão do texto de Hilferding - embora esse possa ser o caso - mas na superioridade do poder explicativo de uma interpretação alternativa.

20 *Idem*, p.268

21 *Idem*, p.269

Tal postura requer, desde logo, a explicitação daquilo que se qualificou como *o suporte teórico dessa noção de finança (capital financeiro)*. Embora num nível mais geral este *suporte* possa ser associado à obra de Marx, a multiplicidade de interpretações marxistas não permite contornar essa questão pressupondo um consenso acerca dos pontos de apoio necessários para a construção desse conceito.

2.2 A NOÇÃO DE CAPITAL E O CAPITAL FICTÍCIO

Neste sentido, talvez seja conveniente partir da própria idéia de capital - aparentemente incontroversa na sua acepção de relação social - para gradualmente desenvolver aquilo que se pretende definir como capital financeiro. As eventuais dificuldades desta primeira noção não decorrem, evidentemente, do seu significado mais geral, para o que basta remeter o leitor a uma das diversas passagens nas quais Marx enfatiza êste aspecto. Veja-se, por exemplo, a que segue:

...o capital não é uma coisa, mas determinada relação de produção, social, pertencente a determinada formação sócio-histórica que se representa numa coisa e dá um carácter especificamente social a essa coisa.....São os meios de produção monopolizados por determinada parte da sociedade, os produtos autonomizados em relação à força de trabalho viva e às condições de atividade exatamente dessa força de trabalho, que são personificados no capital por meio dessa oposição.²²

O que às vezes pode assumir um carácter menos nítido são as diversas formas nas quais *se representa* ou se materializa esta relação. Refiro-me aqui, por exemplo, às passagens em que Marx descreve a formação do capital fictício:

A formação do capital fictício chama-se capitalização. Cada receita que se repete regularmente é capitalizada em se a calculando na base da taxa média de

juros, como importância que um capital, emprestado a essa taxa de juros, proporcionaria; se, por exemplo, a receita anual = 100 libras esterlinas e a taxa de juros = 5%, então as 100 libras esterlinas seriam o juro anual de 2.000 libras esterlinas, e essas 2.000 libras esterlinas são agora consideradas o valor-capital do título jurídico de propriedade sobre as 100 libras esterlinas anuais.²³

.....

As ações de companhias ferroviárias, de mineração, de navegação etc...representam capital real, a saber, o capital investido e que funciona nessas empresas, ou a soma de dinheiro que é adiantada pelos sócios para ser despendida em tais empresas como capital. Do que não se exclui, de modo algum, a possibilidade de que representem mera fraude. Mas esse capital não existe duplamente, uma vez como valor-capital dos títulos de propriedade, das ações, e outra vez como capital realmente investido ou a investir naquelas empresas. Ele existe apenas nesta última forma, e a ação nada mais é que um título de propriedade, pro rata, sobre a mais-valia a realizar por aquele capital²⁴

.....

Na medida em que a desvalorização ou valorização desses títulos é independente do movimento de valor do capital real que eles representam, a riqueza de uma nação é exatamente do mesmo tamanho tanto antes quanto depois da desvalorização ou valorização.²⁵

Na sua postura de observador crítico, Marx ressalta o fato de que a acumulação de títulos ou ações não deve ser confundida com a ampliação dos recursos produtivos. Ou seja, o progresso material não pode apoiar-se na multiplicação de direitos sobre (prováveis) rendimentos futuros. Mas, se a riqueza social não se amplia com a transformação de um negócio familiar numa sociedade por ações, não se deve imaginar que os detentores dessa propriedade se deixem enganar pela aparência do "falso capital". Retomando as palavras de Marx:

22 Marx, K. *Das Kapital - Kritik der politischen Ökonomie*. Dritter Band, 1894; tradução brasileira *O Capital* Livro III, Col. "Os Economistas" São Paulo, Ed. Nova Cultural, Segunda edição, 1986(1984), vol. V, Cap. XLVIII: *A Fórmula Trinitária*, pag.269

23 Marx, 1894, vol.V, cap.XXIV: *Partes Constitutivas do Capital Bancário*, pag.11

24 *Ibidem*

25 *Idem*, pag.12

Com o desenvolvimento da capital portador de juros e do sistema de crédito, todo capital parece duplicar e às vezes triplicar pelo modo diverso em que o mesmo capital ou simplesmente o mesmo título de dívida aparece, em diferentes mãos, sob diversas formas. A maior parte deste "capital monetário" é puramente fictícia. ²⁶

O caráter ficcional destes títulos reflete uma ótica externa ao processo privado de acumulação. Ou seja, assim como Marx não se deixou iludir pela multiplicação destes direitos, tampouco o foram aqueles que os adquiriram em troca de "capital real". Trata-se, na verdade, de enfoques e objetivos diferentes. O proprietário que vendeu uma máquina, ou mesmo uma fábrica, e que, com o produto desta venda, comprou ações ou títulos de dívida não trocou haveres "reais" por ativos "irreais". Sob a ótica da acumulação privada um título é tão real quanto uma instalação industrial. O objetivo do capitalista (detentor de riqueza capitalista²⁷) é o de valorizar o seu capital e não o de acumular meios de produção.

Mas que capital seria este? O capital real? O capital fictício? Ambos e, ao mesmo tempo, nenhum. Ambos, na medida em que os haveres que compõem o capital privado podem estar materializados tanto numa como noutra espécie de ativo. Nenhum, porque para o proprietário individual este não é um critério relevante para a seleção dos itens que vão compor o seu estoque de riqueza (capital). É a rentabilidade, a liquidez e o grau de confiança depositado nas suas estimativas que vão induzir o proprietário a adquirir tais ou quais ativos. Mas como qualificar então este capital?

Para responder essa questão, convém retomar a citação anterior quando Marx afirma que o capital *não é uma coisa, mas determinada relação de produção, social, pertencente a determinada formação sócio-histórica que se representa numa coisa e dá um caráter especificamente social a essa coisa...* Neste sentido, o capital privado é uma das diferentes formas nas quais se expressa esta relação à qual Marx alude. Trata-se de uma massa de valores (*uma coisa*) cujo reconhecimento social confere aos seus detentores o comando sobre os meios de produção. Valor cuja magnitude reflete a ratificação do seu potencial de valorização, e não as suas qualidades físicas intrínsecas, ou a sua eventual eficiência produtiva.

²⁶ Idem, pag.14

²⁷ O termo *riqueza capitalista* está sendo utilizado para designar os valores privados cuja posse tem por objetivo a ampliação da acumulação individual; opõe-se portanto, aos *bens de consumo*.

Valor ainda, cuja posse tem por objetivo a acumulação de mais valor, ao invés do gozo de seus benefícios imediatos.

Capital real para Marx - na passagem que acaba de ser mencionada - é sinônimo de recursos produtivos organizados sob a égide do controle privado. É da natureza contraditória deste sistema que nasce uma forma de capital cujo processo de valorização se distancia da esfera produtiva. Apresentar a gênese e o desenvolvimento do capital fictício é demonstrar mais uma das dimensões conflitantes de um sistema no qual a socialização da produção se contrapõe a privatização do seu comando. Neste caso, o que interessa ao observador crítico - Marx - é a medida em que tal sistema é mais ou menos capaz de desenvolver o progresso material. E, neste sentido, o crescimento do valor-capital sob a forma de títulos constitui uma falsa ampliação - ficcional - do capital real.

A insistência no enfoque dessa questão decorre da importância de se compreender a diversidade de formas através das quais se manifesta a relação definidora (o capital) deste modo específico de produção (o capitalismo). Ao mesmo tempo em que a noção de capital fictício pode opor-se à de capital real, para o capitalista individual tanto a máquina quanto o título tem o seu valor determinado por uma estimativa de receita atualizada pela taxa de desconto apropriada. Sob esse ponto de vista não há porque estabelecer distinções entre estes haveres, exceto, evidentemente, no que se refere às características já enumeradas de rentabilidade, liquidez e confiabilidade.

O próprio Marx, em passagens nas quais a questão central é de outra espécie, refere-se à riqueza individual simplesmente como *capital* sem se preocupar em qualificá-lo como ficcional ou real, embora aí se misturem títulos e instrumentos de produção. Ao descrever a natureza da relação entre banqueiro e prestador, Marx afirma, por exemplo, que:

Se o Banco concede ao cliente de negócios um empréstimo baseado simplesmente em seu crédito pessoal, sem garantia de sua parte, então a coisa está clara. Ele recebe, sem dúvida, um adiantamento de determinada grandeza de valor como adição a seu capital até então empregado. Recebe-o em forma-dinheiro; portanto, não apenas dinheiro, mas também capital monetário.

Se recebe o adiantamento contra caução de títulos etc., então é adiantamento no sentido de que se lhe pagou dinheiro sob a condição de que será restituído. Mas não adiantamento de capital. Pois, os títulos também representam capital, e de montante maior que o adiantamento.²⁸

Neste trecho o Autor está preocupado com a distinção entre a ampliação do capital individual e a simples substituição entre diferentes formas de capital no âmbito restrito das relações privadas. Não há porque contrapor títulos aos meios de produção, já que tanto uns como os outros podem compôr a riqueza pessoal do emprestador.

Esta alternância não é única, e nem tampouco eventual. Tanto Marx quanto Hilferding frequentemente transitaram da esfera microeconômica (sob o enfoque do homem de negócios) para o nível agregado mais geral (macroeconômico) sem se preocupar em destacar essa variação nos distintos graus de abstração. As dificuldades que esta prática pode trazer são bem ilustradas pelo verbete no qual o *Dicionário do Pensamento Marxista* apresenta a sua interpretação do conceito de capital fictício:

*...O preço das ações será fixado de forma a torná-las atraentes como investimento na concorrência com os empréstimos, dados os maiores riscos existente no fluxo de lucro líquido em comparação com o fluxo de juros. Mas esse preço das ações pode exceder ao valor do capital realmente investido nas operações da empresa. Marx chama esse excesso de **capital fictício**, já que ele corresponde a uma parte do preço das ações que não corresponde ao valor de capital que realmente é investido na produção da empresa.²⁹*

Limitar a noção de capital fictício ao valor que excede o montante investido nas operações da empresa equivaleria a tomar como verdadeira a aparência da multiplicação do capital. Exatamente o oposto do que Marx parecia pretender. Afinal, a parcela não excedente ainda estaria duplamente representada - ações e meios de produção. Na verdade, todo e qualquer título de renda capitalizada constitui capital fictício na medida em que sua existência não corresponde a um meio de produção específico. Ou seja, uma ação não é o mesmo que um *registro de propriedade*. Seu possuidor não dispõe de um ativo fixo (edificações, máquinas ou equipamentos) mas sim de um direito sobre um rendimento futuro. E é justamente por essa razão que Marx inclui nesta categoria tanto os certificados da dívida pública quanto as ações ou debêntures de empresas industriais.

28 Marx, 1894, vol.IV, Cap.XXVI: *Acumulação de Capital Monetário, sua Influência Sobre a Taxa de Juros*, pag.326. Os grifos são meus.

29 Foley, Duncan. *Crédito e Capital Fictício* in *A Dictionary of Marxist Thought* editado por Tom Bottomore, 1983; tradução brasileira *Dicionário do Pensamento Marxista* Rio de Janeiro, Jorge Zahar Editor Ltda., 1988, pag.82

O que é importante ressaltar - sob pena de tornar incompreensível a noção de capital financeiro - é que neste processo de modificação da forma de riqueza - do *registro de propriedade* para a *ação* - os meios de produção deixam de integrar o estoque de riqueza individual (capital privado). A máquina ou o galpão industrial já não pertencem ao capitalista embora seu controle esteja subordinado àqueles que possuem os meios para comandá-los: o capital. Este comando no entanto não se exerce mais a partir da posse imediata dos instrumentos de produção, mas da manipulação dos títulos que conferem aos seus detentores o direito de gestão direta ou indireta (através da delegação de poderes) dessas unidades produtivas.

Vale dizer que nessa operação não se multiplicou nem o capital social nem o capital privado. Quem era antes proprietário de uma máquina tornou-se dono de um título. A máquina, por sua vez, passou a integrar os haveres da organização cuja administração responde a seus acionistas ou seus representantes. Desta maneira, se - ou talvez quando - a totalidade dos recursos produtivos estivesse organizada sob a forma de sociedades por ações não haveria posse privada dos meios de produção. É exatamente esse aspecto que permite a Marx afirmar - ao discorrer sobre a formação das sociedades por ações - que:

2) O capital, que em si repousa sobre um modo social de produção e pressupõe uma concentração social de meios de produção e força de trabalho, recebe aqui diretamente a forma de capital social (capital de indivíduos diretamente associados) em antítese ao capital privado, e suas empresas se apresentam como empresas sociais em antítese às empresas privadas. É a superação do capital como propriedade privada, dentro dos limites do próprio modo de produção capitalista.³⁰

30 Marx, 1894, vol.IV, Cap.XXVII: *O Papel do Crédito na Produção Capitalista*, pag.332 Nesta citação de Marx, a edição brasileira que se está utilizando empregou o termo abolição como o equivalente mais próximo de Aufhebung. Os tradutores, entretanto, acrescentaram uma nota explicativa esclarecendo que a interpretação dessa palavra deve seguir o seu sentido dialético que exprime um duplo movimento concomitante de supressão e preservação. Outro termo possível e talvez menos drástico seria superação (aqui adotado) embora sua utilização tampouco esteja isenta de ambiguidade. A respeito da definição hegeliana deste conceito o Worterbuch der Philosophischen Begriffe [Segunda Edição, Hamburg, Verlag von Felix Meiner, 1955, pag.92] apresenta uma citação do próprio Hegel, nos seguintes termos:

"Para o raciocínio especulativo é conveniente encontrar na linguagem palavras que contenham em si mesmas um sentido especulativo." Desta maneira, a transcendência no pensamento é "uma superação (abolição/Aufgehobene) que elimina apenas o que é mais imediato tratando, ao mesmo tempo, da sua preservação (Hegel, Gr.Log.I 93 ff.)"

Deve-se ter cuidado no entanto, em frisar *que a superação do capital como propriedade privada se desenvolve dentro dos limites do próprio modo de produção capitalista*, como bem o destaca o próprio Marx. Não é necessário que o capitalista comande pessoalmente a atividade produtiva para que ela se processe sob a égide do capital. A posse privada dos meios de produção não é substituída pela propriedade social mas antes pelo controle associado dos capitalistas o que portanto exclui a ingerência social. Preserva-se intocado, como característica constitutiva e definidora deste modo de produção, o divórcio entre trabalhadores e recursos produtivos. Isto não deve ser confundido com o crescimento das escalas de produção em si, nem com a especialização derivada do aprofundamento da divisão social do trabalho. Grandes empresas ou atividades especializadas podem organizar-se em estabelecimentos cooperativos, empreendimentos governamentais, etc. Ou seja, a sociedade por ações é um desenvolvimento específico da acumulação privada no contexto do modo de produção capitalista.

Na situação hipotética - já mencionada anteriormente - em que o conjunto dos recursos produtivos estivesse integralmente organizado sob a forma de sociedade por ações ter-se-ia, em contrapartida, a totalidade da riqueza privada (daí excluídos os bens de consumo duráveis) materializada naquilo que Marx definiu como capital fictício. E aqui a ficção não se limita à riqueza mas à própria existência do capitalista. Ao transformar-se em proprietário de uma "ficção" - sem sentido produtivo - o capitalista perde a sua função social. Fragiliza-se a fundamentação ideológica que buscava no talento gerencial e na frugalidade a justificativa para o seu rendimento. A sua transformação num capitalista-usufrutário, no contexto de um capitalismo firmemente enraizado, resulta na manutenção de um privilégio que, aparentemente, não apresenta nenhuma contrapartida produtiva. A habilidade empreendedora passa à responsabilidade do administrador assalariado e os proprietários capitalistas renunciam ao controle individual sobre a gestão da produção.

Ainda segundo Marx:

*Os capitalistas, enquanto funcionários do processo que, ao mesmo tempo, acelera a produção social e, com isso, o desenvolvimento do processo produtivo, tornam-se supérfluos na mesma medida em que gozam de seu usufruto por procuração da sociedade e que comandam trabalho social. Sucede com eles o que sucedeu com os senhores feudais, cujos direitos se transformaram - na exata medida em que seus serviços se tornaram supérfluos - em privilégios antiquados e inúteis, apressando assim o seu ocaso.*³¹

2.3 O PROCESSO DE CENTRALIZAÇÃO DO CAPITAL

Deixando de lado a *superfluidade* e o eventual *ocaso* dos capitalistas, convém examinar com mais vagar os mecanismos que conduzem a esta tendência. Aqui também residem alguns dos pontos ambíguos porém essenciais para a compreensão do capital financeiro.

Não parece difícil aceitar a idéia de que o desenvolvimento da concorrência intercapitalista tenha exigido a centralização de recursos produtivos em escalas superiores às disponibilidades individuais. Os obstáculos representados pelo volume, ou mesmo pela concentração de risco, foram contornados pela associação entre diversos capitalistas. Segundo Marx:

...O mundo ainda estaria sem estradas de ferro, caso ficasse esperando até que a acumulação de alguns capitais individuais alcançasse o tamanho requerido para a construção de uma estrada de ferro. No entanto, a centralização mediante as sociedades por ações chegou a esse resultado num piscar de olhos. E enquanto a centralização assim reforça e acelera os efeitos da acumulação, amplia e acelera simultaneamente a revolução na composição técnica do capital, que aumentam sua parte constante à custa de sua parte variável e, com isso, diminuem a demanda relativa de trabalho.

As massas de capital soldadas entre si da noite para o dia pela centralização se reproduzem e multiplicam como as outras, só que mais rapidamente e, com isso, tornam-se novas e poderosas alavancas da acumulação social. Ao falar, portanto, do progresso da acumulação social - hoje -, os efeitos da centralização estão implícitos.³²

31 Marx, Karl Theorien über den Mehrwert 1905-1910; tradução italiana do original revisado pelo Instituto para o Marxismo-Leninismo de Berlim (Marx-Engels Werke Bd.26.3, Berlim, Dietz Verlag, 1968) Teorie sul Plusvalore III in Opera Complete di Marx ed Engels vol. XXXVI, Roma, Editori Riuniti, 1979, pag.335

32 Marx, Karl. Das Kapital - Kritik der politischen Ökonomie. Erster Band, 1867; tradução brasileira O Capital, Livro I, Col. "Os Economistas" São Paulo, Ed. Nova Cultural, Segunda edição, 1985(1982), vol.I, Cap.XXIII: A Lei Geral da Acumulação Capitalista, pag.198

Ainda tratando deste fenômeno Marx distingue a centralização da concentração do capital. O segundo movimento seria a consequência simples do processo de acumulação e portanto da reinversão dos lucros obtidos por cada massa de capital individual. O contraponto entre estas duas noções pode ser ilustrado pela citação que segue:

Essa dispersão do capital global da sociedade em muitos capitais individuais, ou repulsão recíproca entre suas frações, é oposta por sua atração. Esta já não é concentração simples, idêntica à acumulação, de meios de produção e de comando sobre o trabalho. É concentração de capitais já constituídos, supressão de sua autonomia individual, expropriação de capitalista por capitalista, transformação de muitos capitais menores em poucos capitais maiores. Esse processo se distingue do primeiro porque pressupõe apenas divisão alterada dos capitais já existentes e em funcionamento, O capital se expande aqui numa mão, até atingir grandes massas, porque acolá ele é perdido por muitas mãos. É a centralização propriamente dita, distinguindo-se da acumulação e da concentração.³³

Ao se esforçar por tornar mais nítida a distinção entre concentração e centralização, Marx recorre, nesta e em outras passagens, a qualificações ambíguas como a "expropriação do capitalista" ou "perdido por muitas mãos", que podem conduzir à falsa impressão de que a centralização do capital estaria associada à destruição de uma parcela da riqueza - seja privada seja social.

Em seus termos mais abstratos, isto não é correto, e pode dificultar a compreensão do processo de financeirização da riqueza privada que resulta na formação do capital financeiro.

Assim, convém destacar, como parece claro na citação feita há pouco, que a centralização em questão trata da reunião de recursos produtivos. Ou, sendo ainda mais específico, da unificação do comando sobre uma crescente massa de meios de produção. Isto não implica a destruição ou perda do capital de quem quer que seja.

A simples associação, por exemplo, de alguns industriais do setor siderúrgico, transformando seus empreendimentos numa única grande companhia por ações, traria a centralização de gestão necessária ao eventual aproveitamento de economias de escala ou de técnicas de produção antes inacessíveis. Cada um destes indivíduos receberia em troca de suas

³³ Idem, pag. 196

máquinas e equipamentos um montante de títulos (ações) equivalente a sua participação no novo negócio. Não há porque presumir qualquer perda nos respectivos patrimônios individuais, supondo-se evidentemente que a negociação tenha se processado em condições de igualdade. Onde antes a riqueza privada estava materializada em meios de produção fisicamente identificáveis, ela passou a corporificar-se em ações cujo valor deve ser semelhante (ou até maior) ao dos bens incorporados pela nova sociedade.

Parece claro que esta é apenas uma das diversas possibilidades ou, um dos caminhos concretos, para a conversão de um empreendimento individual/familiar numa sociedade por ações. Muitas destas operações transcorreram em situações de acirrada concorrência, envolvendo falências, e até a destruição da riqueza individual e social. É importante apenas destacar que a centralização que Marx descreve em seu nível mais abstrato trata fundamentalmente da unificação do comando sobre o capital produtivo (*da supressão de sua autonomia individual*), e não deve ser confundida com a eventual expropriação ou anulação da riqueza privada.

No exemplo anterior, não há centralização de patrimônio individual. Os proprietários continuam senhores independentes de suas riquezas, podendo retê-las ou negociá-las da forma que lhes pareça mais conveniente. Como bem observou Marx *os títulos também representam capital... e ...a desvalorização ou valorização desses títulos é independente do movimento de valor do capital real que eles representam*. Os antigos industriais foram substituídos por, eventualmente, acionistas, acionistas e acionistas-gerentes, ou quaisquer outras combinações possíveis entre sócios e sócios-gerentes.

Como contraponto a essa interpretação do movimento de centralização, pode-se recorrer novamente ao *Dicionário do Pensamento Marxista*, onde em seu verbete sobre a *centralização e concentração do capital*, Anwar Shaikh afirma que:

*No todo, portanto, o capitalismo é caracterizado pela crescente capitalização da produção, bem como por uma crescente **centralização da propriedade do capital social***³⁴

Shaikh parece entender que, o que se centraliza, é a propriedade do capital social. E, no entanto, a centralização do comando sobre os recursos produtivos não exige a concentração da

³⁴ Shaikh, Anwar. *Centralização e concentração do capital* in A Dictionary of Marxist Thought editado por Tom Bottomore, 1983; tradução brasileira Dicionário do Pensamento Marxista Rio de Janeiro, Jorge Zahar Editor Ltda., 1988, pag.58. O grifo é meu.

propriedade privada. A sociedade por ações constitui uma das soluções possíveis para a contradição entre a *dispersão do capital global da sociedade* e a *sua transformação de muitos capitais menores em poucos capitais maiores*. O capital que se transforma numa massa unificada crescente é o capital social (recursos produtivos), enquanto o que preserva a sua individualidade/dispersão é o capital privado (riqueza privada). Em outros termos, trata-se de duas dimensões distintas - duas representações - de uma única relação social, qual seja, o capital. Segundo Hilferding:

*O crescimento dos empreendimentos sob a forma de sociedades por ações tornou o curso do desenvolvimento econômico independente dos eventos que influenciam o movimento da propriedade, este último se refletindo no destino das ações no mercado e não no destino da própria empresa. Por consequência a concentração das empresas pode ocorrer de forma mais acelerada do que a centralização da propriedade. Cada um destes processos segue as suas próprias leis, embora a tendência à concentração seja comum a ambos; parece, no entanto, ser mais fortuita e menos poderosa no movimento da propriedade e na prática é frequentemente interrompida por fatores acidentais. É esta aparência superficial que leva algumas pessoas a falar na democratização da propriedade através das ações. A separação da tendência da concentração industrial do movimento da propriedade é importante porque ela permite às empresas serem guiadas apenas pelas determinações tecnológicas e econômicas, desconsiderando os limites impostos pela propriedade individual.*³⁵

É bem verdade que o autor menciona uma *tendência à concentração* que seria comum tanto ao comando sobre os recursos produtivos quanto à propriedade privada. Embora amenizada de forma incisiva (*mais fortuita, menos poderosa e frequentemente interrompida*), Hilferding não apresenta qualquer evidência que apoie esta suposta tendência à centralização da propriedade. Mais do que isto, não parece existir, *a priori*, nenhuma razão lógica ou histórica que permita sustentá-la. E, a despeito desta questão duvidosa, o importante para o que aqui se pretende é a dissociação entre a riqueza privada e os meios de produção já que, sem isto, não é possível compreender o desenvolvimento do capital financeiro.

35 Hilferding, pags.126 e 127

2.4 A RIQUEZA E A GESTÃO DA PROPRIEDADE

Ao mesmo tempo, as possíveis divergências quanto à natureza desse processo de centralização não se limitam ao entendimento do que está sendo concentrado pois, em decorrência da referida ambiguidade, confunde-se também a dinâmica do comando sobre o "capital" unificado. Se capital social e riqueza privada são categorias idênticas - constituindo uma forma subreptícia de reificar uma relação social - a concentração da administração dos recursos produtivos se traduz na unificação da gestão da riqueza privada. Isto equivale a afirmar que acionistas de uma mesma companhia perderiam a liberdade de gerir, independentemente uns dos outros, as suas respectivas carteiras de títulos. É difícil imaginar-se cenário mais distante da realidade de um capitalismo que tem na Bolsa de Valores um dos seus principais espaços de negociação da riqueza privada. É neste particular que reside mais uma das dificuldades de compreensão deste processo, tendo em vista que os movimentos de fundação das sociedades por ações derivam, muitas vezes, da aquisição ou absorção de empresas menores por companhias maiores ou mesmo por capitalistas mais poderosos.

Conquanto os antigos proprietários das unidades menores possam ter sido excluídos da administração dos recursos produtivos, eles não foram afastados da gestão de sua riqueza. A mudança na forma da propriedade capitalista não eliminou a necessidade de administrá-la com os mesmos objetivos e cuidados anteriores. Não é verdade que o gerente-proprietário de uma carteira de títulos possa dedicar menor atenção ao processo de valorização do seu capital do que aquele que o detém sob a forma de máquinas e equipamentos. Por outro lado, convém lembrar que tanto o industrial como o acionista podem se distanciar dos negócios, delegando a administração de suas propriedades e de seus ativos a profissionais ou instituições especializadas. Isto não constitui uma especificidade da forma da riqueza privada, mas sim do tipo de capitalista. A contraposição estereotipada entre o "capitão de indústria" e o "acionista ocioso" expressa muito mais um preconceito ideológico do que um traço constitutivo do capitalismo contemporâneo.

Quando Marx se refere ao caráter passivo ou supérfluo do capitalista-proprietário, ele o faz do ponto de vista social, refletindo sua preocupação com a contribuição que esse personagem pode dar à ampliação dos recursos produtivos. Retomando a sua passagem sobre o papel do crédito na produção capitalista, tem-se:

3) Transformação do capitalista realmente funcionante em mero dirigente, administrador de capital alheio, e dos proprietários de capital em meros proprietários, simples capitalistas monetários. Mesmo se os dividendos que

*recebem incluem o juro e o ganho empresarial, isto é, o lucro total (pois o ordenado do dirigente é ou deve ser mero salário por certa espécie de trabalho qualificado, cujo preço é regulado no mercado de trabalho, como o de qualquer outro trabalho), esse lucro total passa a ser recebido somente na forma de juro, isto é, como mera recompensa à propriedade do capital, a qual agora é separada por completo da função no processo real de reprodução, do mesmo modo que essa função, na pessoa do dirigente, é separada da propriedade do capital*³⁶.

Analogamente ao trecho em que distingue o capital real do capital fictício, o Autor aqui desvenda a falsa "função" do capitalista. Ou seja, se a justificativa ideológica para a apropriação privada dos meios de produção se apoia no estímulo que o lucro pode proporcionar ao talento gerencial, *...esse resultado do máximo desenvolvimento da produção capitalista...*³⁷ exhibe toda a fragilidade deste argumento. Contudo, mais uma vez, é necessário ressaltar a sua posição de observador externo ao sistema, para não se deixar confundir por expressões como *mero administrador* ou *simples capitalista monetário*. Conquanto possa ser socialmente supérfluo, o capitalista monetário é tão capitalista quanto o industrial que o precedeu.

A iniquidade que Marx e Hilferding atribuem a essa modalidade de gerir a produção não deriva de uma eventual ociosidade dos proprietários, nem tampouco da forma de sua riqueza. A conversão de um grupo de empresários independentes em sócios de uma única companhia por ações não os transforma em capitalistas menos aceitáveis ou mais parasitários. É a preservação da dissociação entre trabalhadores e meios de produção que permite a manutenção dos privilégios capitalistas, e não a maior ou menor participação direta destes últimos na gestão dos recursos produtivos.

Na verdade, não se pode imaginar um movimento histórico de expropriação da classe trabalhadora sem o comando direto dos seus beneficiários. Por essa mesma razão, o surgimento de novos mecanismos de apropriação desses benefícios - a exemplo do capital fictício - somente ganham amplitude a partir da consolidação deste modo de produção. Contudo, uma vez institucionalizado, este sistema dispensa a figura enaltecida do empreendedor industrial independente, cujo caráter progressista é um traço exclusivamente ideológico.

Tanto para o capitalista industrial como para o monetário, a relevância econômica e o poder do indivíduo enquanto capitalista não decorrem da sua função na estrutura produtiva,

36 Marx, 1894, vol.IV, Cap.XXVII: *O Papel do Crédito na Produção Capitalista*, pag.332

37 *Ibidem*

mas do volume da sua riqueza privada. O pequeno proprietário, eventualmente "alijado" da administração produtiva por um processo de fusão de empresas, pode ser visto como talentoso homem de negócios que identificou uma nova oportunidade de valorização do seu patrimônio. Face ao impasse de uma concorrência que exigia uma concentração de riqueza acima das suas possibilidades, tratou de converter seu capital nas ações de uma companhia maior e mais rentável. É possível, aliás, que, a par da administração dessa riqueza sob nova forma, esse proprietário também se dedique à gestão de um outro empreendimento próprio ou de terceiros. Deve-se acrescentar ainda que companhias diminutas ou investimentos reduzidos não significam obrigatoriamente pequenos capitalistas. Muitos desses empreendimentos ou dessas participações podem fazer parte de capitais maiores sem que isto altere a sua posição de subordinação relativa.

É verdade que grandes capitalistas dispõem de um leque de alternativas e oportunidades que provavelmente lhes permite um ritmo de acumulação mais acelerado. O controle direto sobre a administração de uma sociedade por ações pode ser uma destas atividades eventualmente favoráveis. Informações privilegiadas ou contratos que beneficiem outras empresas de um mesmo acionista podem ser algumas destas vantagens. Neste sentido, o pequeno proprietário-gerente de um empreendimento que foi absorvido pelo concorrente maior perde esta possibilidade. Isto, no entanto, decorre da dimensão desigual dos capitais em competição, e não de algum benefício intrínseco que a gestão dos recursos produtivos deva proporcionar. Nunca é demais insistir que, ao "abrir mão" do controle direto sobre os meios de produção, o capitalista nada "perde" do que lhe é essencial como elemento garantidor dos seus privilégios enquanto capitalista.

Tampouco parece adequado descrever esta nova situação como sendo caracterizada pela "separação" entre a gestão e a propriedade do "capital", sem fazer qualificações muito cuidadosas. A ausência destas ponderações pode induzir o observador à falsa impressão de que o capitalista perdeu o poder discricionário sobre os seus haveres. Nada mais equivocado, pois tanto a riqueza privada permanece sob seu estrito comando (sob a forma de títulos), como os meios de produção continuam a ser organizados/alocados com o objetivo de maximizar os ganhos dos seus beneficiários capitalistas. O que se explicita neste processo é a rígida hierarquia dos capitais segundo as suas magnitudes. Ou seja, a sujeição do pequeno ao grande capitalista.

Este fenômeno não se restringe ao eventual confronto entre acionistas minoritários e majoritários. A título de exemplo pode-se lembrar que, assim como a relativa autonomia gerencial do comerciante local se reduz quando seu estabelecimento se transforma no representante exclusivo de uma empresa nacional, também o modesto industrial que passa a fornecer insumos para um grande intermediário/atacadista é obrigado a sujeitar-se aos ditames do comprador, perdendo boa parte de seu poder empresarial. No extremo desse processo, o

pequeno acionista é completamente excluído da administração da companhia da qual é sócio passando a gerência a ser um privilégio reservado aos capitalistas majoritários, ou àqueles que comandam grandes massas de capital.

A análise da administração empresarial no processo de desenvolvimento das sociedades por ações, particularmente no caso dos trabalhos de Hilferding e de Hobson³⁸, pode induzir a confusões uma vez que aí se misturam vários elementos convergentes porém distintos. Primeiramente, há uma questão técnica: com o crescimento das escalas de produção, não é razoável supor que famílias ou grupos restritos de indivíduos/empresários possam (ou sequer desejem) manter o controle absoluto de organizações complexas como as que caracterizaram as grandes sociedades por ações surgidas a partir da segunda metade do século XIX. A necessidade de especialistas familiarizados com o progresso das técnicas administrativas e as dificuldades sucessórias ligadas à herança dos sócios-fundadores já constituiriam motivo suficiente para justificar o movimento de profissionalização de seus quadros gerenciais. Consequentemente, a presença de importantes proprietários/acionistas na hierarquia decisória das grandes companhias foi se tornando cada vez mais rara. Isto não significa, entretanto, que a maior parte destes capitalistas/acionistas tenham "abandonado" a gestão de seus haveres em prol de uma "vida passiva". Embora aspectos sócio-culturais e históricos específicos possam ter determinado condutas diversas em distintas economias capitalistas, os estudos disponíveis não justificam a visão de uma classe proprietária dedicada ao lazer³⁹.

Neste ponto intervém um segundo aspecto decisivo e frequentemente negligenciado, em razão da confusão que se estabeleceu entre o capital privado e os meios de produção. Trata-se da compreensão de que o crescimento das sociedades por ações correspondeu a uma ampliação do capital fictício e à multiplicação dos mecanismos de manipulação e negociação destes títulos. A simples administração dessa nova forma de riqueza (ou a situação de *meros proprietários* a que se refere Marx) passou a ocupar uma grande parcela das atenções da classe capitalista e, em muitos casos, a totalidade da sua energia disponível. Tratava-se afinal - como ainda hoje se trata - do modo de administrar o seu capital.

Neste sentido, convém salientar que o simples progresso da acumulação - a concentração aludida por Marx - desaconselhava o reinvestimento dos seus benefícios num empreendimento singular - mesmo que isso fosse viável. A diversificação das aplicações, e a

38 Veja-se a este respeito o Capítulo VII *A Sociedade por Ações* da obra já citada de Hilferding e o Capítulo X *O Financista* de Hobson, John A. The Evolution of Modern Capitalism 1894; tradução brasileira A Evolução do Capitalismo Moderno, Col "Os Economistas" São Paulo, Abril Cultural, 1983

39 Veja-se, a título de exemplo para a sociedade norte-americana do século XX, o capítulo V *Os Muito Ricos* da conhecida obra de Wright Mills, C. The Power Elite 1956; tradução brasileira A Elite do Poder Rio de Janeiro, Zahar Editores, Quarta Edição 1981(1962); ou ainda, para um estudo empírico do início do anos de 1960, o trabalho de Barlow, R.; Brazer, H.E.; e Morgan, J.N. Economic Behavior of the Affluent Washington, D.C., The Brookings Institution, 1966

sua conversão em títulos e ações constituiu desde o início uma das trajetórias atraentes e até recomendáveis. Não foi a única, e é possível indicar situações históricas em que a propriedade e a gestão se mantiveram associadas até os dias de hoje, a despeito das gigantescas dimensões dos empreendimentos controlados por esses grupos ou famílias. Cabe lembrar que a diversificação, e conseqüente minimização do risco, também pode ser obtida a partir da criação de subsidiárias que distribuam os investimentos de uma entidade empresarial em diferentes áreas.

Nestes casos, a propriedade capitalista manteve-se identificada com os recursos produtivos. Mas, esta não tem sido a modalidade predominante - em termos do dinamismo e dos volumes envolvidos - nos países capitalistas avançados. Nestes, a maior parte dos grandes empreendimentos se converteu em sociedades por ações de controle pulverizado - ou, na melhor das hipóteses, sob o comando de grupos cuja composição é flexível e temporária. O principal traço distintivo dessa situação não aponta em direção à propalada "separação entre a administração e a propriedade do capital" (qualquer que seja o sentido conferido ao termo *capital*), mas antes à modificação da principal forma do capital privado.

Ao analisar este desdobramento, há trechos em que Hilferding parece fazer da gestão dos recursos produtivos o objetivo primordial da propriedade capitalista. Veja-se, por exemplo, o texto que segue:

Como resultado da transformação da propriedade em propriedade de ações os direitos do proprietário sofrem uma restrição. O indivíduo, como acionista, depende da decisão tomada por todos os outros acionistas; ele é apenas um membro de um conjunto maior e nem sempre um membro ativo. Com a ampliação dos empreendimentos organizados sob a forma de sociedade por ações, a propriedade capitalista se converte crescentemente numa forma limitada de propriedade que confere ao capitalista um direito sobre a mais valia, sem lhe permitir exercer qualquer influência sobre o processo de produção. Ao mesmo tempo esta limitação da propriedade confere aos acionistas majoritários poderes ilimitados sobre os minoritários e desta forma, os direitos de propriedade e controle irrestrito sobre a produção dos pequenos capitalistas é eliminado, tornando ainda menor o grupo daqueles que controlam a produção. Os capitalistas formam uma associação no controle da qual a maioria deles não pode opinar. O controle real do capital produtivo fica com indivíduos que de fato contribuíram apenas com parte dele. Os proprietários dos meios de produção

*deixam de existir como indivíduos, mas formam uma associação na qual o indivíduo tem apenas direito a uma parte alíquota do rendimento.*⁴⁰

Embora nessa passagem o Autor possa ter deixado transparecer uma preocupação quase que exclusiva com a unificação dos meios de produção, ele não ignorou a modificação na forma da propriedade privada, que é mencionada ainda outras vezes, como se pode evidenciar pelas suas considerações acerca das funções da bolsa de valores.

*A bolsa de valores tornou possível a mobilização do capital. Sob o ponto de vista legal esta mobilização envolve a transformação e, ao mesmo tempo, a duplicação dos direitos de propriedade. A propriedade dos meios de produção é transferida dos indivíduos para uma entidade legal que é, com efeito, constituída pela totalidade desses indivíduos mas na qual o indivíduo enquanto tal não tem direito sobre os bens. O indivíduo possui apenas um direito sobre o rendimento; sua propriedade que outrora significava um controle ilimitado e irrestrito sobre os recursos produtivos e, desta maneira, sobre gerência dos meios de produção, foi transformada num mero direito sobre o rendimento, subtraindo-lhe o controle sobre a produção.*⁴¹

Ainda numa nota de rodapé, vinculada a esse trecho, Hilferding lembra que na terminologia de J. Karner (Karl Renner) *houve uma modificação da função legal de uma instituição sem a alteração simultânea da norma legal.*

Na primeira das duas citações, quando o Autor afirma que o indivíduo *depende da decisão tomada por todos os outros acionistas*, ele parece sugerir que o objetivo do capitalista é o domínio da produção. Embora a atividade produtiva constitua a base da geração e da apropriação da mais-valia, a partilha deste excedente independe da participação direta do indivíduo-capitalista na gestão da produção. O que se aplica à economia em seu conjunto - os recursos produtivos organizados sob o domínio do capital - não tem expressão individual. Nem sequer é necessário que haja um único capitalista comandando os recursos produtivos para que haja valorização do capital privado. A alienação do trabalho excedente é garantida pela mercantilização (e pela separação) da força de trabalho e dos recursos produtivos. Se é

40 Hilferding, pag.127

41 Idem, p.140

importante enfatizar que o processo de circulação D...D' pressupõe uma atividade produtiva, esta pode ter lugar em paragens remotas, distantes dos capitalistas que dela se beneficiam e sob o comando de assalariados não proprietários. Na realidade, a crescente transformação da riqueza privada - de máquinas em títulos - obscureceu a tal ponto a origem produtiva desse processo de valorização que Marx se viu obrigado a criticar aquilo que ele chamou de *a vertigem de querer fazer dinheiro sem a mediação do processo de produção*. Nas suas próprias palavras:

Exatamente porque a figura monetária do valor é a sua forma autônoma, palpável, de manifestação, a forma de circulação D...D', cujo ponto de partida e ponto de chegada é o dinheiro real, expressa de modo mais palpável o motivo condutor da produção capitalista - o fazer dinheiro. O processo de produção aparece apenas como elo inevitável, como mal necessário, tendo em vista fazer dinheiro (Todas as nações de produção capitalista são por isso, periodicamente assaltadas pela vertigem de querer fazer dinheiro sem a mediação do processo de produção.)⁴²

Mas, Hilferding não se limitou a atribuir um falso objetivo aos capitalistas - a gestão da produção. Parece também não ter se apercebido de que o acionista é livre para dispôr da sua propriedade (título) - de seu capital - sem a anuência ou a consulta aos "sócios" os quais, na verdade, constituem muito menos sócios do que capitalistas concorrentes. A sociedade num empreendimento singular não precisa abranger a totalidade dos bens de cada investidor, nem elimina a concorrência entre os diferentes capitais individuais que podem ser compostos por uma infinidade de outros haveres. Neste cenário - o do mundo real - é perfeitamente plausível que um capitalista possua ações de duas empresas concorrentes. Embora não se possa imaginá-lo como membro da administração de ambas as companhias, essa estratégia de valorização é plenamente aceitável e corriqueira.

É verdade que o poder absoluto dos capitalistas sobre os meios de produção tem sofrido uma crescente limitação, embora por motivos alheios à disseminação das sociedades por ações. A administração da propriedade produtiva tem sido objeto de inúmeras restrições, particularmente no período que se iniciou no último quartel do século XIX nos principais países capitalistas. A pressão popular, os sindicatos e os movimentos políticos que desaguaram nos regimes de governo representativo, hoje dominantes nesses países, foram crescentemente

42 Marx, Karl. Das Kapital - Kritik der politischen Ökonomie. Zweiter Band, 1885; tradução brasileira O Capital, Livro II: Col. "Os Economistas" São Paulo, Ed. Nova Cultural, Segunda edição, 1985(1984), vol.III, Cap.I: O Ciclo da Capital Monetário, pag.44

fortalecendo o caráter social da gestão dos recursos produtivos. A amplitude do domínio privado foi restringida de forma acentuada. O mesmo não se deu, entretanto, com a livre disponibilidade do capital fictício. Essa questão irá ter consequências importantes para as futuras tentativas de disciplinamento das economias capitalistas na medida em que à regulamentação dos recursos produtivos vai se contrapor a liberdade e fluidez do capital fictício. Contrariando a afirmação do Autor, é possível sugerir que a "liberdade" do pequeno - e mesmo do grande capitalista - em dispor de sua riqueza foi plenamente preservada através da transformação do seu capital de máquinas e equipamentos em títulos negociáveis.

Na segunda citação Hilferding parece mais sensível à questão da transformação do capital privado, embora não consiga ir além da sugestão de que teria havido uma duplicação, não especificada, do direito de propriedade⁴³. Convém lembrar a esse respeito que a posse de uma máquina, ou o *controle ilimitado e irrestrito* sobre este meio de produção, só tem sentido econômico na medida em que isto confere a seu detentor um direito sobre a renda gerada pela sua utilização. É possível argumentar que o proprietário individual de um equipamento fabril pode removê-lo da posição em que se encontra, interromper a sua operação, vendê-lo ou até mesmo destruí-lo. Este é um raciocínio hipotético e irreal cuja origem deve ser atribuída à indistinção com que frequentemente se abordou a natureza da propriedade dos bens de consumo e dos meios de produção.

Diferentemente da compra de um bem de consumo, a aquisição de uma máquina (ou mesmo de uma unidade fabril completa) não tem por finalidade o desfrute, o controle ou a posse deste objeto (ou conjunto de objetos). O que se compra e vende é o fluxo a ser gerado por estes haveres. Trata-se da etapa de um processo de valorização do capital, cujas alternativas são determinadas pela concorrência intercapitalista. A elevação das escalas mínimas de produção afastou grande parte das atividades econômicas dos trajetos possíveis para a atuação independente dos capitais individuais. Nesses casos, a fórmula da associação de capitalistas - a sociedade por ações - não "restringiu" o direito de propriedade por excluir a atuação gerencial de cada um dos sócios. Ela apenas alterou o mecanismo de valorização da riqueza daqueles que optaram por mantê-la nessas atividades.

Numa analogia a esse movimento, pode-se assinalar que o agricultor que se filia a uma cooperativa de produção "perde" seu direito irrestrito sobre uma parcela dos meios de produção. Este raciocínio também se aplica ao médio empresário que engarrafa e comercializa refrigerantes sob licença de uma grande companhia fornecedora. O agricultor cooperado ou o empresário franqueado não pode mais fixar preços, determinar a qualidade, reduzir, ou mesmo

43 Esta sugestão parece inspirada nas passagens em que Marx se refere à falsa multiplicação do capital, aqui discutida na seção 2.2 sobre a Noção de Capital e o Capital Fictício.

paralisar, a atividade de seu empreendimento que agora é parte integrante de uma estrutura complexa.

O *mero direito sobre o rendimento, subtraindo-lhe o controle sobre a produção* a que Hilferding se refere, ignora o fato de que o acionista, como já foi afirmado anteriormente, continua livre para dispôr de sua ação como bem lhe convier. Um modesto acionista pode, a qualquer momento, converter seus títulos em recursos produtivos de um pequeno negócio e "reassumir" o controle sobre os meios de produção. Não se trata de um direito irrestrito, em razão do desenvolvimento político-institucional há pouco mencionado, mas ele é tão absoluto quanto possível neste novo contexto histórico. Sua influência na gestão da grande companhia, da qual possui (ou possuía) ações, irá ser limitada pelo impacto que sua decisão pode provocar na cotação da Bolsa de Valores, onde tais títulos são negociados. E esse impacto será tão relevante quanto a sua participação no volume total do capital privado da economia em questão.

É importante compreender, no entanto, que a intensidade dessa influência depende, não da sua posição na hierarquia administrativa da empresa, mas do montante de sua riqueza pessoal. Para tornar essa questão ainda mais nítida, talvez fosse útil ressaltar que as ponderações acerca da gestão de uma companhia manifestadas por um grande acionista - mesmo ausente da administração empresarial - são comumente acolhidas, respondidas e eventualmente acatadas se esta for considerada a conduta mais adequada. Isso equivale a dizer, em síntese, que a multiplicação das sociedades por ações não transformou os pequenos capitalistas em *membros inativos de um conjunto maior*, na medida em que sempre foram parte de um conjunto mais amplo compreendido pela totalidade do capital privado. A participação de cada um sempre foi proporcional ao volume relativo de seus haveres. Tampouco é razoável afirmar que eles tenham sido excluídos ou afastados de sua atividade precípua: a valorização da riqueza privada. Houve uma alteração dos mecanismos desta atuação, sem que isso tenha modificado o domínio do capital sobre a gestão dos recursos produtivos. Máquinas e equipamentos continuaram a ser organizados em subordinação aos interesses do capital privado.

Quando Hilferding afirma que *a propriedade dos meios de produção é transferida dos indivíduos para uma entidade legal* ele não parece atentar para o sentido transformado que o direito de propriedade assumiu sob o capitalismo avançado. A noção de propriedade privada dos meios de produção foi gradualmente perdendo o sentido de posse de um bem (etapa necessária para a sujeição da força de trabalho) para assumir o caráter exclusivo de usufruto. Ou seja, de um direito sobre os rendimentos derivados do seu emprego produtivo. Esse desdobramento legal-institucional está associado, mas não deve ser confundido, com a evolução da sociedade por ações. Ao comprar uma máquina, o empresário individual não visa um bem, mas o rendimento que a posse desse instrumento lhe proporciona.

À medida em que se amplia a escala, e que se acentua a especialização, da produção, a propriedade-gestão de máquinas e equipamentos isolados vai perdendo sentido econômico. Os meios de produção passam a ser operados em conjuntos complexos e interdependentes. O empreendimento capitalista moderno reúne grandes agregados de bens e técnicas sem os quais não se pode dar andamento ao processo de acumulação. Os rendimentos desta operação, no entanto, continuam monopolizados pelos seus proprietários, embora a sua coordenação e controle possam estar a cargo de funcionários assalariados.

Tampouco é conveniente falar em transferência de propriedade onde só há cessão da posse, uma dimensão parcial e secundária da propriedade capitalista. O proprietário-acionista mantém integralmente o seu *direito sobre os bens*, a que Hilferding se refere, ao apropriar-se individualmente e em proporção à sua contribuição, dos benefícios gerados por tais haveres. Deve-se acrescentar ainda que há uma rigorosa igualdade entre o pequeno e o grande acionista na partilha dos ganhos, já que a valorização patrimonial e a eventual distribuição de dividendos reflete a participação relativa de cada investidor no capital total.

2.5 CAPITAL BANCÁRIO E CAPITAL INDUSTRIAL

Sob a forma de ações de um mesmo empreendimento a riqueza de cada proprietário constitui apenas um montante homogêneo que - exceto quanto à sua magnitude - não se distingue dos haveres de seus pares. Isto não impede entretanto que grandes massas de capital líquido - títulos prontamente conversíveis em dinheiro - se beneficiem de oportunidades mais rentáveis naquelas atividades onde o seu volume possa constituir-se num elemento decisivo. Se pequenos e grandes acionistas de uma mesma empresa obtêm um retorno proporcionalmente idêntico, somente aos grandes detentores de riqueza é facultada a possibilidade de assumir o controle total da companhia e de promover uma reorientação empresarial que favoreça outros negócios de sua propriedade, ou mesmo de tentar açambarcar o mercado dessas ações. Em determinadas circunstâncias, tal faculdade pode resultar em ganhos diferenciados que proporcionem ritmos de valorização marcadamente distintos. Afinal, não deve causar espanto a afirmação de que ao grande capital se reservam sempre as atividades mais lucrativas, estejam elas ligadas à produção de bens ou à manipulação de títulos.

Esta correlação entre o volume de recursos e a velocidade potencial de sua acumulação é particularmente confusa nas análises de Hilferding e de Hobson acerca da efervescência financeira do final do século XIX. A ênfase atribuída por ambos aos lucros extraordinários obtidos por banqueiros e financistas na conversão dos empreendimentos familiares em

sociedades por ações acabou obscurecendo o caráter geral desse movimento, sobrevalorizando os seus resultados mais imediatos⁴⁴. Sob uma perspectiva teórica mais abrangente, teria sido importante destacar que o *modus operandi* do capital responsável por essas operações - materializado em instituições financeiras - refletiu apenas uma conjuntura particularmente favorável a esse tipo de atividade. O que se estava ampliando e consolidando era, na verdade, uma nova forma de riqueza (ações e títulos), e não um determinado mecanismo superior de valorização. Bancos e corretoras, banqueiros e financistas, eram - e são - apenas massas de capital ou capitalistas que, numa situação específica, optaram por um instrumento que lhes pareceu mais adequado às condições de acumulação daquele período.

Tomando-se o caso dos EUA na segunda metade do século XIX como exemplo, é possível afirmar que a construção de ferrovias, a especulação imobiliária, a indústria petrolífera e as operações bursáteis constituíram alternativas perfeitamente intercambiáveis para a acumulação de diversas das maiores fortunas daquela época.

Contudo, ao analisar esse processo, Hobson parece ter confundido a dinâmica do capitalismo com o surgimento de uma hierarquia que deveria estratificar os capitalistas segundo a sua área de atuação. Num capítulo sugestivamente intitulado de *O Financista*, o autor afirma que:

*Quando nos damos conta do duplo papel desempenhado pelos bancos no financiamento das grandes companhias, primeiramente como promotores e subscritores (e frequentemente como possuidores de grandes lotes de ações não absorvidas pelo mercado) e, em segundo lugar, como comerciantes de dinheiro - descontando títulos e adiantando dinheiro - torna-se evidente que o "negócio" do banqueiro moderno é a gestão financeira geral (general financier) e que a dominação financeira da indústria capitalista é exercida fundamentalmente pelos bancos.*⁴⁵

44 Hilferding, por exemplo, faz uma apresentação detalhada destas operações de conversão, demonstrando a origem do que ele chamou de "ganhos do fundador" (ou do promotor) que são explicados pela diferença entre a rentabilidade da empresa que se transforma em sociedade por ações e a taxa de juro pela qual se capitaliza os investimentos em títulos de risco semelhante. Veja-se a este respeito, a Seção 1 (*Dividendos e lucros do promotor*) do Capítulo 7 (*A sociedade por ações*) às páginas 107 e seguintes da obra citada.

45 Hobson, pag.188

Embora pouco citado na literatura recente que trata do capital financeiro - Hilferding ocupa aí, legitimamente, uma posição de maior destaque - esse trecho de Hobson exprime uma noção que, explícita ou implicitamente, subsiste até hoje em certas correntes importantes do pensamento marxista. Trata-se da visão segundo a qual as instituições bancárias (bancos comerciais e de investimento, casas corretoras e seguradoras, etc.) assumem um caráter dominante sobre os processos de valorização industrial do capital privado. Veja-se, apenas a título de exemplo, o texto de abertura de um artigo de 1979, sobre a expansão do capital financeiro internacional:

Em 1915, N. Bukharin escrevia: "O capitalismo financeiro mundial e a dominação internacionalmente organizada dos bancos é um dos fatos permanentes da realidade econômica" (Bujarin, Nicolai I., El Imperialismo y la Economía Mundial, Buenos Aires, Cuadernos de Pasado y Presente, 1971). Não se poderia expressar melhor a idéia de que a internacionalização do capital bancário é um componente orgânico do capital financeiro internacional, o que caracteriza uma fase específica no desenvolvimento do capitalismo. Se se agrega que o capital financeiro procede da fusão entre o capital bancário e o capital industrial, deduz-se então que a compreensão desta fase do capitalismo implica no estudo de uma dupla relação: entre o banco e a indústria por um lado e entre o capital financeiro e a internacionalização do capital por outro.⁴⁶

Na literatura norte-americana de inspiração marxista pode-se tomar o exemplo do trabalho intitulado de Bank Control of Large Corporations in the United States em cuja página 118 o autor afirma que:

A crença generalizada de que a revolução gerencial da administração empresarial estava quase completa nos anos de 1960 é baseada numa evidência que desconsidera uma das mais importantes formas de controle empresarial. O controle financeiro que era tão amplamente reconhecido no primeiro período deste século permanece uma forma importante de dominação sobre as grandes companhias não financeiras. No período que se seguiu a Segunda Guerra, os

46 Andreff, Wladimir e Pastré, Olivier. *La genesis de los bancos multinacionales y la expansión del capital financiero internacional* in Estévez e Lichtensztejn, Nueva Fase del Capital Financiero, Mexico, Editorial Nueva Imagen SA, 1981, p.49

*haveres dos departamentos de trust, que constituem a principal base de poder das instituições financeiras de hoje, tem crescido rapidamente.*⁴⁷

Convém lembrar que o próprio Sweezy, ao refutar a aplicabilidade do conceito de capital financeiro, atribui a Hilferding a noção de dominação de um setor econômico sobre os demais. Para trabalhos brasileiros mais recentes veja-se o artigo de L.G. Belluzzo e Maria da Conceição Tavares [*Capital financeiro y empresa multinacional*] publicado na mesma coletânea organizada por Estévez e Lichtensztein onde os autores (às páginas 40 e 41) fazem suas as palavras de Hobson que aqui se utilizam como referência.

A primeira objeção que se poderia levantar contra esse tipo de proposição deriva mesmo da incompreensão daquilo que se define como capital bancário. Ou seja, do seu significado como parte integrante do capital industrial, aqui entendido como a categoria mais geral que se sucede ao capital mercantil. Segundo as palavras de Marx:

*O capital industrial é o único modo de existência do capital em que não só a apropriação de mais-valia, ou respectivamente, mais-produto, mas, ao mesmo tempo, também sua criação é função do capital. Condiciona, por isso, o caráter capitalista da produção; sua existência implica a contradição entre capitalistas e trabalhadores assalariados. Na medida em que se apodera da produção social, a técnica e a organização social do processo de trabalho são revolucionados e com elas o tipo econômico-histórico da sociedade. As outras espécies de capital, que apareceram antes dele em meio a condições sociais de produção pretéritas ou decadentes, não só lhe são subordinadas e modificadas, de acordo com ele, no mecanismo de suas funções, mas só se movimentam ainda com base nele e, por isso, vivem e morrem, sustentam-se e caem.*⁴⁸

Do desdobramento analítico deste capital industrial surge o que Marx denomina de capital de comércio de dinheiro (ou bancário):

47 Kotz, David M. Bank Control of Large Corporations in the United States Berkeley e Los Angeles: University of California Press, 1978, pag. 118

48 Marx, 1885, vol.III, Cap.I: *O Ciclo do Capital Monetário*, pag.43

Os movimentos puramente técnicos que o dinheiro realiza no processo de circulação do capital industrial e, como podemos acrescentar agora, do capital de comércio de mercadorias (já que este assume parte do movimento de circulação do capital industrial como seu movimento próprio e particular) - esses movimentos autonomizados como função de um capital específico que os executa, e só eles, como operações que lhe são peculiares, transformam esse capital em capital de comércio de dinheiro.....Do capital global se separa agora e se autonomiza determinada parte em forma de capital monetário, cuja função capitalista consiste exclusivamente em executar para toda a classe dos capitalistas industriais e comerciais essas operações. Assim como no caso do capital de comércio de mercadorias, parte do capital industrial, existente no processo de circulação na forma de capital monetário, se separa e executa essas operações do processo de reprodução para todo o capital restante. Os movimentos desse capital monetário são, portanto, por sua vez, apenas movimentos de uma parte autonomizada do capital industrial empenhado em seu processo de reprodução.⁴⁹

Não faz sentido falar-se em dominação onde o capital bancário é compreendido como uma parte constitutiva do capital industrial. A categoria mais abrangente - a do capitalismo industrial opõe-se ao capitalismo mercantil ou, eventualmente, a um indefinido capitalismo pós-industrial, mas nunca a um "capitalismo bancário", a menos que se confira um novo significado ao termo "bancário". Na verdade, o contraponto para uma possível proeminência do segmento financeiro seria a sua dimensão setorial. Ou seja, a submissão das atividades da indústria ou do comércio de mercadorias ao setor de comércio de dinheiro. Supondo-se que a idéia de dominação tenha expressão econômica e possa portanto ser traduzida por uma rentabilidade superior à vigente nos setores subordinados, seria necessário superar mais uma objeção de caráter geral. Ainda segundo Marx:

...O capital comercial ou de comércio divide-se em duas formas ou subespécies, capital de comércio de mercadorias e capital de comércio de dinheiro...⁵⁰

49 Marx, 1894, vol.IV, Cap. XIX: *O Capital de Comércio de Dinheiro*, pag.237

50 Idem, pag.203

*Ainda assim, como a fase de circulação do capital industrial constitui uma fase do processo de reprodução tanto quanto a produção, o capital que funciona autonomamente no processo de circulação tem de proporcionar o lucro médio anual tanto quanto o capital que funciona nos diferentes ramos da produção. Se o capital comercial proporcionasse um lucro médio percentual mais elevado do que o capital industrial, então parte do capital industrial se transformaria em capital comercial. Se proporcionasse um lucro médio mais baixo, então ocorreria o processo inverso*⁵¹.

É possível argumentar que Marx se refere aí a um quadro teórico que ficou conhecido, na literatura econômica, como de "capitalismo concorrencial", e que a efetiva convergência ao lucro médio - por oposição uma simples tendência - depende das condições em que opera essa concorrência. Acrescente-se que características setoriais específicas podem, teoricamente, gerar e preservar lucros setoriais distintos. Neste raciocínio o setor bancário deveria apresentar barreiras à entrada que o tornassem invulnerável à competição de capitais estranhos à sua área.

Embora seja logicamente plausível, tal hipótese exige uma convincente demonstração em dois níveis. No primeiro, seria necessário provar que este setor obteve, ou obtém, uma lucratividade acima daquela que lhe cabe, segundo a sua participação no capital total. No segundo, ainda mais difícil, seria preciso demonstrar que tal situação não é meramente transitória ou acidental, mas que decorre de características imanentes a uma nova fase do capitalismo. Como aqui a noção de hegemonia ou dominação de um setor está restrita a sua expressão econômica mais concreta (rentabilidade substancialmente acima da média), pode-se afirmar que não há, até onde se saiba, qualquer evidência empírica que permita sustentar essa hipótese. Contra a probabilidade desta evidência conspira precisamente a "feição financeira" do capitalismo atual, no qual a riqueza privada adquire uma elevada mobilidade e desenvolve um leque extremamente flexível de aplicações alternativas, como se verá mais adiante.

Numa outra linha de raciocínio convém mencionar um conjunto de trabalhos que apontam para a hipótese de que a proeminência do setor bancário se caracterizaria pelo controle que este setor exerce sobre a administração dos empreendimentos não-financeiros (industriais, comerciais, agrícolas e de serviços)⁵². Embora evite a imprecisão da noção de dominação - costumeiramente empregada de forma um tanto vaga, sem que se indiquem os mecanismos necessários e adequados para que se possa avaliar a extensão ou o grau deste

⁵¹ Marx, 1894, vol.IV, Cap. XVII: *O Lucro Comercial* pags. 213 e 214. Os grifos são meus.

⁵² Veja-se a esse respeito o estudo de Kotz, citado anteriormente, e o de Parlo, V. *The Empire of High Finance* Nova York, International Publishers, 1957.

fenômeno - tampouco neste caso se logra evitar uma certa ambiguidade entre as noções de elemento controlador e/ou beneficiário.

Os debates que normalmente envolvem este argumento costumam ter por objetivo a identificação do comando real - por oposição ao nominal ou legal - sobre os haveres produtivos. Seu alvo principal é o grupo de estudiosos que atribui aos gerentes assalariados um domínio absoluto sobre as decisões empresariais. Trata-se, neste caso, da vertente teórica que ficou conhecida como a do "capitalismo gerencial" (*managerial capitalism*) que será objeto de um comentário mais extenso ao longo do terceiro capítulo do presente trabalho⁵³. Para os partidários dessa corrente, a multiplicação e pulverização dos acionistas teria eliminado o seu poder de intervenção na administração das companhias das quais são sócios. Em favor do controle financeiro, alega-se que um volume crescente destes títulos vem sendo depositado - desde o final da Segunda Guerra Mundial - sob a guarda e administração das instituições bancárias⁵⁴. Nesta situação, essas entidades estariam assumindo uma influência que acabaria por transformá-las nas verdadeiras gestoras dos empreendimentos capitalistas.

No que se refere ao objeto central desta seção - o contraponto entre o capital bancário e o industrial - há uma superposição de duas questões que devem ser tratadas separadamente. Em primeiro lugar, na medida em que estas instituições forem as proprietárias das ações sob sua guarda, ter-se-ão concentrado tanto o controle quanto os benefícios eventualmente derivados destes títulos. Assim, se a totalidade das ações de um determinado empreendimento não-financeiro passar à propriedade de uma casa bancária, tais títulos deixam de se apresentar como um veículo para a valorização da riqueza privada. A apropriação dos ganhos eventualmente proporcionados por esse empreendimento será canalizada para os capitalistas individuais através do banco controlador e proprietário. A situação destes haveres é análoga a de um equipamento industrial que, teoricamente, tanto pode ser adquirido por uma sociedade por ações como por um capitalista individual.

Na hipótese de todas as companhias não-financeiras serem da propriedade de empresas bancárias, o capital de comércio (nas suas duas subespécies - de dinheiro e de mercadorias) perde a sua autonomia para refundir-se no capital industrial (na sua acepção mais abrangente). Não haveria então como falar em controle de um setor pelo outro, já que se estaria discutindo uma técnica administrativa no interior de uma entidade econômica singular. Tratar-se-ia da

53 Embora a origem desta corrente deva ser buscada na obra de Berle e Means The Modern Corporation and Private Property (Nova York, Harcourt, Brace, and World, 1932) um dos trabalhos mais conhecidos neste particular é o de Marris, R.L. The Economic Theory of "Managerial" Capitalism Londres: Macmillan, 1964.

54 É importante ressaltar que o domínio das instituições financeiras que se atribui ao trabalho de Hilferding ou mesmo de Hobson, deve-se ao fato de que os bancos/financistas teriam sido os proprietários dos títulos e ações, e não apenas os depositários ou administradores de haveres de terceiros. Na primeira hipótese os benefícios provêm dos ganhos sob a forma de dividendos ou de valorização patrimonial, enquanto na segunda trata-se da remuneração (comissões ou taxas) obtida pelos serviços prestados.



localização de uma instância decisória superior num departamento ou numa unidade bancária que se constitui num dos elementos integrantes de um complexo empresarial.

Deixando de lado este cenário pouco plausível, em que todas as companhias não-financeiras são possuídas por bancos ou mesmo aquele em que a totalidade das ações de uma delas seja propriedade exclusiva de entidades bancárias, é possível encontrar lado a lado pessoas físicas e jurídicas como acionistas de empresas não-financeiras. Nesta situação, se o possível controle gerencial exercido pelas unidades bancárias proporcionar ganhos acima daqueles que se deveriam esperar pela sua participação no capital global, desencadear-se-á o mesmo fluxo de investimentos em direção à atividade mais rentável, referido por Marx no trecho citado há pouco.

A segunda questão sugerida pela hipótese do controle bancário refere-se à prestação de um serviço de administração e de guarda da riqueza privada. Ou seja, embora não sendo proprietárias das ações, as empresas financeiras desenvolvem atividades de aconselhamento e de representação junto aos capitalistas beneficiários destes títulos, mediante uma remuneração adequada. Essa tarefa pode assumir facetas tão variadas como a gestão de fortunas pessoais ou familiares (*trusts*), a administração de fundos de pensão ou dos haveres das companhias seguradoras, etc. A análise destes mecanismos é certamente relevante para a compreensão do processo decisório numa economia capitalista avançada. Contudo, este serviço de gestão reflete apenas uma especialização decorrente da divisão de tarefas característica de uma determinada evolução histórica. Não há, porém, aqui qualquer argumento teórico ou evidência empírica que permita inferir quaisquer vantagens aos capitalistas cuja riqueza esteja materializada em títulos de bancos (controladores ou não) em contraposição aos detentores de ações de empresas não-financeiras (as controladas).

Convém lembrar a esse respeito que o controle de empresas produtivas - desassociado da propriedade - pode ser um objetivo para a casa bancária, assim como os serviços de despacho aduaneiro são desejáveis para uma companhia de navegação. Também é verdade que qualquer destas funções pode proporcionar ganhos extraordinários (acima da média) ao longo de períodos mais ou menos extensos, embora sua perpetuação sempre esteja em conflito com as pressões da concorrência intercapitalista. Na realidade, muito mais do que a hegemonia de um setor sobre o outro, os propositores do controle bancário, como já foi assinalado anteriormente, estão combatendo a noção de independência/autosuficiência gerencial (*managerial capitalism*)⁵⁵.

55 Para uma visão crítica abrangente desta questão veja-se o artigo de Zeitlin, Maurice *Corporate Ownership and Control: The Large Corporation and the Capitalist Class* American Journal of Sociology, Vol. 79, Nr.5, 1974, págs.1073-1119

acepção estrita que Marx parece conferir ao termo, tornando-se cada vez mais difícil apontar para um capital - riqueza privada - que se valorize percorrendo exclusivamente os movimentos do comércio de dinheiro, da produção, ou mesmo do comércio de mercadorias. Pode-se ir ainda mais longe no sentido de reforçar tal raciocínio, ao lembrar que a maior parte dos capitalistas compõem suas carteiras com ações e títulos de companhias distintas e de variadas áreas de atuação.

A idéia de "setor econômico" preserva, no entanto, uma dimensão relevante que diz respeito ao aspecto material da noção de capital bancário ou industrial: os recursos materiais e humanos mobilizados num ou noutro setor. Empresas e mesmo divisões ou departamentos empresariais, que se especializam nestas atividades apresentam importantes traços comuns para a análise da concorrência intercapitalista. Qualificados de maneira adequada e sopesadas as suas participações relativas na massa de capital do qual fazem parte, tais conjuntos conformam uma estrutura cuja dinâmica apresenta especificidades derivadas da sua composição material (em sua interação com o movimento da riqueza privada). Sob este ângulo, o "setor bancário" (aqui significando a soma de ativos comprometida com esta atividade) desenvolveu um notável processo de crescimento quando, ao longo do último quartel do século XIX nos EUA, justamente quando se operava a transformação das empresas familiares em sociedades por ações.

O que importa destacar aqui, no entanto, é que a expansão deste "setor" correspondeu a uma multiplicação dos capitalistas que incluem em sua estratégia de valorização os haveres vinculados às atividades de comércio de dinheiro. Isto pode ser levado a cabo tanto através da diversificação da atuação de uma companhia industrial/comercial como pela aquisição de uma subsidiária bancária, ou mesmo pela compra de ações de empreendimentos financeiros.

Ao se definir esta fase como tendo sido a de consagração do "domínio dos banqueiros/financistas"⁵⁶ passa-se ao largo do que há de mais importante na transformação que se processou: a crescente flexibilidade (mobilidade e divisibilidade) que a riqueza privada passou a assumir. A dissolução das linhas divisórias que permitiam qualificar tal ou qual capitalista como industrial ou banqueiro foi - e ainda é - um movimento gradual e historicamente determinado. Seu ritmo está na razão direta com que se aprofundou a liquefação dos ativos capitalistas. Do ponto de vista teórico, no entanto, a incapacidade de distinguir a riqueza privada dos recursos produtivos não pode ser vista como uma questão de "grau".

⁵⁶ *A estrutura do capitalismo moderno tende a lançar um poder cada vez maior nas mãos dos homens que manejam o mecanismo monetário das comunidades industriais - a classe dos financistas.* Hobson, pag.175. Veja-se também a esse respeito no mesmo trabalho a pag.188

Os atributos de uma atividade, ou dos haveres nela envolvidos, não se transferem ao capitalista que nela investe. Tampouco é possível apropriar-se deles em caráter exclusivo, salvo em condições legais/institucionais específicas. Os bancos - isto é, as organizações cujos recursos materiais e humanos estão primordialmente voltados para as atividades de comércio de dinheiro - podem ser os principais repositórios de certas técnicas, de determinados instrumentos de ação, de conhecimentos e de quaisquer outras qualificações que lhes confirmam vantagens comparativas na prestação de serviços bancários. Isto, no entanto, não os torna monopolistas destes haveres e atributos.

É bem verdade que o processo histórico de divisão do trabalho acaba por resultar numa especialização de funções cujo caráter institucional não pode ser desprezado. Uma companhia predominantemente industrial que pretenda aceitar depósitos em dinheiro - supondo-se a instalação de uma estrutura adequada - enfrentará as dificuldades inerentes ao "ineditismo" de sua decisão. Conquanto não se pretenda menosprezar a relevância da componente institucional tampouco se deve cair no extremo oposto de reificá-la a ponto de esquecer a natureza abstrata do capital.

2.6 O CRÉDITO E O CAPITAL FINANCEIRO

A íntima vinculação entre os bancos e o crédito parece ter criado acentuadas dificuldades para o desenvolvimento e a aceitação de uma noção mais abrangente de capital financeiro. De um atributo necessário ao comércio de dinheiro⁵⁷ o crédito parece ter evoluído para uma posição de *chasse gardée* das instituições bancárias, na concepção de alguns estudiosos do capitalismo do século XX. Retomando-se as palavras de Hobson, reproduzidas e endossadas por Tavares e Belluzzo num trabalho recente⁵⁸ :

E, à medida em que o crédito vai se tornando a força vital dos negócios modernos, a classe que controla o crédito vai se tornando cada vez mais poderosa, tomando para si - como seus lucros - uma proporção maior do produto

57 ...;e porque aqui se torna visível que aquilo com que o banqueiro negocia é o próprio crédito, uma vez que a nota de banco representa apenas um signo circulante de crédito. Cf. Marx, 1894, vol.IV, Cap. XXV: *Crédito e Capital Fictício*, pag.304

58 Hobson, pag.188; Belluzzo e Tavares, Luiz Gonzaga e Maria da Conceição. *Capital financeiro y empresa multinacional* in Estévez e Lichtensztein, *Nueva Fase del Capital Financiero*, Mexico, Editorial Nueva Imagen SA, 1981, p.41

da indústria. Se, no entanto, o "crédito" fosse entregue a grande número de banqueiros e financistas, no regime da livre concorrência, esse controle não significaria dominação.

Hobson observa com boa razão que o crédito vai se tornando um elemento cada vez mais importante para o desenvolvimento do sistema capitalista. Generalizam-se as relações econômicas em que as promessas escritas ou verbais substituem o pagamento ou a contrapartida imediata. Trata-se, no entanto, de um processo muito mais geral do que aquele normalmente associado às operações bancárias e monetárias. É verdade que o depositante confia a guarda de sua riqueza ao banqueiro, e que este adianta essa mesma importância ao prestatário industrial. Enquanto as transações comerciais e industriais podem ser concretizadas através de uma troca simultânea de bens por dinheiro, a atividade bancária se efetiva em prazos mais ou menos longos e pressupõe a confiança recíproca. Não há como negar que o banco é uma criatura do crédito. E é por isso mesmo que a reputação do banqueiro constitui o seu haver principal.

Não se deve esquecer, entretanto, que o fornecedor de matérias primas, o comerciante atacadista ou a empresa de transportes também podem oferecer a sua mercadoria ou serviço contra uma promessa de liquidação futura. O vínculo de confiança (*credere* = confiar) que se estabelece entre estes agentes é o resultado de um complexo de relações institucionais (legais e consuetudinárias) cuja evolução histórica veio multiplicar a capacidade de acumulação privada. É exatamente neste contexto mais geral que se desenvolveu o capital produtor de juros⁵⁹. Sua gênese e expansão subseqüentes apoiaram-se nessa mesma institucionalidade, cujo objetivo era o de garantir a apropriação privada sem que se exigisse do capitalista individual a posse dos instrumentos ou a participação direta no processo de produção.

O crédito a que alude Hobson não constitui portanto um atributo exclusivo de banqueiros e financistas, e nem mesmo de instituições bancárias ou "creditícias". A mobilização (para utilizar um termo da época) dos recursos necessários aos novos empreendimentos sob a forma de sociedade por ações - ou à expansão dos pré-existentes -, dependeu de mecanismos cujo desenvolvimento histórico abrangeu inclusive as instituições bancárias embora não deva ser confundido com elas. Neste particular, o próprio Hilferding

⁵⁹ Refiro-me aqui à concepção marxista de capital portador de juros, tal como ela é apresentada em diversas passagens d'O Capital mais especialmente nos capítulos XXI *O Capital Portador de Juros* e XXIV *Alienação da Relação-Capital na Forma do Capital Portador de Juros*, do volume III. A título de definição sintética pode-se citar o trecho que segue, onde Marx afirma que:

No capital portador de juros, a relação-capital atinge sua forma mais alienada e mais fetichista. Temos aí D - D', o dinheiro que gera mais dinheiro, valor que valoriza a si mesmo, sem o processo que medeia os dois extremos.

Marx, 1894, vol.IV, Cap. XXIV *Alienação da Relação-Capital na Forma do Capital Portador de Juros*, pag.293

reconheceu a importância de trajetórias historicamente distintas ao constatar que na Inglaterra a compra de ações "diretamente pelo público" teve um papel preponderante em contraste com a evolução alemã. Segundo as suas palavras:

Com efeito, isso ocorreu, em parte, na Inglaterra, onde os bancos de depósitos gerenciam somente crédito de circulação e, por isso, o juro pelos depósitos é mínimo. Daí a permanente evasão dos depósitos para as áreas industriais pela compra de ações. Aí o público faz diretamente aquilo que faz o banco na união do banco industrial e do banco de depósitos. Para o público o resultado é o mesmo, já que, de modo algum, lhe toca o lucro de fundador. Mas para a indústria, significa uma dependência menor com relação ao capital bancário na Inglaterra, em comparação com a Alemanha.⁶⁰

O crescimento das bolsas de valores nada mais é do que um dos reflexos da expansão do crédito. A introdução de práticas contábeis uniformizadas, a seleção rigorosa dos títulos admitidos para negociação, a fiscalização e a publicidade obrigatória dos relatórios empresariais foram alguns dos elementos constitutivos desta estrutura. Na verdade foram precisamente essas instituições que alimentaram a confiança (*credere*) necessária à multiplicação das sociedades por ações. E foi da associação entre o crédito e as sociedades por ações que decorreu a expansão do capital financeiro. Não se trata de uma nova forma de valorização do capital privado já que ambos elementos estavam presentes desde os estágios iniciais do desenvolvimento capitalista. O aspecto distintivo desta fase que se inicia ao final do século XIX reside na magnitude relativa do que Hilferding denomina de capital financeiro. Ou seja, a partir do momento em que uma parte substantiva da riqueza privada é constituída por títulos negociáveis e prontamente conversíveis em dinheiro. Segundo suas palavras:

Chamo de capital financeiro o capital bancário, isto é, capital em forma de dinheiro, que deste modo se transforma em capital industrial. Frente aos proprietários mantém sempre a forma de dinheiro, é investido por eles sob a forma de capital monetário, de capital produtor de juros, e pode sempre ser retirado sob a forma de dinheiro. Mas, em realidade, a maior parte do capital assim investido nos Bancos se transformou em capital industrial, produtivo (meios de produção e força de trabalho), e imobilizou-se no processo de

⁶⁰ Hilferding, pag.225. O grifo é meu.

*produção. Uma parte cada vez maior do capital empregado na indústria é capital financeiro, capital à disposição dos bancos e utilizado por industriais.*⁶¹

A interpretação mais frequente desta passagem, bem como do seu significado no contexto da obra de Hilferding, privilegia a relação banco/indústria como definidora do capital financeiro. Nesta linha de raciocínio o banco assume um papel dominante no desenvolvimento capitalista, em função do controle que exerce sobre o capital monetário e o crédito, ambos imprescindíveis ao setor industrial. Amplamente divulgada por Lenin e Bukharin, esta visão tem sobrevivido quase intacta ao longo do tempo, embora atenuada no que diz respeito à subordinação da indústria aos bancos, um fenômeno que seria exclusivo da economia germânica no final do século XIX e no início do atual. Ressalte-se, no entanto, que para essa vertente, ainda hoje em dia, o nexó decisivo deste conceito reside na associação entre os capitais bancários e industriais.

Deixando-se de lado a já discutida questão da dominação bancária convém examinar a alegada *fusão entre o capital bancário e o capital industrial*. Neste sentido, tanto Hilferding quanto Marx ⁶² parecem referir-se ao duplo caráter do capital repassado ao industrial. Um valor que se transforma em meios de produção, ao mesmo tempo em que mantém, para o seu proprietário, a forma monetária. Ou seja, é concomitantemente, *máquina e moeda*. A ampliação do volume de riqueza que assume este duplo atributo - a valorização potencial e a manutenção de um alto grau de liquidez - constitui aquilo que se denominou de *feição financeira* do capitalismo atual (século XX por oposição ao século XIX, em termos esquemáticos).

Não se trata apenas, como alguns teóricos parecem propôr, da expansão do capital produtor de juros. Este raciocínio pode levar a uma interpretação simplificada porém enganosa, como a que Chesnais - um estudioso contemporâneo - sugere ao afirmar que:

Para Marx a forma (ou fórmula) específica do capital financeiro (capital dinheiro de empréstimo, capital "produtor de juros", capital usurário, de onde o capital financeiro reproduz, na fase capitalista, todas os traços parasitários anteriores), é a forma D - D', isto é, "dinheiro que produz dinheiro" um valor que se valoriza por si só, "sem qualquer processo que sirva de mediação entre esses dois termos" donde "a forma mais externa, mais fetichizada da relação capitalista"

⁶¹ Ibidem

⁶² Marx, 1894, vol.IV, Cap.XXVII: *O Papel do Crédito na Produção Capitalista*

*Creio que é nestas frases que se deve encontrar a definição mais concentrada da noção de capital financeiro em Marx, e também a chave para a solução de diversos problemas e controvérsias teóricas ainda hoje não completamente esclarecidas.*⁶³

Enquanto o capital financeiro se caracteriza pela sua liquidez elevada - *pode sempre ser retirado sob a forma dinheiro* - o capital produtor de juros diz respeito a um mecanismo específico de valorização da riqueza privada. Ou seja, todo o capital financeiro é capital produtor de juros (na medida em que percorre o circuito D - D') embora nem sempre este último seja classificável como financeiro - na acepção que aqui se adota e que Hilferding parece sugerir (depósito bancário).

Um título correspondente a um empréstimo de cinco ou dez anos - exemplo típico do capital produtor de juros - pode significar uma imobilização de prazo tão longo quanto a aquisição de uma máquina ou de um equipamento industrial. Trata-se de processos de valorização distintos, embora ambos possuam prazos de realização hipoteticamente semelhantes. Não é esse o traço distintivo do capitalismo financeiro. Na verdade, é a liquidez propiciada pelos mecanismos de negociação dos títulos - industriais e bancários - (fundamentalmente, mas não exclusivamente, através da bolsa de valores) que viabiliza a sociedade por ações. Sem uma pronta possibilidade de reconversão do capital em dinheiro não pode haver capital financeiro.

A expansão deste fenômeno assumiu forma, ritmo e extensão variados em países, regiões ou mesmo em setores econômicos distintos. O fato de Hilferding ter se dedicado mais particularmente ao exame da realidade alemã resultou numa reificação das características que este processo tomou na história econômica daquele país. Isto, por sua vez, acabou por obscurecer a análise do seu movimento principal: a liquefação dos haveres capitalistas - da riqueza privada. Não se trata, como parecem crer Andreff e Pastré, de uma fusão entre banco e indústria, mas antes de uma combinação dos atributos dos capitais bancário (liquidez) e industrial (valorização).

O cuidado com esse aspecto crucial - a liquidez - permitiria compreender melhor o destaque conferido ao papel da Bolsa - e não apenas dos bancos - no estudo de Hilferding sobre o capital financeiro. Os capítulos sobre o dinheiro, ao qual o autor dedicou toda uma

⁶³ Chesnais, F. *Capital Financier et Groupes Financiers: recherches sur l'origine des concepts et leur utilisation actuelle en France* in *Internationalisation des Banques et des Groupes Financiers Séminaire CEREM - Nanterre, Novembre, 1979. Paris, Edition du C.N.R.S., 1981, p.149*

seção de seu trabalho⁶⁴, antecedem a apresentação do capital financeiro da mesma maneira como a moeda constitui a forma líquida que precede o desenvolvimento dos títulos negociáveis desse novo estágio. Convém ressaltar, mais uma vez, que não se trata da simples existência de títulos conversíveis - um fenômeno bastante antigo na economia capitalista - mas antes da sua magnitude relativa.

O que esta interpretação sugere é que o raciocínio implícito naquele estudo propõe um caminho que vai do surgimento de um mercado de bens para o desenvolvimento de um mercado de empresas. Ou seja, da trajetória que conduz da expressão social da produção privada - o preço de venda da mercadoria - para a conversibilidade das estruturas nas quais se organiza essa produção - o preço ou a cotação da ação.

É certo que as empresas são coleções de bens (máquinas, equipamentos, patentes, edificações, técnicas, matérias-primas, direitos comerciais, etc.) cujo valor de mercado deve refletir os ganhos esperados com a sua operação. Essa expressão monetária, no entanto, resulta de um cálculo complexo e de difícil reconhecimento social. O valor de uma grande empresa e, portanto, da riqueza de seu(s) proprietário(s) só se define, ou se ratifica, no raro evento de sua negociação *in totum* ou de seu fechamento. A possibilidade de ampliar e agilizar os processos de valorização privados requerem frequentes reavaliações desses estoques de riqueza. Reavaliações cuja aceitação decorre da utilização de critérios públicos e reputedamente objetivos. Ou seja, a alocação maximizadora num universo em que os proprietários já não são gestores da atividade produtiva demanda mecanismos que vão muito além dos relatórios contábeis gerados no âmbito interno dessas companhias.

A contrapartida mais evidente desta maior fluidez do capital que se associa à transparência das informações empresariais é a aceleração da tendência à equalização da taxa de lucro⁶⁵. De uma forma um tanto imprecisa, Hilferding destaca esta característica do capital financeiro ao discorrer sobre a funções da Bolsa de Valores. Segundo suas palavras:

A disparidade do lucro que rende o capital individual leva, por um lado, mediante a busca do lucro máximo por cada capitalista individual, à concorrência

⁶⁴ Parte I. *Dinheiro e crédito* Capítulos 1. A necessidade de dinheiro; 2. O dinheiro no processo de circulação; 3. Dinheiro como meio de pagamento. Dinheiro de crédito; 4. O dinheiro na circulação do capital industrial. No prefácio ao seu livro, Hilferding apresenta uma justificativa para a sequência dos temas abordados afirmando que: *Assim, a estruturação deste estudo deu-se espontaneamente*. Cf. Hilferding, pag.22

⁶⁵ Entre as funções importantes do crédito, Marx destaca:

1. *Necessidade da formação do mesmo [crédito] para mediar a equalização da taxa de lucro ou o movimento desta equalização, sobre a qual repousa toda a produção capitalista*. Cf. Marx, 1894, vol.IV, Cap. XXVII: *O Papel do Crédito na Produção Capitalista*, pág.331

dos capitais pelas esferas de investimentos e, com isso, à tendência da equiparação das taxas de lucro (e, antes, das taxas de mais-valia) e à produção das taxas gerais médias de lucro. Por outro lado, como essa desigualdade das taxas de lucro individuais ressurgue constantemente, e constantemente provoca o movimento dos capitais, para o capitalista individual essa desigualdade será continuamente superada pela valorização de seu capital de acordo com o rendimento capitalizado pela taxa de juros corrente. Para que essa valorização se torne prática, para que os capitalistas enquanto capitalistas sejam realmente iguais e para que seja finalmente realizada a igualdade de tudo aquilo que rende lucro, esse capital também deve poder ser realizado a qualquer momento de acordo com esse critério de valorização na forma socialmente válida - como dinheiro. Só então é obtida a igualdade da taxa de lucro para todo capitalista individual. Essa realização é, ao mesmo tempo, a inversão da relação efetiva. O capital não aparece mais como uma magnitude determinada que define o volume do lucro. Pelo contrário, o lucro aparece como magnitude fixa determinando o montante do capital; uma determinação levada à prática no estabelecimento da sociedade por ações, que possibilita a obtenção do lucro de fundação e determina o seu nível. As verdadeiras relações parecem invertidas...

Assim, a igualdade de todo capital se realiza pela valorização segundo o seu rendimento. Mas esses capitais, assim valorizados, se efetivam e com isso se tornam reais precisamente na bolsa, no mercado de títulos de juro capitalizados (capital fictício).⁶⁶

O que parece objetável nesta apresentação é a sugestão implícita de que a riqueza capitalista possa ter tido o seu valor definido por critérios outros que a capitalização de seus rendimentos esperados. Ou seja, tanto os títulos quanto as máquinas - negociáveis em bolsa ou não - são, e sempre foram, avaliados em função da sua capacidade de gerar lucro. A característica inovadora do capitalismo financeiro (por oposição ao capitalismo industrial) não reside no critério do cálculo empresarial mas na velocidade e na amplitude com que essas estimativas são formuladas e difundidas. À medida que se multiplica o volume de recursos produtivos organizados sob forma de sociedades por ações, estende-se o raio de ação da riqueza privada líquida, cuja agilidade é uma decorrência de sua flexibilidade. Mais ainda, subordinam-se esferas de valorização que antes podiam se defender, por prazos mais ou menos prolongados, aos ditames impostos pela tendência à equiparação da taxa de lucro.

⁶⁶ Ibidem, p.141

Hilferding observou com agudeza que a *igualdade de tudo aquilo que rende lucro* somente se efetiva *na bolsa, no mercado de títulos de juro capitalizados (capital fictício)*. A ambiguidade desta última qualificação deve ser debitada ao uso descuidado das definições de capital fictício e real, como foi ressaltado na seção anterior deste capítulo.

Neste sentido parece assentado que não há por que falar em multiplicação do capital (capital real + capital fictício). O que estava antes materializado em haveres produtivos é substituído por títulos cotados em Bolsa. Deve-se destacar ainda que, a par da divisibilidade e pronta negociabilidade características desse tipo de ativo, introduzem-se novas formas de distribuição da riqueza privada através das atividades bursáteis. Também nesse aspecto Hilferding manteve-se atento - tal como Marx - ao caráter efetivo do mercado de valores. Muito mais do que um local de captação de recursos para o investimento produtivo, trata-se de um espaço destinado à negociação de títulos já em circulação.

Da mesma forma, a compra de títulos de valor para fins de investimento não é uma função específica da bolsa. Os títulos de valor podem perfeitamente ser comprados no banco como na bolsa, e isso se dá em proporções cada vez maiores. A atividade específica da bolsa é muito mais a especulação.⁶⁷

Convém lembrar que a própria existência da bolsa se apoia na atividade especulativa. É a ação dos especuladores que confere liquidez aos títulos possuídos por não-especuladores, se é que se deve falar em capitalistas desta categoria - uma possível contradição em termos. Seria certamente mais adequado identificá-los segundo a especificidade de seu processo de valorização/especulação, seja através do mercado de bens ou por intermédio da manipulação de títulos, embora sempre com um caráter especulativo. Pois é precisamente quando a bolsa se transforma no principal local de negociação da riqueza privada que ganha importância esse mecanismo de redistribuição dos capitais particulares. Vale dizer que as oscilações do pregão passam a determinar as variações dos estoques da riqueza individual.

Sempre preocupados com o contraponto entre o verdadeiro progresso material, que somente o capital 'real' (máquinas, equipamentos, etc.) pode proporcionar, e o caráter socialmente fictício do capital sob a forma de títulos, tanto Hilferding quanto Marx⁶⁸ insistem

⁶⁷ Hilferding, pag. 134

⁶⁸ Entre outras passagens, ao discorrer sobre o surgimento do capital fictício, Marx afirma que:

O movimento autônomo do valor desses títulos de propriedade, não apenas dos títulos da dívida pública, mas também das ações, confirma a aparência, como se eles constituíssem capital real ao lado do capital ou do

em ressaltar a desvinculação entre o universo produtivo e a as flutuações bursáteis. Nas palavras de Hilferding:

A negociação de títulos de renda que se processa na bolsa de valores envolve apenas a transferência de propriedade que pode ocorrer independentemente do curso da produção e sem qualquer efeito sobre ela. O movimento de propriedade adquiriu agora independência e não é mais determinado pelos processos de produção. No passado, a transferência da propriedade também envolvia a transferência da função empreendedora e vice-versa; agora porém este não é mais o caso. E enquanto em tempos pretéritos a causa principal das alterações na distribuição de riqueza era a variabilidade dos resultados da produção, fazendo com que a concorrência industrial fosse assim o determinante crucial para a distribuição da propriedade, esta causa, ainda hoje operativa, é suplementada por outras que decorrem da circulação dos títulos. Estas podem provocar movimentos da propriedade que nem se originam de qualquer modificação na produção e nem exercem qualquer influência sobre ela.⁶⁹

Embora ressaltando a influência da concorrência industrial na codeterminação da distribuição da riqueza privada, nenhum desses dois autores dedicou um espaço maior aos possíveis efeitos no sentido inverso: do mercado de títulos para o universo industrial. Excetuando-se as situações de crise generalizada, em que a taxa de juros e a demanda monetária repercutem de maneira interligada nos mercados de capital produtivo e fictício, a sugestão implícita neste raciocínio é a de que as decisões produtivas poderiam ser indiferentes aos movimentos da propriedade capitalista. Marx parece reforçar esta opinião em diversas passagens do capítulo sobre *O Papel do Crédito na Produção Capitalista*⁷⁰, nas quais sublinha

direito ao qual possivelmente dão título. É que se tornam mercadorias cujo preço tem um movimento e uma fixação peculiares. Seu valor de mercado obtém uma determinação diferente de seu valor nominal, sem que o valor (ainda que a valorização) do capital real se altere.

Cf. Marx, 1894, vol.V, Cap. XXIX: *Partes Constitutivas do Capital Bancário*, pags.11 e 12

69 Hilferding, pag.141

70 Veja-se por exemplo o trecho que segue:

Esta é a abolição do modo de produção capitalista dentro do próprio modo de produção capitalista e, portanto, uma contradição que abole a si mesma e que prima facie se apresenta como simples ponto de passagem para uma nova forma de produção. Como tal contradição ela se apresenta também na aparência. Em certas esferas estabelece o monopólio e provoca, portanto, a intervenção do Estado. Reproduz uma nova aristocracia financeira, uma nova espécie de parasitas na figura de fazedores de projetos, fundadores e diretores meramente nominais; todo um sistema de embuste e de fraude no tocante à incorporação de

que o caráter associado da propriedade capitalista (na sociedade por ações) indica uma etapa de transição para uma nova forma de produção (supostamente social).

O perfil esquemático do terceiro volume d'O Capital por um lado, e as sucessivas ondas de fraudes e pânicos que assolaram os mercados de títulos do último quartel do século XIX pelo outro, podem ser responsabilizados pela importância que tanto Marx como Hilferding conferiram à independência (relativa) do mercado bursátil. Lembre-se que aquele foi um período em que numerosos lançamentos de ações estiveram vinculados a empreendimentos que nunca ultrapassaram os limites dos escritórios de promotores inescrupulosos ou de estelionatários travestidos de homens de negócio. Numa situação menos turbulenta, contudo, seria difícil ignorar a evidência de que a circulação do capital financeiro foi e vai muito além desse mero papel "coadjuvante" na determinação da propriedade privada. Ou seja, as oscilações do preço das ações redistribuem a riqueza individual ao mesmo tempo em que afetam decididamente o curso das decisões produtivas.

Convém destacar que não se trata aqui das condições genéricas de um mercado bursátil eventualmente deprimido ou expansivo, mas do reflexo específico das características de cada empresa singular. Expectativas pessimistas quanto ao desempenho de uma empresa individual - materializadas sob a forma de uma queda na cotação de suas ações, de suas debêntures, de seus empréstimos bancários ou de qualquer outra origem - nunca são recebidas com indiferença pela administração empresarial. Desde o impacto imediato sobre as obrigações contratuais vinculadas à classificação de risco destes títulos até o temor de estimular uma operação de aquisição que culmine com a destituição dos administradores correntes, tudo conspira contra a pretensa independência das decisões industriais. Os proprietários/acionistas (ainda que minoritários) não são meros elementos passivos de um sistema alheio a sua influência.

Deve-se considerar, no entanto, que esta afirmativa - a da existência de uma relação ativa entre acionistas/proprietários e dirigentes empresariais - constitui o cerne e, ao mesmo tempo, o aspecto mais controvertido da noção de dominação do capital financeiro. Uma leitura mais superficial do trabalho de Hilferding - como a que fizeram Lenin e Bukharin - terminou por privilegiar algumas peculiaridades históricas em detrimento do caráter mais geral e mais abstrato dessa idéia de capital financeiro. Ou seja, a instituição que na Alemanha desempenhou o papel principal na intermediação entre acionistas e gerentes industriais ao longo do último quartel do século XIX - o grande banco - acabou identificada como a personificação desse capital. É dessa vertente que derivou a opinião, anteriormente apresentada, de que o capitalismo financeiro se caracterizaria pelo domínio dos bancos sobre a indústria. A negação radical desta subordinação - cuja sustentação é de difícil comprovação empírica - pode conduzir ao curioso paradoxo de um capitalismo em que os capitalistas têm pouco ou nada a dizer; à

sociedades, lançamentos de ações e comércio de ações. É produção privada, sem o controle da propriedade privada. Marx, 1894, vol.IV, Cap.XXVII: O Papel do Crédito na Produção Capitalista, pag.333

uma situação na qual administradores assalariados passaram a ser os verdadeiros senhores do capital⁷¹.

Deixando-se de lado essas hipóteses de escassa evidência factual - tanto a dominação dos bancos quanto a independência absoluta dos gerentes - parece possível resgatar o sentido mais abstrato da contribuição de Hilferding ao examinar, por exemplo, a sua descrição do processo de financiamento das sociedades por ações. Segundo suas palavras:

Para alcançar a concentração de capitais numa empresa, a sociedade por ações reúne o seu capital a partir de parcelas individuais que, separadamente, são pequenas demais para operar como capital industrial seja em caráter geral seja no ramo específico em que a sociedade opera. Deve-se notar, no entanto, que inicialmente as sociedades por ações reuniram o seu capital através da solicitação direta aos capitalistas individuais. Isso se modificou num estágio subsequente quando as somas de capital individual já estavam acumuladas e concentradas nos bancos. Nestas condições, o apelo ao mercado monetário é mediado pelos bancos.

...

É a transferibilidade e a negociabilidade desses certificados de capital, que caracterizam a essência da sociedade por ações, que tornam possível ao banco a "promoção" e finalmente a assunção do controle da sociedade por ações.⁷²

Os aspectos essenciais que Hilferding parece sugerir nesta articulação entre a sociedade por ações e os seus investidores/capitalistas reside menos no banco (descrito como mediador) e mais na possibilidade de mobilizar somas elevadas sem que se comprometa a liquidez (flexibilidade) do aplicador. A *assunção do controle da sociedade por ações* deriva da acumulação de grandes quantidades desses títulos nas tesourarias dessas instituições. A possibilidade de que estas concentrações se efetivem sem a intermediação bancária não deve ser traduzida como a abolição do domínio do capital (enquanto relação social) como sugerem os defensores do capitalismo gerencial (*managerial capitalism*; uma curiosa contradição em

71 Neste sentido, a citação de Marx na nota anterior pode ensejar uma interpretação equivocada, se não se atentar para o duplo caráter do termo "abolição" (*Aufhebung*) que tanto quer dizer abolição (ou superação) quanto preservação (ou guarda), conforme ressaltado pela nota número 30 deste capítulo.

72 Hilferding, pag. 120

termos). Os traços gerais da evolução capitalista indicam um sistema que, ao transitar para o estágio financeiro, mantém a submissão da produção aos ditames da acumulação privada. O lucro - de apropriação individual e, portanto, não social - permanece o objetivo central da atividade produtiva.

A evidente complexidade dos mecanismos de ligação entre o mercado de títulos (de riqueza privada) e o de haveres produtivos (as decisões gerenciais) não pode obscurecer o caráter mais geral de um sistema cuja organização privilegia a classe dos proprietários; sejam estes possuidores de ações ou de equipamentos industriais. Deve-se admitir que o processo através do qual o mercado de títulos interage com as decisões gerenciais é objeto de interpretações distintas e bastante variadas. Neste particular há uma volumosa literatura de cunho não-marxista que examina e discute as evidências empíricas deste fenômeno⁷³. Isto não impede, entretanto, que se recuperem os traços gerais da noção de capital financeiro através da reafirmação das suas características mais salientes e menos controvertidas. Refiro-me aqui tanto à tendência à liquefação dos haveres capitalistas (riqueza privada cuja posse tem por objetivo a sua ampliação) quanto à subordinação da esfera produtiva ao comando do capital financeiro. Vale dizer que, quando Hilferding faz alusão a gradual financeirização do capital empregado na indústria, ele destaca um desenvolvimento que poucos observadores se disporiam a contestar: a crescente organização dos recursos produtivos em companhias por ações negociáveis.

Por outro lado, não é difícil constatar que a transformação da riqueza privada - de haveres produtivos em títulos - introduz uma inescapável submissão ao capital financeiro. Enquanto a acumulação do capitalista-industrial se concretiza no momento da venda da mercadoria produzida em sua fábrica - auferindo o lucro esperado - a mesma operação numa sociedade por ações só se traduz numa ampliação da riqueza privada na medida em que a cotação da ação - ou o dividendo declarado - reflita este ganho empresarial. Entre a realização do lucro e a ampliação da riqueza privada interpõe-se, no capitalismo financeiro, um percurso inevitável: a ratificação do mercado de títulos. Assim como os lucros acumulados não garantem dividendos ou cotações elevadas, tampouco os prejuízos correntes serão sempre traduzidos por uma queda do preço das ações em questão.

Haverá, como é fácil compreender, certos limites para estas possíveis combinações, mas o ponto central - o surgimento de uma etapa intermediária - permanece ineludível. Quem possui ações não fica mais ou menos rico ao tomar conhecimento do resultado operacional (positivo ou negativo) do empreendimento no qual investiu os seus bens. O mercado de títulos

73 Para uma resenha sintética do estágio atual deste debate veja-se o artigo de Scherer, F.M., *Corporate Ownership and Control* in Meyer e Gustafson, John R. e James M. (editores) The U.S. Business Corporation Cambridge, Mass., Ballinger Publishing Company, 1988 pags.43-66

é o árbitro da acumulação privada. São os detentores de riqueza líquida que nele operam - comprando e vendendo ações - que vão determinar, em última instância, o sucesso ou insucesso das estratégias de valorização dos capitalistas individuais. Ou, em outras palavras, o grau de adequação da composição de suas respectivas carteiras de investimento. Isto porque é precisamente este - o preço da ação - o resultado que orienta o fluxo de recursos numa ou noutra direção.

Neste sentido, a subordinação ao capital financeiro tem um caráter tanto mais geral e mais abrangente quanto maior for a amplitude dos recursos produtivos organizados sob a forma de companhias por ações (negociáveis) de propriedade privada. O trânsito para o capitalismo financeiro - em contraste ao capitalismo industrial - só se concretiza na medida em que a maior parte da riqueza social se submete à órbita financeira, ao mercado de títulos. Conquanto relevante, o *modus operandi* dessa dominação - através de instituições bancárias ou diretamente controlado por capitalistas acionistas - não altera aquela determinação mais abstrata que é o que permite compreender a reprodução do capital nesse contexto transformado - o do capitalismo financeiro.

Embora seja inadequado qualificar este estágio como o do divórcio entre a gestão dos ativos industriais (estratégias empresariais) e a da riqueza privada (composição da carteira de títulos), é possível recorrer a expressão usual do mundo de negócios onde as decisões de investimento são comumente descritas como "exigindo um olho no mercado e outro em Wall Street". Nesta última versão, o capitalismo industrial corresponderia àquela fase em que a alocação da riqueza social (haveres produtivos) dependeria apenas do "olho no mercado".

CAPÍTULO III

Alguns Desdobramentos Teóricos Não-Marxistas

1. O CAPITAL FINANCEIRO E A "MODERNA SOCIEDADE POR AÇÕES" DE BERLE E MEANS

Pouco mais de duas décadas após o aparecimento do Capital Financeiro de Hilferding, foi publicado nos EUA um trabalho que viria a transformar-se no mais conhecido estudo da literatura não-marxista sobre a crescente importância das sociedades por ações. Trata-se de A Moderna Sociedade por Ações e a Propriedade Privada de Berle e Means¹, cujos autores se dedicaram a uma cuidadosa análise das implicações jurídicas e econômicas de tais empreendimentos. Seria difícil exagerar a influência que este livro exerceu sobre a compreensão dessa nova forma de organização econômica. Na verdade, é raro encontrar um livro, um artigo, uma resenha ou mesmo um verbete de enciclopédia que, versando sobre a evolução das sociedades por ações, não cite os trabalhos de Berle e mais particularmente o seu livro em coautoria com Means. Esta obra transformou-se numa referência quase obrigatória para qualquer estudo sobre o tema, seja para confirmar ou seja para refutar as conclusões desses dois autores. Dentre os inúmeros exemplos mais especializados que se poderia citar encontram-se as publicações de Robin Marris The Economic Theory of "Managerial" Capitalism [1964]; e de John K. Galbraith The New Industrial State [1967]. Uma atualização - para os anos de 1960 - da evidência empírica utilizada por Berle e Means para justificar a chamada dissociação entre a

¹ Berle and Means, Adolf A. and Gardiner C. The Modern Corporation and Private Property New York: The Macmillan Company, 1932. Tradução brasileira da Edição Revisada de 1968 A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada Col. "Os Economistas" Segunda Edição, São Paulo, Nova Cultural, 1987

propriedade e a gestão dos recursos produtivos pode ser encontrada no trabalho de Robert J. Lerner Management Control and the Large Corporation [1970].

O principal mentor desse renomado estudo, Adolph A. Berle Jr.(1895-1971), formou-se em Direito pela Universidade de Harvard, foi membro da delegação norte-americana à Conferência de Paz em Paris (ao final da Primeira Guerra Mundial), integrou o notório grupo de assessores de F.D. Roosevelt - antes e depois de sua eleição para a Presidência dos EUA - e foi professor na Faculdade de Direito da Universidade de Columbia de 1927 a 1964, além de ter sido embaixador de seu País no Brasil, durante a Segunda Guerra Mundial. Tanto Berle quanto o economista Gardiner C. Means (1896-1987), ocuparam diversos postos na administração governamental norte-americana, o que certamente contribuiu para ampliar a repercussão de seu trabalho no mundo político e acadêmico daquele País.

O livro que foi publicado pela primeira vez em 1932 desenvolveu uma linha de raciocínio que se poderia sintetizar nos seguintes termos:

1. A sociedade por ações vinha se transformando no principal mecanismo de organização dos negócios capitalistas, viabilizando uma centralização acelerada da riqueza e dos recursos produtivos. Segundo as próprias palavras dos Autores:

Só se levaria quarenta anos, com as taxas de 1909/29, ou apenas 30, com as taxas de 1924/29, para que toda a atividade empresarial acionária e praticamente toda a atividade industrial fosse absorvida por duzentas companhias gigantes. Se se efetivasse o crescimento indicado das grandes companhias e da riqueza nacional de agora até 1950, metade da riqueza nacional estaria sob o controle das grandes companhias no final desse período. ²

2. Uma análise detalhada dos elementos institucionais e legais que disciplinavam o funcionamento desses grandes empreendimentos por ações demonstrava que o seu comando efetivo estava, na maior parte das vezes, em mãos de gerentes-acionistas (minoritários) ou mesmo de administradores não-proprietários, que os Autores definiam como os "grupos de controle". Retomando o texto, vê-se que:

² Berle e Means, pag.64

Ao examinar a dissolução do antigo conceito de propriedade e da antiga unidade constituída pela empresa privada, torna-se evidente que estamos lidando não apenas com grupos distintos, mas muitas vezes com grupos em oposição - a propriedade, de um lado, e o controle, do outro - um controle que tende a afastar-se cada vez mais da propriedade que, em última instância, está nas mãos da própria administração, uma administração capaz de perpetuar sua posição. Na verdade, a concentração de poder econômico, separada da propriedade, criou impérios econômicos e colocou esses impérios nas mãos de uma nova forma de absolutismo, relegando os "proprietários" à posição daqueles que fornecem os meios através dos quais os novos príncipes podem exercer seu poder.³

3. Os controladores podiam apresentar interesses divergentes daqueles dos acionistas em geral, orientando a gestão dos recursos empresariais em benefício próprio e em detrimento dos legítimos proprietários. Segundo Berle e Means:

Entre 1900 e 1905, várias ferrovias passaram para as mãos de curadores em decorrência de má administração financeira, aparentemente destinada, em grande parte, ao proveito do grupo no controle, enquanto os acionistas respondiam por grandes perdas. Esses lucros diretos às expensas da companhia foram dificultados pelas leis e interpretações judiciais atuais, mas existem numerosas formas indiretas por intermédio das quais ao menos parte dos lucros de uma empresa pode ser desviada em proveito dos indivíduos que exercem o controle.⁴

4. O desenvolvimento incontido desse processo acabaria por subverter o que havia - e continua havendo - de mais essencial e caro à ideologia capitalista: o princípio de que a propriedade privada dos meios de produção constitui o mecanismo mais eficiente para a alocação da riqueza social. O comando sobre os recursos produtivos cairia sob o domínio de uma elite autônoma e irresponsável perante os proprietários e, conseqüentemente, face ao interesse social. A busca do lucro máximo deixaria de presidir a organização desse sistema.

3 Idem, pag.126

4 Idem, pag.125

Neste contexto os referidos Autores anteviam um futuro marcado por duas possíveis alternativas: a primeira contemplando uma reforma das instituições legais que tratasse de reestabelecer o legítimo direito do capitalista, com a conseqüente redução do ritmo de crescimento das sociedades por ações em virtude da fruição individual dos rendimentos distribuídos sob a forma de dividendos, juros, etc.; e a segunda de simples aceitação de um novo conceito de propriedade beneficiando a "classe" gerencial, sem dar maior importância aos riscos de um provável desvio alocativo.

Face a essa dicotomia básica, Berle e Means não deixaram dúvidas quanto a sua opção: *Se essas fossem as únicas alternativas, a primeira pareceria o menor dos dois males.*⁵ Mas, os Autores não pareciam contentar-se com o menos ruim; suas preocupações humanistas iam além do cenário sombrio da depressão dos anos trinta. No enfraquecimento do sentido tradicional da propriedade privada parecia-lhes possível vislumbrar uma terceira trajetória, capaz de harmonizar os interesses mais abrangentes da sociedade em geral, como se pode depreender do texto que segue:

Na verdade os grupos de controle abriram caminho para as reivindicações de um grupo muitíssimo maior que o grupo de proprietários ou de controle. Deixaram a comunidade em condições de exigir que a moderna sociedade por ações não sirva apenas aos proprietários ou ao controle, mas a toda a sociedade. ...

*Só falta a comunidade apresentar suas reivindicações com clareza e força. O rígido cumprimento dos direitos de propriedade como uma proteção temporária contra a pilhagem do controle não se interporia no caminho da modificação desses direitos em benefício de outros grupos. Quando um sistema convincente de obrigações comunitárias estiver elaborado e for aceito por todos, nesse momento, o direito da propriedade passiva de hoje deve submeter-se aos interesses maiores da sociedade.*⁶

Mas, se este era o sentido geral do trabalho de Berle e Means, muito do seu impacto deveu-se aos resultados parciais do estudo e mesmo das recomendações que daí surgiram. Além disso, parte das preocupações de Berle datavam da década de 1920 e, pelo menos, dois de seus artigos escritos naquela época já caracterizavam bem essas inquietações: *Protection of*

⁵ Idem, pag.277

⁶ Ibidem

non-voting stock publicado na Harvard Business Review em Abril de 1926, e *Management power and stockholder's property*, na mesma Revista em Julho de 1927. O tema abordado nesses artigos seria aprofundado na Segunda e Terceira partes de *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*, especificamente voltadas para os direitos de propriedade e a necessidade de defendê-los. As principais críticas dessa obra à manipulação irregular dos títulos das sociedades por ações foram integralmente acolhidas e contempladas pela legislação norte-americana que se sucedeu à depressão dos anos trinta. Berle, evidentemente, não foi o único jurista a apontar as deficiências legais do "sistema acionário" então vigente, mas a sua intimidade com a administração Roosevelt lhe permitiu afirmar - na introdução da terceira parte de *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*, reeditada em 1967, que:

Este Livro - tratando da propriedade nos mercados de ações - tornou-se a base da legislação federal iniciada em 1933 e aperfeiçoada mais tarde, legislação essa que regulamenta os mercados de ações e os direitos dos portadores de títulos e que vigorou até 1968. ... As "Securities and Exchange Laws", os regulamentos e decisões por elas regidos e a prática dos mercados de ações e dos banqueiros tornaram realidade as concepções deste livro e, em alguns casos, foram além.⁷

Muitos dos aspectos destacados por Marx e Hilferding foram retomados por Berle e Means, embora com um enfoque substancialmente distinto. Em contraste ao caráter marxista da formulação apresentada no capítulo anterior, Berle foi um pensador⁸ declaradamente

⁷ Idem, pag.229

⁸ Entre os principais trabalhos de Adolph A. Berle Jr. encontram-se os seguintes:

Studies in the law of corporation finance Chicago, Callaghan and Company, 1928

The Modern Corporation and Private Property (em coautoria com G.C. Means) Nova York: The Macmillan Company, 1932

Liquid Claims and National Wealth (em coautoria com Victoria J. Pederson), Nova York, The Macmillan Company, 1934

Natural Selection of Political Forces Lawrence, University Press of Kansas, 1950 (edição revisada, 1968)

The 20th Century Capitalist Revolution Nova York: Harcourt, Brace, 1954

Tides of Crisis: a primer of foreign relations Nova York: Reynal, 1957

Power Without Property: A New Development in American Political Economy Nova York: Harcourt, Brace and Company, 1959

Latin America: Diplomacy and Reality Nova York; Harper & Row, 1962

comprometido com a ideologia capitalista⁹. Por essa razão, sua inquietação com o sentido ético das transformações em curso desde o final do século XIX guarda pouca afinidade com a crítica estrutural que Marx e Hilferding dirigiram à propriedade privada dos meios de produção. Ambas as análises, no entanto, coincidem na seleção dos elementos considerados relevantes para a definição de uma nova etapa na história do capitalismo. Assim, a transformação *dos proprietários de capital em meros proprietários, simples capitalistas monetários* apontada no volume terceiro d'O Capital de Marx¹⁰ foi descrita, no trabalho de Berle e Means, como

...a capitulação e a reestruturação da propriedade, que antes combinava o pleno poder de manipulação com o direito absoluto de desfrutar dos produtos e dos lucros dos ativos físicos. Daí resultou a desintegração do antigo átomo de propriedade em sua partes componentes, o controle e o usufruto¹¹.

Dessa constatação, enquanto Marx depreendia

...que os capitalistas enquanto funcionários do processo que, ao mesmo tempo, acelera a produção social e, com isso, o desenvolvimento do processo produtivo tornam-se supérfluos na mesma medida em que gozam de seu usufruto por procuração da sociedade e que comandam trabalho social¹²

The American Economic Republic Nova York: Harcourt, Brace & World Inc., 1963

The three faces of power Nova York: Harcourt, Brace & World Inc., 1967

Power Nova York: Harcourt, Brace & World, 1969

Sobre a sua contribuição ao pensamento econômico, jurídico e político de nosso tempo veja-se:

Lewis, B W *Berle and Means on the modern corporation* in Journal of Political Economy, 43:548-554, Aug 1935

Kierkendall, R W *A A Berle Jr. student of the corporation, 1917-1932* in Business History Review, 35:43-58, no.1, 1961

Schwartz, Jordan A. Liberal: Adolf Berle and the vision of an American era Nova York: Free Press; London: Collier Macmillan, c1987

9 Tome-se, por exemplo, o prefácio a um dos seus livros:

Comparando-se com os sistemas de quaisquer outras grandes nações, a república econômica norte-americana ["american economic republic"] é a mais bem sucedida do mundo moderno. Ela fez mais pelo conjunto da sua população do que qualquer outra, sem que para isso se tenha que ignorar ou atenuar as suas deficiências, suas omissões e os seus problemas. Cf. The American Economic Republic, Nova York, Harcourt, Brace & World, Inc., 1963, pag.XI

10 Veja-se a nota de rodapé número 36 do Segundo Capítulo.

11 Berle e Means, p.37

12 Veja-se a nota de rodapé número 31 do Segundo Capítulo.

Berle afirmava que

...a desintegração do átomo de propriedade destrói a base da antiga suposição de que a obtenção de lucros estimula o dono da propriedade industrial a fazer um uso eficaz da mesma. Em consequência disso, desafia o princípio econômico fundamental da iniciativa individual no empreendimento industrial¹³

Numa avaliação retrospectiva dos desdobramentos desse desafio ao princípio econômico fundamental, trinta e cinco anos após a publicação de *A Moderna Sociedade por Ações e a Propriedade Privada*, Berle acrescentou uma nova introdução à reedição de seu estudo em 1967. Entre as observações mais interessantes, destaca-se a seguinte passagem:

O Dr. Paul Harbrecht, da Universidade de Colúmbia e agora da Universidade de Detroit, está elaborando a teoria de que desenvolvemos uma nova forma de propriedade e um novo sistema de circulação de riqueza cuja liquidez se mantém através das bolsas de valores, mas que só se ligam psicologicamente com a arrecadação de capital e seu sistema de aplicação, dos quais a empresa e a indústria produtiva dependem efetivamente¹⁴. Se é assim, um dos efeitos do sistema de sociedade acionária tem sido o estabelecimento de um sistema paralelo de circulação da "propriedade-riqueza", onde a riqueza flui de um proprietário passivo a outro, sem promover de modo significativo a formação, aplicação, uso ou risco do capital. No entanto, essas funções eram a essência do sistema capitalista do século XIX. Tanto a riqueza quanto seus possuidores estão divorciados do processo produtivo - isto é, do processo comercial -, embora, no final, a estimativa dessa riqueza dependa da estimativa da produtividade, do caráter e eficiência da empresa cujas ações são seus veículos.

Assim sendo, é evidente que essa riqueza não pode ser explicada pelas antigas máximas econômicas, apesar dos argumentos apaixonados e sentimentais de economistas neoclássicos que gostariam que acreditássemos que o antigo

¹³ Berle e Means, p.37

¹⁴ Berle se refere aqui provavelmente ao trabalho de Paul P. Harbrecht publicado sob o título de Toward the paraproprietal society: an essay on the nature of property in twentieth century America Nova York, Twentieth Century Fund, 1960 (trata-se de um ensaio curto, 43 páginas, com uma introdução e comentários do próprio Adolph Berle Jr.)

sistema não se modificou. O comprador de ações não contribui com suas economias para uma empresa, possibilitando assim que esta aumente suas instalações ou suas operações. Não assume o "risco" de uma operação econômica nova ou maior; simplesmente avalia a possibilidade do aumento do valor das ações da empresa. A contribuição que dá com sua compra é a manutenção da liquidez para outros acionistas que podem querer converter suas ações em dinheiro. É evidente que não pode e não pretende contribuir para as realizações ou serviços administrativos ou empresariais.

Isso levanta um problema de ética social que certamente entrará na cena legal na próxima geração. Por que ter acionistas? Quais são as suas contribuições, que lhes dão direito à metade dos lucros¹⁵ do sistema industrial, recebíveis em parte sob a forma de dividendos, e em parte sob a forma de maiores valores de mercado resultantes dos ganhos não distribuídos da empresa? Os acionistas não suam, nem mesmo trabalham, para merecer essa recompensa. São beneficiários somente por sua posição. Uma justificativa de sua herança deve ser procurada fora do raciocínio da economia clássica.

O "problema ético" do capitalismo financeiro, no qual Berle já não encontrava legitimidade para a desigualdade material entre os indivíduos, não parece ter solução fora da análise marxista. Ou seja, sem o reconhecimento de que a substância ideológica do sistema de propriedade de títulos que domina a economia norte-americana do século XX tem a mesma natureza da que justificou a apropriação privada dos meios de produção dos séculos XVIII e XIX (verberada por Marx e admirada por Berle). Para isto seria necessário admitir que o capitalista industrial, aquele que "transpira e corre riscos", não se distingue essencialmente do "passivo" aplicador na Bolsa de Valores. Se não há justificativa moral para o possuidor de ações, tampouco pode haver para o seu predecessor - o capitão de indústria. Tudo indica que Berle não se deu conta de que a *cisão do átomo de propriedade em suas partes constitutivas* apenas explicitou o verdadeiro significado da propriedade capitalista. Neste sistema, o controle nunca constituiu o objetivo do proprietário mas apenas o meio através do qual o usufruto foi conquistado. Quando a institucionalidade capitalista desenvolveu os mecanismos garantidores desse benefício - como será ilustrado pela evolução histórica norte-americana apresentada no próximo capítulo - eliminou-se a necessidade da gestão direta dos meios de produção. Foi a partir desse momento que se abriu o caminho para a centralização dos haveres produtivos corporificada nas sociedades por ações.

¹⁵ Segundo os cálculos do referido Autor a outra metade seria apropriada pelo governo sob a forma de impostos.

Neste sentido, o poder explicativo da noção marxista de capital (uma relação social) parece ser o único adequado à compreensão do capitalismo financeiro. Somente nesse quadro teórico é possível destacar, sem sobressaltos morais, que o caráter definidor do sistema reside na separação entre os trabalhadores e os meios de produção, e não na identidade entre o proprietário e o administrador industrial ¹⁶. São aquele "divórcio" - entre a força de trabalho e os meios de produção, e a conseqüente mercantilização desses elementos, que permitem a apropriação desigual dos frutos do trabalho social.

Enquanto proprietário de riqueza (capital), o capitalista não contribui, e nunca contribuiu, para *as realizações ou serviços administrativos ou empresariais* a despeito do seu possível talento administrativo. É apenas na sua eventual atividade gerencial - cuja remuneração é fixada no mercado de trabalho - que o seu desempenho produtivo pode ser avaliado. Que a propriedade da riqueza não requeira - moral ou praticamente - qualquer contrapartida social não constitui motivo de espanto para os teóricos marxistas. Isto os dispensa de recorrer aos malabarismos do Dr. Harbrecht e à sua curiosa concepção de um duplo circuito - de riqueza e de produção - que se ligam apenas "*psicologicamente*". O próprio Berle parece hesitar diante dessa frágil proposição ao lembrar que *no final, a estimativa dessa riqueza depende da estimativa da produtividade, do caráter e eficiência da empresa cujas ações são seus veículos*.

O que interessa destacar nesta citação, todavia, é a sua analogia com a noção da relativa independência dos mercados bursáteis também sugerida por Marx e Hilferding. Vale dizer que ambas as análises - a de Marx e Hilferding de um lado, e a de Berle e Means do outro - não ignoram a complexidade do vínculo indireto entre a riqueza privada e os haveres produtivos. Nessa questão, a superioridade da interpretação de Hilferding decorre da possibilidade de assimilar a preservação dos privilégios da classe proprietária-capitalista sem lhe exigir o monopólio do controle gerencial. Berle, apegado ao seu compromisso ético, não pôde ir muito além de desejar que esta nova etapa resultasse numa distribuição mais equitativa da riqueza ¹⁷ para, logo em seguida, reconhecer que:

No entanto, a distribuição da riqueza geralmente ainda está na infância. Um por cento da população americana é dona de cerca de 25% de toda a riqueza de propriedade pessoal e de uma porcentagem indubitavelmente maior de ações ordinárias. É evidente que temos um longo caminho a percorrer. ¹⁸

¹⁶ Veja-se a este respeito a Seção II.2 (*A Noção de Capital e o Capital Fictício*) do capítulo anterior.

¹⁷ *A justificativa para a existência do acionista depende, portanto, da distribuição crescente de riqueza entre a população americana.* Cf. Berle e Means, p.15

¹⁸ Berle e Means, pags. 15 e 16 (Dados quantitativos extraídos de Lampman, p.208)

2. OUTRAS PERSPECTIVAS NÃO-MARXISTAS

Um aspecto significativo das duas análises que acabaram de ser referidas reside no destaque conferido ao mecanismo de interação entre os proprietários e os recursos produtivos como elemento definidor de um novo estágio na dinâmica da economia capitalista. Mesmo que se restringisse a contribuição de Hilferding a sua interpretação mais superficial de preeminência do intermediário bancário ou que se adotasse a noção do fugaz elo "psicológico" do Dr. Harbrecht não haveria como afastar o caráter decisivo dessa conexão entre a riqueza privada e os meios de produção. Ou seja, a evolução para o que aqui se denomina de capitalismo financeiro explica-se pela transformação dos elementos constitutivos dessa relação, sempre no âmbito de uma economia capitalista.

Na sua forma mais visível essa modificação se traduz pela crescente organização dos recursos produtivos em sociedades por ações (*corporations*), em substituição aos antigos empreendimentos individuais ou familiares. A concentração de poder, a complexidade e a aparente autonomia do processo decisório no interior dessas entidades acabou por atrair sobre elas a atenção dos estudiosos do capitalismo do século XX. Os proprietários-acionistas frequentemente se tornaram elementos externos ao sujeito principal - a grande empresa por ações - como se pode depreender da sugestão radical do Dr. Harbrecht. O próprio Berle, aliás, já havia ido mais longe ao sugerir que, na sociedade por ações, *O capital está presente bem como o capitalismo. O fator que desaparece é o capitalista.*¹⁹ Tal postura tendeu a enfraquecer a noção da empresa como instrumento do processo de valorização da riqueza privada (agora materializada em títulos) além de minimizar a relevância do que aqui se apontou como essencial à conceituação de capital financeiro: a liquefação dos haveres capitalistas.

As implicações teóricas dessas abordagens foram profundas e variadas. Elas incluem desde a desqualificação do problema até a reificação da empresa como o único elemento relevante da dinâmica capitalista, passando ainda pela tentativa de incorporar as novas relações sócio-econômicas que decorreram dessa evolução. Embora o exame mais sistemático dessas tendências escape aos limites do presente trabalho, a mera enunciação de alguns de seus desdobramentos pode ajudar a compreender a importância de se reestabelecer uma noção abrangente de capital financeiro.

¹⁹ Berle, Adolf A. Jr. The Twentieth Century Capitalist Revolution Nova York: Harcourt, 1954, pag.39 *apud* Mason, Edward S. *Verbete Corporation na International Encyclopedia of the Social Sciences* Terceiro Volume, pag.401

Pretendo referir-me aqui ao que se poderia, esquematicamente descrever como as três principais vertentes segundo as quais a transformação da propriedade capitalista - de máquinas em títulos - teria tido um resultado:

1. Secundário, quando a firma - individual ou societária - é considerada como uma entidade sem qualquer relevância - ou seja, como uma simples função de produção dentro de uma estratégia mais geral de maximização de benefícios/utilidades. Sua estrutura legal e seu funcionamento interno são subordinados e integralmente redutíveis a um processo de minimização de custos.

2. Radical, na medida em que a pulverização da propriedade nos grandes empreendimentos por ações é compreendida como tendo eliminado a atuação dos capitalistas-proprietários, transferindo o poder de comando aos administradores profissionais. A alocação dos haveres empresariais teria passado à responsabilidade exclusiva da chamada "classe gerencial" cuja conduta persegue objetivos frequentemente divergentes daqueles que se poderia atribuir aos acionistas.

3. Complexo, devido à percepção de que a organização dos recursos produtivos em sociedades por ações desenvolve novos mecanismos decisórios sem eliminar a sujeição da gestão à propriedade capitalista. Administradores e acionistas ora constituem um grupo solidário que partilha as mesmas estratégias e objetivos, ora se posicionam em campos distintos, interagindo através de processos mais ou menos complexos.

Embora essa classificação - assumidamente simplificadora - tenha uma finalidade meramente indicativa, seu significado pode ser melhor compreendido quando se identificam alguns dos autores que mais se aproximam de uma ou de outra categoria, sem que com isso se pretenda minimizar as suas diversidades teóricas ou metodológicas.

Neste sentido, a primeira interpretação congrega uma extensa literatura econômica vinculada à Escola Neoclássica²⁰, que confere pouca importância às questões institucionais e à dinâmica histórico-temporal. Segundo essa perspectiva, as empresas - pessoais ou societárias - não se distinguem dos indivíduos, e constituem unidades cuja ação se subordina aos ditames de um mercado externo ao seu controle. A disciplina concorrencial impõe uma racionalidade decisória convergente em direção a um equilíbrio maximizador de utilidades e benefícios individuais²¹. Nesse universo, não há espaço para a evolução das instituições capitalistas, ou

²⁰ Veja-se a nota 4 do Primeiro Capítulo.

²¹ Essas hipóteses evidentemente não ignoram as complicações introduzidas com a dissociação entre acionistas e gerentes que, no entanto, passam a ser tratadas no âmbito de um modelo (a Teoria do Agente ou do Representante [*Theory of the Agency*]) que as reduz aos custos crescentes de uma administração complexa/indireta. Veja-se, a título de exemplo, o artigo de Ross, S. *The economic theory of agency: the principal's problem in American Economic Review* 1973, vol.63, nr.2, pp.134-139

relevância para a "desintegração do átomo da propriedade" a que se referia A. Berle. Nas palavras de L. Walras, um dos principais fundadores dessa corrente de pensamento,

*... o empresário é, pois, personagem (indivíduo ou sociedade) que compra matérias-primas de outros empresários; em seguida aluga mediante um arrendamento, a terra do proprietário fundiário; mediante um salário, as faculdades pessoais do trabalhador;...*²²

Sempre nessa direção, ao analisar os elementos e mecanismos da produção, o mesmo autor afirmava:

*Observemos, finalmente, que, no estado de equilíbrio da troca e da produção, pode-se, como havíamos dito (ver item 144), fazer abstração, quando não do numerário, pelo menos da moeda, recebendo os proprietários fundiários, os trabalhadores e os capitalistas e dando os empresários certa quantidade de produtos com os nomes de arrendamentos, salários e juros em troca de certa quantidade de serviços produtivos com os nomes de rendas da terra, trabalhos e lucros. Pode-se mesmo, nesse estado, fazer abstração da intervenção dos empresários e considerar não apenas os serviços produtivos como sendo trocados pelos produtos e os produtos como sendo trocados pelos serviços produtivos como também os serviços produtivos como sendo trocados, no fim das contas, uns pelos outros.*²³

A segunda linha de raciocínio - na qual se deve incluir a já citada introdução de Berle, e que se enquadra na literatura conhecida como a do capitalismo gerencial (*managerial capitalism*)²⁴ - pode ser ilustrada, pelo conceito de *tecnoestrutura*, desenvolvido por Galbraith num de

²² Walras, León Abrégé des Éléments d'Économie Politique Pure 1926; tradução brasileira Compêndio dos Elementos de Economia Política Pura Col. "Os Economistas" São Paulo, Abril Cultural, 1983, p.121. O grifo é meu.

²³ Idem, p.118. O grifo é meu.

²⁴ A generalização do termo - capitalismo gerencial - é usualmente atribuída a James Burnham (1905-1987) cujo livro sobre esse tema foi publicado em 1941 (The Managerial Revolution: what is happening in the world, Nova York: John Day Company). Para uma resposta contemporânea ao caráter superficial da análise de Burnham veja-se Sweezy, P M *The illusion of the "managerial revolution"* in Science & Society, 6:1-23, no.1, 1942

seus livros mais conhecidos, O Novo Estado Industrial²⁵ já mencionado no início do item 1.2 do presente trabalho.

Tanto nas passagens aqui citadas às páginas 16 e 17 como em outras particularmente nos capítulos 7 (*A Sociedade Anônima*) e 8 (*O Empresário e a Tecnoestrutura*), Galbraith enfatiza a irreversibilidade do ocaso do proprietário e a crescente preeminência do administrador profissional (tecnoestrutura) num mundo dominado pelas grandes sociedades por ações. Tem-se a impressão de que os capitalistas passam à periferia de um sistema cujas questões alocativas mais importantes passam a ser decididas no âmbito restrito do corpo gerencial²⁶.

Na terceira vertente, a multiplicação das sociedades por ações diferenciou o que era antes um processo unificado: a valorização da riqueza privada e a alocação dos recursos produtivos. Note-se que essa distinção não se fez através da eliminação de um ou de outro grupo - acionistas ou gerentes - mas por intermédio da sua diferenciação. Nessa mesma direção, ampliou-se a participação das atividades e das instituições vinculadas à manipulação de títulos: bolsas de valores, bancos de investimento, corretoras, etc. As decisões alocativas dos agentes proprietários e/ou gerenciadores de recursos empresariais passaram a incorporar essa forma de riqueza que, sem ser nova, assumiu uma dimensão e uma relevância antes inexistente. A própria noção de uma "carteira de ativos"²⁷ só ganhou maior expressão quando as diversas formas de riqueza capitalista aprofundaram sua liquidez/flexibilidade. Nesse contexto, a transição para um "capitalismo financeiro" refletiu-se na separação e no desenvolvimento de um processo de interação entre os diferentes agentes participantes - administradores e proprietários - e entre os distintos mecanismos de valorização da riqueza privada - produtivos e financeiros.

25 Galbraith, John K. The New Industrial State 1967, Terceira Edição Revista, 1978; tradução brasileira da Terceira Edição Revista O Novo Estado Industrial, Col. "Os Economistas", São Paulo, Abril Cultural, 1982

26 Uma versão menos radical dessa corrente pode ser encontrada no também já citado trabalho de Robin Marris The Economic Theory of "Managerial" Capitalism. Veja-se, particularmente, o segundo capítulo intitulado *Motives and Morals*, pags.46-109 cuja epígrafe é: "A Revolução Gerencial é decididamente fatal para a maximização dos lucros, Peter Wiles".

Ainda nessa linha pode-se citar os trabalhos de Williamson, O.E. The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1964 e Baumol, W.J. Business Behavior, Value and Growth Nova York: Macmillan, 1959. Para uma crítica abrangente (econômica e sociológica) do "gerencialismo" (*managerialism*) veja-se Zeitlin, Maurice Corporate Ownership and Control: The Large Corporation and the Capitalist Class in American Journal of Sociology, Vol. 79, Nr.5 pp.1073-1119, 1974

27 Refiro-me à noção sugerida por J.M. Keynes no Capítulo 17, As Propriedades Essenciais do Juro e do Dinheiro, de A Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro, 1936, e mais tarde desenvolvida, com maior ou menor fidelidade, por James Tobin [*The interest-elasticity of transactions demand for cash in Review of Economics and Statistics*, p.241-7, Agosto, 1956 e *Liquidity preference as behavior toward risk in Review of Economics Studies*, Edinburgh, 25(67):65-86, 1958], e W. Baumol [*The transactions demand for cash: an inventory theoretic approach in Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, Mass, 66:545-56, 1956] entre outros economistas que se inspiraram naquela concepção.

Um exemplo deste tipo de análise pode ser encontrado no capítulo 12 (*O Estado da Expectativa a Longo Prazo*) do trabalho mais conhecido de J.M.Keynes²⁸, onde o autor afirma que:

Todavia, as decisões de investir em negócios privados do tipo antigo eram, em grande parte, irrevogáveis não só para a comunidade em geral, como também para os indivíduos. Com a separação entre a propriedade e a gestão que prevalece atualmente e com o desenvolvimento de mercados financeiros organizados, surgiu um novo fator de grande importância que, às vezes, facilita o investimento, mas que, às vezes, contribui sobremaneira para agravar a instabilidade do sistema. Na ausência de bolsas de valores não há motivo para se procurar, com frequência, reavaliar os investimentos que fazemos. Mas a bolsa de valores reavalia, todos os dias, os investimentos e estas reavaliações proporcionam a oportunidade frequente a cada indivíduo (embora isso não ocorra para a comunidade como um todo) de rever suas aplicações. (...) Todavia, as reavaliações diárias da bolsa de valores, embora se destinem, principalmente, a facilitar a transferência de investimentos já realizados entre indivíduos, exercem, inevitavelmente, uma influência decisiva sobre o montante do investimento corrente. Isso porque não há nenhum sentido em se criar uma empresa nova a um custo maior quanto se pode adquirir uma empresa similar existente por um preço menor, ao passo que há uma indução para se aplicarem recursos em um novo projeto que possa parecer exigir uma soma exorbitante, desde que esse empreendimento possa ser liquidado na bolsa de valores com um lucro imediato. Destarte, certas categorias de investimento são reguladas pela expectativa média dos que negociam na bolsa de valores, tal como se manifesta no preço das ações, em vez de expectativas genuínas do empresário profissional.

Embora represente uma interpretação potencialmente rica e consideravelmente mais próxima do capitalismo atual, essa última concepção (terceira) esbarra na sua inegável complexidade. Vale dizer que a possibilidade de formalizar um modelo econômico que integre a conduta independente - porém interligada - de gerentes e de proprietários num conjunto de relações determinista que convirja ao equilíbrio parece uma tarefa ainda distante, supondo-se que este seja um objetivo a ser perseguido.

²⁸ Keynes, J.M. The General Theory of Employment, Interest and Money 1936; tradução brasileira A Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro Col. "Os Economistas", São Paulo, Abril Cultural, 1983, pags.111 e 112

Convém acrescentar que as alusões dedicadas a essa nova realidade não se limitaram a J.M. Keynes, e que outros importantes autores contemporâneos poderiam ser incluídos nesse grupo. Sob este ponto de vista, a construção teórica de J.A. Schumpeter, para quem o dinamismo capitalista decorre da ação do empresário-inovador, constitui um exemplo notório da diferenciação entre as funções interligadas do capitalista, do gerente e do empreendedor propriamente dito ²⁹. Embora essa distinção não derive de um processo evolutivo do próprio capitalismo - pois já está presente desde o seu nascedouro e até mesmo em formas anteriores pré-capitalistas ³⁰ - sua utilização como instrumento de análise exigiu, e ainda exige, um acompanhamento cuidadoso do desenvolvimento histórico que transformou uma economia constituída principalmente por empresas familiares num capitalismo dominado pelas grandes sociedades por ações ³¹. Neste particular ao apontar as áreas de pesquisa mais proveitosas para os historiadores e teóricos da Economia, já ao final da sua carreira intelectual em 1947, Schumpeter enfatizou a necessidade de aprofundar os estudos históricos que esclarecessem melhor a relação entre esses três elementos-chave no processo de alocação dos recursos produtivos. Nas palavras do próprio Autor:

A história moderna apresenta várias situações em que a atividade empreendedora-inovadora situa-se na organização e promoção de uma companhia. O típico empreendedor-inovador industrial do século dezenove era talvez o homem que punha em prática um método inovador de produção materializando-o fisicamente numa nova firma. Se fosse bem sucedido passava então à posição de gerente-proprietário, ou de presidente-acionista de uma empresa, tornando-se, nesse processo, velho e conservador. Na grande sociedade por ações de hoje em dia a questão que nunca está de todo ausente surge com

29 Esta distinção teórica foi apresentada inicialmente no item III do Cap.2 *O Fenômeno Fundamental do Desenvolvimento Econômico* do livro intitulado *A Teoria do Desenvolvimento Econômico* [Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung], publicado na Alemanha em 1911 e parcialmente reescrito em 1926 por ocasião de sua reedição naquele País. Aqui se utiliza a tradução brasileira *A Teoria do Desenvolvimento Econômico*, Col."Os Economistas" São Paulo, Abril Cultural, 1982

30 A respeito da universalidade histórica do empreendedor-inovador schumpeteriano veja-se, entre outras passagens, o item II do seu artigo intitulado *Economic Theory and Entrepreneurial History* publicado originalmente em 1949, às páginas 63-84 de *Change and the Entrepreneur* reimpresso em *Essays on Entrepreneurs, Innovations, Business Cycles, and the Evolution of Capitalism*, editado por Richard V. Clemence, Nova Brunswick, EUA, Transaction Publishers, Segunda Impressão 1991 (1951), pags.263 e segs.

31 Veja-se especialmente, a secção III (*Destruição do Quadro Institucional da Sociedade Capitalista*) do cap.XII (*Caem os Muros*) de Schumpeter, Joseph A. *Capitalism, Socialism and Democracy* 1942; tradução brasileira *Capitalismo, Socialismo e Democracia*, Rio de Janeiro, Zahar Editores S.A., 1984

*um vigor redobrado, ou seja, quem deveria ser considerado como o empreendedor-inovador.*³²

Ao examinar uma situação histórica específica - como as fusões e aquisições empresariais que tiveram lugar nos EUA de 1888 a 1904 - Schumpeter apontou para o "promotor financeiro" como um legítimo empresário-inovador. A negociação de ações e títulos em geral é apresentada como uma atividade autônoma e essencial para a transformação da estrutura produtiva numa etapa capitalista que se havia inaugurado com as consolidações ferroviárias do último quartel do século XIX. Nada há de parasitário, de intermediário ou de acessório na ação financeira que se desenvolveu neste período, como se pode depreender do texto que segue:

*A função industrial que as fusões [de empresas] preencheram era, na maior parte dos casos, inteiramente divorciada da tarefa de promovê-las. E, no entanto, o vendedor ambulante que se transformou num promotor de fusões/combinções não era um mero vendedor de ativos financeiros, embora ele provavelmente pouco entendesse e pouco se preocupasse com qualquer coisa que não fosse a realização de um negócio lucrativo com os títulos industriais. Em alguns casos, os banqueiros desempenharam um papel de liderança embora se deva ter cautela para não exagerar a importância da iniciativa de um agente cujas negociações o colocavam sob a luz dos holofotes. A "Mercantile Marine" que, entre as transações de primeira importância, mais se aproximou de um negócio de banqueiros, não teve sucesso. A combinação do aço foi quase exclusivamente determinada pela posição dominante do grupo "Carnegie" e foi praticamente ditada pelo seu chefe. A contribuição média dos banqueiros foi subalterna e consistiu principalmente em esquecer a função dos bancos numa sociedade capitalista.*³³

32 Schumpeter, Joseph A. *The Creative Response in Economic History* in *Journal of Economic History*, Nov.1947, 149-159, reimpresso em *Essays on Entrepreneurs, Innovations, Business Cycles, and the Evolution of Capitalism*, editado por Richard V. Clemence, Nova Brunswick, EUA, Transaction Publishers, Segunda Impressão 1991 (1951), pag.226

33 Schumpeter, Joseph A. *Business Cycles* A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process. Philadelphia, Porcupine Press, 1982 (1939), Vol.I, pag.405

É bem verdade que Schumpeter repudiou aquilo que ele definiu como a noção de dominação financeira proposta por Hilferding. Numa longa nota de rodapé de seu *Business Cycles*, o autor afirmou, entre outras coisas, que *Muitos considerarão as aglomerações capitalistas deste período [1898-1904], as fusões e os seus patrocinadores financeiros, como a verdadeira encarnação do "Finanzkapitalismus" [capitalismo financeiro] no sentido de R. Hilferding.* ³⁴ Para logo em seguida afirmar, taxativamente, que o domínio da finança sobre a indústria ou sobre a política nacional - aí destacando a questão do imperialismo - deveria ser considerado como um mero *conto de fadas jornalístico*. Tratava-se, evidentemente, de uma compreensível resistência à noção de que um setor - o financeiro - pudesse dominar o conjunto da economia capitalista. Como tantos outros autores, Schumpeter limitava a contribuição de Hilferding aos seus traços mais tópicos e conjunturais - a "trustificação", o papel dos grandes bancos, o imperialismo - numa análise tão superficial como aquelas que foram aqui criticadas no capítulo anterior. Note-se ainda que, segundo esta visão, a ação de Carnegie na organização da *United States Steel* não se enquadraria numa atividade do "setor financeiro".

É importante destacar que uma das características comuns aos autores desse esquemático terceiro grupo é o grau de generalidade com que as análises de seus expoentes tem sido formuladas. Ou seja, na maior parte das vezes, apresentam pouca ou nenhuma preocupação com uma possível formalização econométrica, tão ao gosto da teoria econômica contemporânea. É bem verdade que, mesmo entre os economistas profissionais, tais dificuldades não têm impedido a continuidade do debate em torno das principais características desse novo estágio do capitalismo. Embora longe de fazer frente à opinião dominante nos círculos acadêmicos, tais discussões vêm tentando desenvolver uma concepção mais realista a partir, entre outras contribuições, das sugestões do próprio Keynes. Permanecendo no plano estritamente ilustrativo é possível citar um artigo recente (1990) de autoria de James R. Crotty - integrante da chamada Escola Pós-Keynesiana - no qual este Autor propõe uma revisão crítica das tentativas de abordar essa dissociação entre acionistas e administradores num trabalho sugestivamente intitulado de: *O conflito entre proprietários e gerentes e as teorias de instabilidade financeira: uma avaliação crítica de Keynes, Tobin e Minsky*³⁵.

Crotty ressalta nesse texto a importância de se compreender a dinâmica contemporânea do investimento capitalista como a resultante da interação de decisões assumidas por dois grupos de agentes distintos (*semiautônomos*): gerentes e proprietários. Neste sentido, ao criticar a visão keynesiana (de Keynes e de seus seguidores, *latu sensu*) o autor afirma que:

34 *Ibidem*

35 James R. Crotty, *Owner-manager conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky* in *Journal of Post Keynesian Economics*, Summer 1990, Vol.12, Nr.4, pags.519-542

Os Keynesianos frequentemente falseiam de duas maneiras a relação conceitual entre gerentes e proprietários e, conseqüentemente, teorizam de maneira inadequada a relação entre os setores real e financeiro. Primeiro, proprietários e administradores são vistos como agentes econômicos virtualmente idênticos; i.e. os agentes são fusionados. Desta forma, um deles se torna conceitualmente redundante e pode ser eliminado da teoria. Como cabe aos proprietários a iniciativa das decisões econômicas e os gerentes são meros agentes passivos necessários à execução dessas decisões, é a gerência que desaparece do cenário. O foco exclusivo nas raízes financeiras da instabilidade do investimento parece decorrer naturalmente dessa concepção.

Segundo, mesmo que os proprietários e gerentes constituam agentes distintos, quando suas visões acerca da política de investimento empresarial conflita, a gerência é sempre obrigada a executar a estratégia dos proprietários. A propriedade domina a gerência, de tal sorte que a gerência de novo se torna teoricamente redundante e a teoria financeira do investimento predomina.³⁶

Além de incluir em sua análise uma breve crítica à Escola Neoclássica - acusada de escamotear o problema através da fusão das figuras do gerente e do proprietário ou mesmo de trivializá-lo por intermédio da Teoria do Agente - Crotty censura em Keynes (e também em Tobin, embora aí com argumentos mais convincentes) a sugestão de que exista uma hierarquia decisória que subordine gerentes a proprietários. A par da flagrante inadequação de estabelecer uma associação exclusiva entre proprietários e mercado financeiro de um lado (onde afinal também atuam profissionais de instituições ou de atividades bancárias/financeiras), e gerentes e ativos reais de outro, o Autor se aproxima perigosamente de uma construção na qual o capital (enquanto relação social dominante) deixa de constituir o motor propulsor dessa forma de organização econômica.

Contrariando essa sugestão, parece-me inteiramente adequado -tanto ao espírito quanto ao grau de abstração que permeia as observações de Keynes - supor a persistência de uma submissão genérica do comando dos recursos produtivos ao interesse da acumulação privada. A especificação dos mecanismos através dos quais se manifesta tal subordinação é evidentemente complexa, historicamente determinada e impropriamente tratada (como aponta Crotty) em diversos modelos tais como o da *Teoria Q* de autoria de Tobin e Brainard³⁷. Isso

³⁶ Idem, pag.520 (os grifos são do autor)

³⁷ Para uma exposição da *Teoria Q* veja-se Tobin, J. e Brainard, W. *Assets Markets and the Cost of Capital* in Balassa, B. e Nelson, R. (org.) Economic Progress, Private Values, and Public Policy: Essays in honor of William Fellner Amsterdam, North

não recomenda, entretanto, que se descartem as determinações mais abstratas do sistema capitalista até mesmo porque a sua expressão concreta surge de maneira incisiva e recorrente na conduta dos agentes decisores.

O próprio Crotty aliás acaba por reconhecer, pelo menos parcialmente, esse fato ao observar que:

*Desta maneira, as guerras entre acionistas e administradores dos anos oitenta demonstram que a fusão entre gerentes e proprietários proposta por Tobin, Minsky e os neoclássicos é incompatível com a realidade econômica. E, no entanto, elas também sugerem que as modificações institucionais da última década conferiram à tese de subordinação de Keynes um grau de relevância que ela antes não possuía.*³⁸

Essas e outras possíveis ambiguidades, no entanto, não devem obscurecer a natureza ilustrativa do que aqui se pretendeu apresentar. Ou seja, um exemplo da literatura econômica recente, naquela categoria que se classificou como "complexa", identificando no desenvolvimento do capital financeiro - segundo a formulação proposta no capítulo anterior - um estágio distinto no processo de evolução do capitalismo. Nas áreas teoricamente conexas caberia ainda mencionar tanto a literatura de inspiração institucionalista quanto a historiografia econômica. Nenhuma delas poderia ser enquadrada adequadamente em qualquer das três vertentes que acabaram de ser mencionadas.

No primeiro caso, a inegável revolução institucional que acompanhou a transformação dos empreendimentos familiares em sociedades por ações constituiu-se num objeto de estudo privilegiado para aqueles que concebem a atividade econômica como uma parte indissociável do conjunto mais amplo das relações sociais em seu movimento histórico. Frequentemente descritas como *sociológicas* tais linhas de análise tiveram em Thorstein Veblen (1857-1929) um dos seus principais expoentes nos EUA da virada do século. Contemporâneo de John A. Hobson (1858-1940) e cerca de vinte anos mais velho do que Hilferding, Veblen mostrou-se particularmente atento aos desdobramentos sócio-econômicos da crescente dominação do capital financeiro, sem deixar-se iludir pela sua aparente dimensão setorial. Fundamentado numa concepção antropológica peculiar, cuja discussão foge ao escopo do presente trabalho, o

Holland Publishing Company, 1977, pags.235-262. Para a resposta de Tobin e Brainard à crítica de Crotty, veja-se *On Crotty's critique of q-theory in Journal of Post Keynesian Economics*, Summer 1990, Vol.12, Nr.4, pp.543-549

³⁸ Crotty, pag.540

capitalismo de Veblen é marcado por um conflito incessante entre o progresso técnico - um impulso que deita raízes na natureza humana - e a acumulação de riqueza privada. Engenheiros e homens de negócio contrapõem-se num embate cujo resultado está materializado nas instituições da "classe ociosa", da "emulação pecuniária", do "consumo conspícuo", e de tantas outras categorias veblenianas que retardam, ou mesmo obstaculizam, o bem-estar do ser humano.

Para Veblen, a figura heróica do "capitão de indústria" era um produto da ideologia capitalista, que procurava ocultar a verdadeira natureza privatista do "homem de negócios" sob o manto do progresso industrial. Embora reconhecesse que alguns dos empreendedores pioneiros dispunham tanto da habilidade técnica quanto do talento comercial (*workmanship* e *salesmanship*), o desenvolvimento capitalista subsequente ter-se-ia encarregado de dissociar essas funções em agentes distintos. Nessa situação, o engenheiro e, portanto, o progresso técnico, estava subordinado aos ditames da acumulação privada. Como o aumento da oferta de bens nem sempre era compatível com a maximização dos lucros - ameaçados pela queda dos preços e pelo risco de superprodução - o bem-estar social tinha que ceder lugar ao interesse do proprietário. Nas palavras do próprio Veblen:

A indústria e os negócios gradualmente se separaram, no que diz respeito ao pessoal e às suas tarefas diárias. Os empregadores-proprietários se afastaram em direção ao seu próprio terreno de proprietários absenteístas, embora continuassem a governar o volume de produção e as condições de vida da força trabalhadora sob o princípio empresarial do ganho líquido em termos do preço. Enquanto isso o desempenho tangível do volume de trabalho que os proprietários absenteístas julgassem convenientes passava progressivamente para a responsabilidade daquela linha de técnicos de onde se originou a profissão dos engenheiros...³⁹

Note-se que o absenteísmo dos proprietários está vinculado a sua distância da esfera técnica-administrativa mas nunca do comando do processo de acumulação. Na etapa subsequente, quando as ações negociáveis (que o autor chama de *crédito capital*) passam a constituir a forma dominante de riqueza privada este afastamento hierarquizado (por oposição à passividade do proprietário na teoria do *capitalismo gerencial*) torna-se ainda maior, como se depreende do trecho que segue:

39 Veblen, Thorstein *Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times: The Case of America: The Captain of Industry*, 1923 in Lerner, Max (org.) *The Portable Veblen* Nova York, Penguin Books, 1977(1948), pags.382-383

Já observamos em capítulo anterior que, inevitavelmente, existe uma discrepância e até, por vezes uma divergência, entre as necessidades industriais da comunidade e as necessidades financeiras das corporações. Sob o regime antigo da "economia monetária", com seus métodos de associação ou de propriedade particular das empresas industriais, o controle discricionário dos processos industriais acha-se em mãos de homens cujo interesse na indústria está a apenas um grau de distância dos interesses da comunidade em geral. Todavia, sob o regime da mais desenvolvida "economia de crédito", com crédito-capital [ação] negociável, o interesse dos homens que impõem o seu arbítrio aos negócios industriais acha-se desviado de um grau do interesse dos estabelecimentos que eles dirigem, e de dois graus do interesse da comunidade em conjunto.

O interesse financeiro dos diretores requer não a utilidade do produto, nem mesmo a sua rentabilidade, mas uma vantajosa discrepância no preço do capital que eles administram. A pronta negociabilidade do crédito-capital [ação] dissociou em larga medida o interesse da diretoria da corporação, cujos negócios ela dirige e cuja política financeira ela dita, e a tem levado a concentrar seus esforços na discrepância entre a verdadeira e a putativa rentabilidade, mais do que na permanente eficiência da empresa. Sua associação com a empresa é essencialmente transitória; pode terminar pronta e silenciosamente quando sua fortuna privada aconselhar a sua interrupção.⁴⁰

Um exame mais detalhado do livro que publicou em 1904, especialmente do capítulo intitulado de *O Moderno Capital Industrial*, destacaria as numerosas convergências entre as análises de Veblen e de Hilferding, a despeito das suas óbvias diferenças teóricas⁴¹.

São também desse período outros trabalhos importantes nessa mesma linha, como O Capitalismo Moderno (*Der Moderne Kapitalismus*, 1902) de Werner Sombart, e ainda a primeira edição da Evolução do Capitalismo Moderno (*The Evolution of Modern Capitalism*, 1894) de John A. Hobson. A semelhança entre os títulos destas obras não é mera coincidência e reflete

⁴⁰ Veblen, Thorstein The Theory of the Business Enterprise 1904, tradução brasileira Teoria da Empresa Industrial, Porto Alegre, Editora Globo SA, 1966, pags.80-81

⁴¹ Embora tenha sido um leitor atento da obra de Marx, Veblen divergia substancialmente das suas proposições básicas. Nesse sentido, veja-se o seu artigo The Socialist Economics of Karl Marx, The Quarterly Journal of Economics Vol. XX, Agosto, 1906, in Lerner, op.cit, pags.275-296

o período de transição pelo qual transitava a economia capitalista do final do século XIX e início do XX. E, no entanto, os pontos de contacto entre Hilferding, Veblen, Sombart e, em menor escala, Hobson, parecem ter-se dissolvido nos trabalhos de seus herdeiros mais conhecidos.

Assim como o pensamento marxista mais recente limitou severamente a concepção hilferdingiana de capital financeiro, boa parte dos autores modernos que se filiam à tradição institucionalista acabaram por restringir seus interesses a uma única instituição: a sociedade por ações. O resultado dessa abordagem tende a conferir uma importância secundária à relação proprietário-recursos produtivos que é o principal elemento da concepção de capitalismo financeiro que aqui se propõe. Um exemplo atual dessa noção de firma, cuja sistematização teórica inicial é usualmente atribuída a Richard Coase⁴², pode ser encontrado no desenvolvimento do conceito de *economia dos custos de transação* apresentado por Oliver Williamson em seu livro de 1985, As Instituições Econômicas do Capitalismo⁴³. Esse trabalho tenta, em síntese, justificar as organizações capitalistas em termos dos custos de transação incorridos no estabelecimento das relações entre os diversos agentes participantes dessa economia. Segundo as palavras do próprio Autor:

*A economia dos custos de transação é uma abordagem institucional comparativa para o estudo da organização econômica, na qual a transação é transformada na unidade básica de análise. É interdisciplinar, envolvendo aspectos econômicos, legais e de teoria da organização. Tem uma grande abrangência e aplicação. Virtualmente qualquer relação, econômica ou não, que tome a forma ou possa ser descrita como um problema de contratação pode ser avaliado vantajosamente em termos de uma economia de custos de transação.*⁴⁴

42 Coase, Richard H. *The nature of the firm* Economica, NS 4, 1937, pp.388-405, reimpresso em Coase, Richard H. The Firm, the Market and the Law Chicago, The University of Chicago Press, 1988, pags.33 a 55

43 Williamson, Oliver E. The Economic Institutions of Capitalism Nova York: The Free Press, 1985. As subdivisões e os diversos matizes da corrente institucionalista são numerosos e a sua discussão não cabe nessa breve ilustração. Pode ser útil no entanto, lembrar que Oliver Williamson está mais próximo da linha que se inspira em John R. Commons - cujo trabalho principal, Legal Foundations of Capitalism, foi publicado em 1924 - do que de Veblen.

44 Idem, pag.387

Caracterizando o aspecto acessório da relação capitalista-meios de produção que se mencionou anteriormente, Williamson afirma que:

*A economia dos custos de transação reconhece que a tecnologia e a propriedade dos ativos são importantes, mas mantém que nenhum deles separadamente ou em conjunto é determinante para a organização econômica. Ao invés disso, o estudo das organizações econômicas tem que ir além da tecnologia e da propriedade para incluir um exame dos incentivos e da governança. A economia dos custos de transação mantém que a transação é a unidade básica de análise e confere ênfase especial ao estudo da governança.*⁴⁵

Embora seja rica em contribuições para a compreensão do funcionamento da sociedade por ações, essa abordagem parece deixar de lado a essência do sistema em que se desenvolvem as características fundamentais desta instituição: a propriedade capitalista.

Por outro lado, na linha da historiografia econômica acima mencionada, a origem e a evolução da sociedade por ações foram objeto de numerosos estudos descritivos e interpretativos que tiveram na sistematização teórica promovida por Alfred Chandler Jr. um dos pontos altos dessa abordagem. Também nessa vertente, a grande empresa assume o caráter central de uma análise cujo mérito fundamental foi o de ter identificado na evolução das formas organizacionais um elemento decisivo para a concorrência intercapitalista. O fato da maioria dessas empresas ser constituída por sociedade por ações de controle pulverizado é simplesmente registrado, sem que se lhe dedique maior atenção. Num resumo de seu extenso trabalho sobre desenvolvimento da grande empresa (*big business*) nos EUA, Chandler descreve as principais características dessas entidades nos seguintes termos:

Grandes empresas apresentam traços comuns que as diferenciam das firmas menores e mais tradicionais. Elas são grandes, são lucrativas e possuem e administram diversas unidades operacionais distintas. Uma companhia dessa categoria pode administrar várias fábricas, minas, plantações ou departamentos de venda, de compra e de finanças. Na maior parte das vezes uma entidade singular abarca todas essas unidades. Nessas grandes empresas cada seção tem o seu próprio gerente e dispõe de autonomia contábil. Cada uma dessas unidades poderia, em tese, operar como uma companhia independente. Nos Estados

Unidos quase todos esses empreendimentos, compostos por múltiplas unidades, assumiram a forma legal de sociedades por ações, cujos títulos são normalmente possuídos por proprietários dispersos. ⁴⁶

E, no entanto, o conceito de capital financeiro que se desenvolveu no capítulo anterior apoiou-se numa dupla transformação: o surgimento da sociedade por ações e a financeirização da riqueza capitalista. Chandler e muitos de seus seguidores trataram, de forma notável, da primeira questão, sem se debruçarem sobre a segunda. Poder-se-ia tentar argumentar que uma coisa não existe sem a outra; seriam duas faces de uma mesma moeda. Assim ocorreu na evolução histórica do capitalismo norte-americano. Essa observação, no entanto, não se aplica à totalidade das economias capitalistas. A propriedade familiar, o financiamento governamental e o empreendimento estatal desempenharam, e ainda desempenham, um papel importante em diversas economias nacionais. Há grandes unidades empresariais, é verdade, mas não há como caracterizar o domínio da riqueza financeira. Neste sentido, a noção de capital financeiro guarda um grau de generalidade que não permite inferir *a priori* as formas concretas da sua materialização. Esse afinal foi um dos equívocos principais no qual incorreram os intérpretes menos cuidadosos do trabalho de Hilferding, ao sobrevalorizar as suas referências históricas à Alemanha do final do século XIX.

A "verdadeira revolução capitalista" que permite relacionar a análise de Berle e Means às considerações de Hilferding e Marx não pode ser deduzida nem do tamanho das unidades empresariais nem da forma legal de sua organização. Como bem advertem Berle e Means:

Uma pessoa sempre pode transformar seu negócio em sociedade por ações, mesmo que esta ainda represente seu próprio investimento, suas próprias atividades e suas próprias transações comerciais; na verdade, essa pessoa apenas criou um alter ego legal, fundando uma sociedade por ações como veículo nominal. Se o modelo acionário não tivesse feito mais nada além disso, teríamos somente um costume interessante, segundo o qual os negócios seriam realizados por indivíduos que, com esse propósito, adotassem uma certa forma legal. (...)

O sistema acionário só aparece quando esse tipo de empresa privada ou "fechada" assume forma essencialmente diferente, a da empresa semipública,

⁴⁵ Idem, pag.393

⁴⁶ Chandler Jr., Alfred D. *Rise and Evolution of Big Business* in Glenn Porter (ed.), The Encyclopedia of American Economic History, Nova York, Scribner's, 1980, vol.II, p.619 (grifo meu). Sobre esse aspecto veja-se também, do mesmo autor, Scale and Scope Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1990, p.1 e 2

*uma empresa em que haja uma profunda distinção entre propriedade e controle, por meio da multiplicação de proprietários.*⁴⁷

E ainda nessa direção, cabe lembrar que não basta a multiplicação dos proprietários para que haja a financeirização da riqueza capitalista, sendo também necessário que se desenvolva um mercado regular para a compra e venda desses títulos. Ou, nas palavras de um marxista moderno:

*Não é a sociedade por ações como tal que transforma o capitalista industrial em capitalista financeiro; uma firma particular pode realizar o processo legal de incorporação sem modificação essencial alguma, do ponto de vista econômico. Decisivo é o crescimento de um mercado confiável para as ações das sociedades por ações, o que em si constitui um processo histórico longo, que não pode ser analisado aqui. A razão disso é clara: somente através do mercado de ações pode o capitalista conseguir a independência do destino da empresa em que investiu seu dinheiro.*⁴⁸

Pois é precisamente a partir da observação das características principais desse *processo histórico longo*, ao qual Sweezy alude, que se pode compreender a importância desse duplo enfoque - grande empresa & riqueza capitalista - como se terá oportunidade de avaliar no próximo capítulo.

47 Berle e Means, pags.34 e 35

48 Sweezy, Paul M. The Theory of Capitalist Development 1942B; edição inglesa, Londres, Dennis Dobson Limited, Reimpressão de 1949 (1946), pag. 258

CAPÍTULO IV

O Desenvolvimento Histórico do Capital Financeiro nos EUA

(1840 - 1970)

Nos capítulos anteriores sugeriu-se que a noção de capital financeiro deve ser compreendida - nos termos da contribuição de Hilferding - como resultante de um duplo movimento: a crescente organização dos recursos produtivos sob a forma de sociedades por ações, e a substituição da posse de bens tangíveis pela propriedade de títulos negociáveis como elemento dinâmico no processo de acumulação da riqueza privada.

Não há aqui qualquer referência explícita ao crescimento do setor financeiro, uma vez que o seu papel é meramente instrumental; e, embora seja imprescindível, ele não deve ser exagerado sob pena de obscurecer os traços fundamentais daquele desenvolvimento histórico. Na verdade, a preeminência dos grandes bancos comerciais e de investimento na Alemanha do último quartel do século XIX constituiu apenas um dos mecanismos através dos quais aquele processo tomou corpo. Ao se debruçar sobre aquela realidade, Hilferding acabou por contribuir para que seus intérpretes menos cautelosos incorporassem aqueles atributos a um conceito cujo grau de abstração não permite tal associação.

Este desdobramento, por si só, já seria suficiente para indicar a conveniência de se evitar a evolução alemã como um paradigma desta reinterpretação teórica. Ao mesmo tempo, contudo, as razões que favorecem a escolha da formação norte-americana vão bastante além dessa questão.

Nos EUA, a sociedade por ações de propriedade privada - na sua versão contemporânea - assumiu o caráter de instituição dominante no bôjo do mesmo processo que, ao longo do século dezenove, conduziu aquele país à posição de liderança mundial. Já no período de 1896-1900 os EUA eram responsáveis por cêrca de 30% da produção industrial mundial ultrapassando a Grã-Bretanha que, com 20% daquele total, passava a ocupar um distante segundo lugar ¹. Pode-se dizer que a internacionalização da produção capitalista foi conduzida ou, pelo menos, fortemente influenciada por aquele modelo institucional. Sua constituição e subsequente expansão produziu efeitos que ultrapassaram largamente os limites geográficos do seu país de origem.

Embora não se deva minimizar as diversidades sócio-políticas que interagiram, e ainda interagem, na conformação de tipos distintos de "capitalismo financeiro", a análise da evolução norte-americana proporciona, muito mais do que a de qualquer outra realidade histórica deste período, 1840-1970, uma compreensão abrangente dos elementos essenciais à esta abstração teórica. Neste sentido é possível identificar, pelo menos, duas fases características ao longo dessa evolução. A primeira se inicia com o surgimento das grandes empresas ferroviárias em meados do século XIX e se encerra com o extraordinário surto de fusões de 1895-1904. Boa parte dos empreendimentos que viriam a dominar as atividades da indústria, dos transportes e dos serviços nos EUA surgiram e se consolidaram nessa etapa. O segundo período, que vai de 1904 a aproximadamente 1970, marca o desenvolvimento dos mecanismos institucionais de liquefação da propriedade capitalista (ações e títulos em geral), de sorte a transformar a unidade empresarial num aglomerado de ativos negociáveis e recombinaíveis a qualquer tempo e de forma quase instantânea. A tipificação dessa nova fase é ilustrada pelo movimento de conglomeração (aquisição de empreendimentos não relacionados) dos anos de 1960, imediatamente seguido pelos desinvestimentos (venda de unidades empresariais) dos anos de 1970. Nas palavras de Alfred Chandler:

O que não tinha precedentes no início dos anos de 1970 era o número e o fluxo contínuo de desinvestimentos que se seguiram à onda de fusões e aquisições da década de 1960. O que era até então uma transação ocasional transformou-se numa prática empresarial estabelecida.²

¹ Rostow, W.W. The World Economy: History and Prospect (Austin, Tex, 1978) pp.52-53 citado em Chandler Jr., Alfred D. Scale and Scope (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1990) p.4

² Chandler, 1990, pag.624

Com o objetivo de caracterizar este processo histórico do ponto de vista analítico é conveniente desdobrá-lo em, pelo menos, três aspectos fundamentais. O primeiro - seguindo a noção de capital financeiro aqui utilizada - diz respeito às causas e a forma pela qual as companhias por ações assumiram um papel de destaque nos EUA dos séculos XIX e XX. O segundo trata das relações de propriedade que viabilizaram este desenvolvimento no âmbito estrito de uma sociedade e de uma ideologia fortemente privatistas. E, por último, mas sem qualquer conotação de hierarquia ou dependência metodológica, cumpre destacar a estrutura legal e institucional que revestiu esta transição, para o que aqui se definiu como um novo estágio do capitalismo norte-americano.

4.1. O desenvolvimento inicial:

1840-1904

1. A SOCIEDADE POR AÇÕES

O movimento de organização dos recursos produtivos sob a forma de sociedade por ações tomou vulto nos EUA já a partir da década de 1840, quando a expansão da rede ferroviária e do sistema de comunicações (telégrafo) passou a exigir uma estrutura organizacional que ultrapassava os limites impostos pelo empreendimento familiar. Tratava-se, como ressaltou um dos seus principais estudiosos, Alfred Chandler ³, de atividades cuja supervisão e coordenação requeriam estruturas funcionais complexas e geograficamente dispersas. Além disso, a centralização de riqueza necessária ao desenvolvimento destes empreendimentos estava acima das disponibilidades ou, pelo menos, do risco aceitável por

³ Chandler Jr., Alfred D. Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1962), The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1977), Scale and Scope (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1990)

capitalistas individuais. Ainda segundo Chandler, este desdobramento *levou ao crescimento dos primeiros mercados de capitais modernos nos EUA*⁴.

Ou seja, a incorporação acelerada de novos territórios com abundantes riquezas naturais, associada ao crescente influxo de imigrantes europeus, que caracterizou o século XIX nos EUA⁵, abriu perspectivas de acumulação cuja consecução era incompatível com os mecanismos institucionais então existentes. Com isto não se quer dizer que a sociedade por ações de propriedade privada fosse um instrumento desconhecido dos capitalistas europeus ou mesmo dos norte-americanos. Já desde o século XVI, e particularmente nos empreendimentos mercantis que marcaram a expansão comercial européia, o recurso à associação de numerosos homens de negócios vinha sendo uma prática bastante difundida. A Muscovy Company (criada em 1553 para ocupar-se do comércio com a Rússia), a East India Company (um desdobramento, em 1600, da Levant Company de 1583), a Massachusetts Bay Company, a London Virginia Company, a Hudson's Bay Company e a Royal African Company (estabelecidas ao longo do século XVII), constituem alguns dos típicos exemplos de sociedades por ações incorporadas sob a égide da Coroa Britânica, as quais mesclavam objetivos políticos e comerciais. Nestes casos, em nome do interesse nacional, a licença de incorporação vinha associada à concessão de uma série de privilégios (direito de desapropriação, isenções tributárias, etc.) e do monopólio sobre certas atividades de transporte, comércio ou mesmo da produção de bens. Este caráter de concessão real, muitas vezes monopólico e quase sempre sob a justificativa do interesse metropolitano, acabou por inspirar uma compreensível desconfiança numa população cuja autonomia era produto de sua luta contra as imposições da monarquia britânica.

Do ponto de vista econômico, no entanto, a moderna sociedade por ações distinguiu-se da sua homônima mercantil menos pela sua forma do que pela sua função no seio de uma economia já então sob o crescente domínio do capital industrial. O antigo caráter de associação criada com um objetivo público determinado (colonização de uma região, transporte de mercadorias e passageiros, melhoramentos urbanos, estabelecimento de instituições bancárias e de seguros, construção e operação de pontes e canais, etc.) foi sendo gradualmente abandonado para assumir uma feição genérica de instrumento acelerador do processo de acumulação privada de capitais. Essa transformação teve na revogação do Bubble Act do Parlamento britânico (em 1825) e na aprovação da lei de livre incorporação (em 1856) seus

4 Chandler Jr., Alfred D. *Rise and Evolution of Big Business* in Glenn Porter (ed.), *The Encyclopedia of American Economic History*, New York: Scribner's, 1980, vol.II, pag.620 e *idem*, *Scale and Scope* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1990), pages.57 e 58

5 Em 1800 o território dos treze Estados que formavam a nova nação totalizava cerca de 2,3 milhões de quilômetros quadrados, contando com uma população de pouco mais de 5,3 milhões. No início do século XX (1900) os EUA possuíam 76 milhões de habitantes dispersos numa área de quase 9,4 milhões de km².

marcos decisivos no contexto jurídico daquele País⁶. No caso norte-americano o processo de generalização das sociedades por ações foi legalmente menos abrupto - como se verá mais adiante - embora tão ou mais acelerado do que o ocorrido na sua antiga metrópole. Ao final do século XIX, mais de dois terços da produção norte-americana de manufaturados era de responsabilidade deste tipo de entidade⁷.

Neste sentido, embora a crescente complexidade administrativa (unidades multidivisionais, gerentes profissionais, etc.) dos grandes empreendimentos privados da segunda metade do século XIX deva ser tratada como um dos aspectos importantes do progresso técnico e científico do período⁸, a transformação dos mecanismos de apropriação do excedente requer uma análise de caráter distinto. Não se tratava apenas de um obstáculo técnico ao processo de acumulação, mas também - e principalmente - da explicitação de um sistema econômico no qual o direito ao lucro estava, e está, desvinculado da atividade ou talento do proprietário/empreendedor.

Na verdade, o surgimento da grande empresa nos EUA foi acompanhado, *pari passu*, pelas instituições dedicadas ao comércio de seus títulos. Ou seja, o crescimento das escalas de produção/comercialização, e portanto das exigências de uma concorrência que impôs o mecanismo associativo como o instrumento central de valorização do capital, só se tornou dominante na medida em que o controle da riqueza permaneceu em mãos capitalistas. O mercado de ações proporcionou o mecanismo através do qual o capitalista/acionista (não-gerente, ou até mesmo também gerente) manteve o controle sobre a sua aplicação. Selecionar e compor a sua carteira de títulos passou a expressar o poder exercido pelo proprietário, no contexto dessa nova fase histórica.

Tais instituições são encontradas nos EUA já em meados do século XVIII - por exemplo na Filadélfia, onde os comerciantes se reuniam periodicamente para discutir os seus negócios e comerciar títulos bancários⁹. Ao final daquele século, em 17 de Maio de 1792, vinte e oito

6 A medida parlamentar de Junho de 1720 conhecida como o Bubble Act, teve por objetivo proibir a criação de sociedades por ações que não fossem estabelecidas (incorporadas) por decretos reais ou parlamentares. Revogado em 1820, o Parlamento britânico aprovou em 1856 o Joint Stock Companies Act que facultou a criação de sociedades por ações de capital limitado (*limited liability* - passivo limitado) sem prévia aprovação governamental.

7 Berle e Means, Adolf A. e Gardiner C. The Modern Corporation and Private Property 1932, 1968; tradução brasileira da Edição Revista de 1968 A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada Col. "Os Economistas" Segunda Edição, São Paulo, Nova Cultural, 1987, pag.14

8 Esta linha de raciocínio foi exaustivamente desenvolvida por Alfred Chandler num conjunto de estudos de profundo impacto na historiografia econômica norte-americana. Veja-se por exemplo sua afirmação de que: *De todas as modificações institucionais que acompanharam a transformação de uma economia rural, agrária e comercial numa economia urbana e industrial, nenhuma foi mais significativa do que o surgimento e a evolução da grande empresa* Cf. Chandler, 1980; pag.619

corretores organizavam em Nova York (no Tontine Coffee House da Wall Street) o que viria a ser um dos primeiros mercados bursáteis regulares no qual se negociavam títulos em leilão. Nessa época ainda superada pela concorrência do Philadelphia Exchange, a entidade em questão iria se transformar no New York Stock and Exchange Board em 1817, e mais tarde, em 1863, no New York Stock Exchange (NYSE), que continua até hoje a maior e mais influente bolsa de títulos do mundo.

As bem conhecidas vicissitudes que caracterizaram as primeiras décadas de existência dessas instituições - fraudes, ondas especulativas, manipulações de preços, pânicos, etc. - acabaram por monopolizar a atenção dos observadores menos cuidadosos, relegando a um segundo plano o seu caráter mais geral de elemento fundador de um capitalismo liderado pelas sociedades por ações (*corporations*). Daí em diante, onde quer que a concorrência intercapitalista nos EUA tenha exigido concentrações de recursos somente viáveis sob a forma de sociedades por ações, foram-se desenvolvendo concomitantemente as instituições negociadoras destes títulos. A corrida do ouro na Califórnia em 1849 e o boom petrolífero na Pennsylvania nos anos de 1860 são dois exemplos de movimentos que deram origem a diversos estabelecimentos locais/regionais de comércio de ações.

O progresso dos transportes e das comunicações foi também responsável pelo desenvolvimento de um mercado mobiliário nacional, e pela gradual centralização destas atividades nas instituições da Costa Leste, que acabaram por impor a sua supremacia econômica. A preeminência de Wall Street (também em relação as praças de Boston e da Filadélfia) acentuou-se com o extraordinário estímulo provocado pela expansão ferroviária norte-americana. Mesmo assim, a multiplicidade de organizações com este objetivo foi diretamente proporcional ao caráter do crescimento econômico da primeira metade daquele século. Segundo Sobel ¹⁰:

Até o final da Guerra Civil, o Stock and Exchange Board, o Open Board, e o Gold Exchange eram três das mais de vinte bolsas de Nova York. Outras cidades testemunharam uma expansão similar dos seus estabelecimentos bursáteis que vinham atender a uma crescente demanda especulativa. É impossível calcular com precisão o número de mercados e bolsas regulares e irregulares existentes durante este período (alguns tiveram curta duração e não deixaram registros), mas o seu total era bem superior a uma centena.

⁹ Os parágrafos que seguem foram baseados num resumo deste processo histórico apresentado por: Sobel, Robert. *Exchanges* in Glenn Porter (ed.), *The Encyclopedia of American Economic History*, New York: Scribner's, 1980, vol.II, pag.696 e segs.

¹⁰ Idem, pag.700

Nesta mesma linha, a constituição das empresas manufatureiras de âmbito nacional, ao final da Guerra Civil, foi acompanhada pelo desenvolvimento do mercado para seus títulos. Se até então as companhias de transporte ferroviário, as empresas mineradoras e, em menor escala, as fábricas de tecidos haviam dominado o comércio de ações, o final do século XIX vai marcar uma transformação substancial neste cenário. Assim como a incorporação de novos territórios, aliada ao progresso da revolução industrial (motor a vapor, siderurgia, etc.), tinha resultado nas avultadas companhias ferroviárias e de mineração, a expansão e a integração do mercado nacional foram responsáveis pela criação dos grandes empreendimentos industriais desse período.

Na verdade ¹¹, a revolução nos transportes e nas comunicações provocada pela ferrovia e pelo telégrafo abriram o caminho para a profunda transformação operada na distribuição e no comércio de bens no território norte-americano. Neste último setor, os atacadistas que prevaleceram no período anterior à Guerra Civil foram sendo rapidamente substituídos, nas décadas de 1860 e 1870, pelas lojas de departamentos, pelas companhias de vendas através do correio e pelas grandes cadeias de lojas. Segundo Chandler:

Os nomes destes pioneiros mantiveram-se familiares pelos próximos cem ou mais anos nas suas respectivas cidades: Macy's, Lord & Taylor, Arnold Constable, e B. Altman's em Nova York; Filene's, Jordan Marsh e R.H. White em Boston; Strawbridge & Clothier e John Wanamaker na Philadelphia; Hutzler em Baltimore; Marshall Field e Carson, Pirie, Scott em Chicago; Woodward & Lothrop em Washington; e o Emporium em São Francisco. As duas gigantescas companhias de vendas pelo correio, Montgomery Ward, estabelecida em 1874, e Sears, Roebuck, que se expandiu nos anos de 1890, vieram a dominar o enorme mercado rural. ¹²

O progresso técnico que caracterizou este período conhecido como o da Segunda Revolução Industrial (energia elétrica, motor a explosão, petróleo, indústria química, etc.) aliado ao impulso proporcionado pelos canais de comercialização que davam acesso a um mercado consumidor que, em 1870, reunia uma população de 39,3 milhões com uma renda per capita

¹¹ Esta síntese acompanha a descrição de Chandler, 1990, [*Scale and Scope*], especialmente no Capítulo 3 (*The Foundations of Managerial Capitalism in American Industry*), pag. 51 e segs.

¹² *idem*, pag.59

de US\$ 764 resultou numa ampliação das escalas de produção sem precedentes na história do capitalismo ¹³. O pequeno, ou mesmo o médio, industrial local/regional não podia fazer frente à concorrência dos empreendimentos de âmbito nacional, cujos custos unitários e/ou poder de mercado (publicidade, qualidade e diferenciação de produtos) eram substancialmente mais vantajosos.

Esta fase da história econômica norte-americana caracterizou-se, ao mesmo tempo, por uma aguda instabilidade cíclica e pelo acirramento da competição intercapitalista. As crises recessivas de 1873-1878, 1882-1885 e 1893-1897 foram marcadas pelas "guerras" entre empresas rivais, pelas ondas de falências e de desemprego, pelas corridas aos bancos e pânico financeiros que acabaram por provocar uma queda no nível geral de preços de quase 30% ao final deste período (1873-1896) ¹⁴. Mercados ou setores produtivos de estrutura indefinida - não oligopolizados - eram frequentemente assolados por uma concorrência predatória que dificultava o progresso da acumulação. A ampliação dos investimentos em ativos fixos - que as oportunidades técnicas e de mercado vinham proporcionar - exigiam retornos estáveis por longos períodos.

As especificidades dos diversos ramos produtivos acabaram por determinar soluções distintas para este obstáculo. Assim, em alguns casos, a integração vertical foi o caminho mais bem sucedido, fazendo com que as empresas desenvolvessem seus próprios suprimentos de matérias-primas e organizações próprias para a distribuição de seus produtos. Noutras atividades, as associações horizontais (cartéis, trustes, acordos formais ou informais entre companhias independentes) indicaram a trajetória dominante. Esta segunda alternativa foi a responsável por uma profunda controvérsia política e social cujos desdobramentos tiveram uma influência marcante na estrutura empresarial que dominou a economia norte-americana desde então. Entre os principais eventos comumente destacados neste período de transformações institucionais estão a Lei de Comércio Interestadual de 1877 (disciplinando, inicialmente, o transporte ferroviário), a Lei Sherman de 1890 (dificultando a combinação de empresas independentes com o objetivo de reduzir a concorrência), e o extraordinário movimento de fusões que agitou a década de 1895 a 1904.

Também no setor industrial, os empreendimentos familiares cederam lugar às companhias cujas ações substituíram os haveres produtivos nas carteiras dos homens de negócios (antigos industriais). Mas, se as empresas ferroviárias (e, em menor escala, as mineradoras e companhias têxteis) haviam sido as responsáveis iniciais pelo desenvolvimento

¹³ Nesta mesma data a renda per capita e população britânica e alemã eram, respectivamente, de US\$ 972 e 31,3 milhões de habitantes e de US\$ 535 e 39,2 milhões de habitantes (valores em dólares norte-americanos de 1970). *Idem*, pag.52

¹⁴ Cf. DuBoff, Richard B. Accumulation & Power. An Economic History of the United States. Armonk, NY: M.E. Sharp, Inc., 1989, pag.47

de um mercado bursátil regular para os seus títulos, as *industrials* - como eram conhecidas as ações das empresas manufatureiras - só ganharam espaço a partir da década de 1890. Até então, as crises e o turbulento processo de transformação da estrutura desta atividade dificultavam a sua aceitação generalizada. Neste sentido, segundo Navin e Sears¹⁵ :

Antes de 1890, um homem com um excedente de capital para investir provavelmente aplicaria em haveres imobiliários. Caso preferisse adquirir títulos, ele dispunha de uma gama restrita de opções. O principal tipo de investimento em papéis era vinculado ao setor ferroviário. Títulos industriais, exceto das indústrias de carvão ou têxteis, eram quase desconhecidos.

Este era, na verdade, um dos pontos de estrangulamento - o outro era a questão da instabilidade das estruturas de mercado - a dificultar o aprofundamento desse processo de transição. A passagem da propriedade e gerência familiares para o empreendimento profissional, cujos benefícios eram partilhados pelos seus acionistas requereu a intitucionalização do mercado para estes títulos.

Assim como os grandes empreendimentos ferroviários, cujas ações e debêntures foram garantidas por propriedades imobiliárias adjacentes às linhas férreas ou mesmo por avais de governos estaduais, os títulos industriais tiveram que apresentar perspectivas sólidas antes de serem reconhecidos como uma forma desejável de riqueza. Por outro lado, somente a estabilização dos mercados industriais poderia proporcionar a segurança necessária ao investimento nesse processo de consolidação. Vale dizer que a vitória na "guerra" entre competidores exigia uma concentração de recursos - seja para conquistar posições dominantes, seja para comprar empresas rivais - os quais estavam fora do alcance ou do risco desejável para os indivíduos comprometidos com as empresas familiares. Tratava-se evidentemente de um processo correlacionado e auto-alimentado; o sucesso dos trustes/cartéis¹⁶ ou das fusões estimulavam os investidores na medida em que acenavam com o controle de mercados antes fragmentados, viabilizando assim a reunião dos recursos necessários a estas mesmas operações.

¹⁵ Navin e Sears, Thomas R. e Marian V. *The Rise of a Market for Industrial Securities, 1887-1902* in The Business History Review, 29:105-138, Junho 1955, pag.106

¹⁶ Tais acordos - formais ou informais - foram proibidos a partir de 1890, quando começou a acelerar-se o movimento de fusão ou aquisição integral dos concorrentes.

Para o pequeno ou médio industrial, a pressão da concorrência somava-se à atração de um investimento em ações cuja garantia residia na posição de destaque que o novo empreendimento apresentava. Neste sentido, ao analisar as fusões do período de 1895-1904, Lamoreaux afirma que:

Embora breve, o movimento de fusões ameaçou promover mudanças radicais na estrutura concorrencial da indústria norte-americana. Num cômputo final, mais de 1,800 firmas desapareceram nestas consolidações, muitas das quais assumiram o controle de uma parcela substantiva dos mercados em que operavam. Das noventa e três fusões, cujas participações de mercado fui capaz de identificar, setenta e duas controlavam, pelo menos, 40% de seus setores e quarenta e duas dominavam, pelo menos, 70%. Mesmo supondo que nenhuma das fusões restantes tenha atingido um poder de mercado substantivo, isto ainda significa que mais da metade das consolidações absorveu mais de 40% das suas indústrias e que quase um terço absorveu mais de 70%. Além disto, embora algumas das consolidações tenham perdido rapidamente a sua posição dominante, outras - incluindo a U.S. Steel, DuPont, International Harvester, Pittsburgh Plate Glass, American Can e American Smelting and Refining - ainda estavam, meio século depois, entre as 100 maiores sociedades por ações do País. ¹⁷

Ainda segundo Navin e Sears ¹⁸ a análise do processo de generalização da aceitação dos títulos industriais (*industrials*) ou, em outros termos, a ampliação do reconhecimento social de seu caráter de riqueza privada pode ser dividida em quatro etapas. A primeira abrangeu o período até o final da década de 1880, quando estes títulos eram pouco conhecidos e bastante ilíquidos. A formação dos trustes (o pioneiro, *Standard Oil Trust*, data de 1882) e a comercialização dos certificados emitidos por estas novas entidades (*trust certificates*) correspondeu a segunda etapa, 1890-1893, quando a negociação e a cotação destes papéis passou para o interior das bolsas de valores, por oposição ao mercado externo e irregular também conhecido como *curb market* da fase anterior. O terceiro período - 1897/1902 - coincide com o aprofundamento do movimento de fusões, a partir de 1898, quando tais operações foram promovidas principalmente com o objetivo de comercializar os títulos de acionistas não dominantes, ou mesmo daqueles controladores que desejavam reduzir suas

¹⁷ Lamoreaux, Naomi R. The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904. Cambridge: Cambridge University Press, pag. 2 e segs

participações nas gigantescas entidades que foram geradas neste processo. A quarta e última etapa - a partir de 1902 -, traduz o prestígio e a confiabilidade adquiridos pelos papéis industriais. O patrocínio de suas emissões (*underwriting*) passa a contar com a participação dos tradicionais bancos de investimentos, já dominantes no financiamento das operações que envolveram as companhias ferroviárias, dentre os quais J.P.Morgan & Company vai assumir uma posição de notório destaque.

Em síntese, o surgimento da grande empresa privada, inicialmente nos transportes e comunicações, e depois no comércio e na indústria, veio ampliar a participação de uma forma de riqueza capitalista - títulos que conferem direitos sobre um rendimento futuro - que vai gradualmente se tornando dominante no processo de acumulação de capital. Em termos agregados, esta evolução pode ser observada a partir do que Goldsmith (veja-se o Quadro 1) denominou de "quociente de intermediação financeira". Ou seja, da proporção entre os haveres tangíveis¹⁹ (bens e/ou recursos produtivos) e os não tangíveis (aqui chamados de financeiros). A noção de intermediação reflete a interposição de um elemento (ação, debênture, depósitos bancários, certificados de investimento, etc.) entre o beneficiário e a fonte geradora deste benefício. Deve-se ressaltar que esta intermediação nem sempre corresponde à interferência direta de uma terceira entidade (geralmente associada ao setor financeiro) embora requeira o desenvolvimento de uma estrutura institucional complexa que assegure os privilégios que lhe são inerentes. Assim, um indivíduo poderia adquirir títulos de uma empresa diretamente no guichê de sua tesouraria, embora somente o fizesse - ou melhor, somente o faria em escala apreciável, na medida em que um mercado de títulos consolidado (leis, regulamentos e uma instituição prestadora de serviços "financeiros") viabilizasse a sua pronta reconversão em moeda.

18 Cf. Navin e Sears, pag. 136 e segs

19 O termo *bens tangíveis* aqui abarca tanto alguns dos produtos e serviços capazes de atender as necessidades humanas (imóveis residenciais, bens de consumo durável, etc.) quanto recursos produtivos que, na verdade, incluem todos e quaisquer elementos necessários ao processo de produção.

QUADRO 1

QUOCIENTE DE INTERMEDIACÃO FINANCEIRA NOS EUA DE 1800 A 1922

Anos	Haveres Nacionais			Quociente de Intermediação Financeira (percentual)
	Financeiros (bilhões de dólares)	Tangíveis	Total	
1800	[0,6]	2,4	3,0	25,0
1860	6,5	15,0	21,5	43,3
1870	17,0	31,5	48,5	54,0
1880	26,3	45,2	71,5	58,2
1890	41,5	65,0	106,5	63,8
1900	68,8	90,2	159,0	76,3
1912	141,0	168,0	309,0	83,9
1922	327,0	326,0	653,0	100,3

Fonte: Goldsmith, Raymond. Financial Intermediaries in the American Economy Since 1900. Princeton, Princeton University Press, 1958 pags. 57-58, 318-319, 321, 331-333

O Quadro 1 reflete não apenas o processo de financeirização que acompanhou o surgimento da grande empresa na economia norte-americana como também o seu extraordinário crescimento ao longo deste período. Ressalte-se que o total de haveres tangíveis em 1912 era mais de onze vezes superior ao que existira em 1860.

2. A RIQUEZA PRIVADA

Embora a forma de organização dos recursos produtivos (a expansão da grande empresa) e a composição da riqueza privada (com o crescimento da participação dos títulos negociáveis) estivessem em acelerado processo de transformação, o controle da propriedade capitalista permanecia em mãos de um pequeno segmento desta sociedade. Ou seja, o desenvolvimento econômico ensejado pela ampliação das economias de escala associado à crescente mobilidade da riqueza não significou a dispersão - relativa - dos seus benefícios. Muito pelo contrário, todas as evidências disponíveis, embora precárias, indicam a manutenção de um elevado nível de concentração da propriedade.

Por outro lado, tampouco se deve vincular o movimento de fusão de companhias e, portanto, de centralização do comando sobre máquinas e equipamentos, antes operando independentemente, à expropriação dos antigos proprietários como, às vezes, o próprio Marx parece sugerir²⁰. Tratou-se, na maioria dos casos, de uma alteração voluntária da sua forma de participação na riqueza do País.

Ao analisar as razões que levaram os acionistas/prorietários individuais a participar do movimento de fusões dos períodos de 1890-1893 e 1898-1902 Navin e Sears, embora lastimando a falta de informações mais completas sobre o assunto, sugerem que:

*...aparentemente uma das fortes motivações era a oportunidade de liquidar parte de seus investimentos, associada a possibilidade de manter-se como um co-proprietário. Este era, pelo menos, o tema que se alardeava aos acionistas quando estes eram convidados a participar de uma fusão. Pode-se ter argumentado que as fusões traziam um relaxamento da concorrência e a perspectiva de uma futura ampliação dos ganhos. Mas o trunfo decisivo era a liquidez imediata a um preço por ação que os seus proprietários provavelmente jamais esperavam obter.*²¹

20 A este respeito veja-se a nota 33 do Capítulo II.

21 Navin e Sears, pag.127

Neste sentido, não há porque supor que a transição da situação de proprietário-gerente para a de acionista minoritário tenha implicado uma redução da riqueza pessoal dos antigos capitães de indústria. É possível, e até provável, que os acionistas controladores, os promotores e/ou eventuais intermediários dessas operações tenham se apropriado de uma parcela desproporcional dos ganhos gerados por essas trocas de títulos²². Tratava-se apenas da exploração de oportunidades transitórias geradas por uma intensa atividade bursátil.

Aliás, não era apenas o jogo de Bolsa que permitia, e permitiu, lucros exagerados (muito acima do usual nas empresas comerciais ou industriais). Este período abrangido pelos anos que vão da Guerra Civil até o final do século XIX é também conhecido como a época áurea dos *robber barons* (barões ladrões). Dos grandes empreendimentos ferroviários (*Vanderbilt*) à prospecção e refino de petróleo (*Rockefeller*), passando pela siderurgia (*Carnegie*) ou pelo investimento imobiliário (*Astor*), nenhum setor importante da economia norte-americana deixou de contribuir para a história das grandes fortunas acumuladas de forma nebulosa. A multiplicidade de oportunidades rentáveis numa economia em expansão acelerada, associada a uma ordem institucional ainda precária, resultava numa combinação que, em termos comparativos com outras economias capitalistas desenvolvidas (Grã-Bretanha, França, Alemanha, etc.), permitiu a um historiador afirmar que

*...a expressão robber barons deveria ter sua ênfase na segunda palavra e não na primeira, pois como num reino medieval fraco, os homens não olhavam para a lei mas para a sua própria força - e quem era mais forte numa sociedade capitalista do que os ricos? Os Estados Unidos, sozinho entre os estados do mundo burguês, era um país de justiça privada e forças armadas privadas.*²³

Ainda neste sentido, ao descrever a trajetória do grande homem de negócios norte-americano da segunda metade do século XIX, Hobsbawm nota que:

22 Tanto Hobson [veja-se, principalmente o Capítulo X - *O Financista* - pags.175 a 200] quanto Hilferding [principalmente o Capítulo 8 - *The Stock Exchange*] parecem exageradamente preocupados com este fenômeno sem indicar o seu caráter transitório. Essa crítica, aliás, carrega uma forte dose de equívoco ideológico, já que o capitalismo é por definição um sistema essencialmente especulativo (em todas as suas dimensões, não apenas na bursátil), ao mesmo tempo em que o seu desenvolvimento não está obrigatoriamente vinculado à fraude ou ao estelionato.

23 Hobsbawm, Eric J. *The Age of Capital 1848-1875* 1975; tradução brasileira *A Era do Capital 1848-1875* Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra, 1977, pag.161

*Todos estes homens eram especuladores e estavam prontos para seguir em direção do dinheiro grosso, onde quer que ele se encontrasse. Nenhum deles tinha ou poderia ter escrúpulos de forma excessiva, numa era e numa economia onde fraude, suborno, calúnia e, se necessário, revólveres eram aspectos normais da competição. Todos eram homens duros, e todos olhariam as questões concernentes à honestidade de suas atividades como sendo consideravelmente menos relevantes para seus negócios do que sua esperteza. Não era por acaso que o "darwinismo social" explicava, de forma dogmática, que aqueles que subiam ao topo de tudo eram os melhores, porque eram os mais capazes de sobreviver na selva humana, teoria que se transformou na teologia nacional do final do século XIX nos Estados Unidos.*²⁴

Tudo indica que essa pirâmide socio-econômica, implícita na noção de *subida ao topo de tudo*, manteve-se bastante rígida ao longo deste período 1850-1900 (veja-se o Quadro 2 a seguir). Apesar de um crescimento populacional de mais de 200% (de 23,2 milhões para 76 milhões) e da libertação dos escravos ao final da Guerra Civil, a proporção da riqueza nacional sob domínio das famílias ou dos indivíduos mais ricos permaneceu impressionantemente elevada.

24 *Idem*, pag.163

QUADRO 2

PARTICIPAÇÃO INDIVIDUAL E FAMILIAR NA RIQUEZA DOS EUA, 1810-1900

[em percentuais]

[Mais Ricos]	1810	1860A	1860B	1870A	1870B	1900C	1900D
1 ^o percentil		<i>29</i>		<i>25</i>	<i>27</i>		
1 ^o percentil	21	24	24			26	31
2 ^o percentil	11	11	11			11	11
1 ^o decil		<i>73</i>		<i>68</i>	<i>70</i>		
1 ^o decil	69	71	72			73	74
2 ^o decil		17	16				

Fontes:

Valores em *itálico*: As colunas 1860A e 1870A indicam as estimativas da participação na riqueza nacional dos homens brancos livres com mais de 20 anos; os valores da coluna 1870B referem-se a todos os homens de mais de 20 anos, Cf. Soltow, Lee Men and Wealth in the United States, 1850-1870 citado por Lindert e Williamson, Peter H. e Jeffrey G. Three Centuries of American Inequality. Institute for Research on Poverty. Discussion papers, University of Wisconsin-Madison, March 1976, pag.19

Valores em tipo normal: A coluna 1860A indica a estimativa da participação na riqueza nacional das famílias não-escravas, enquanto a coluna 1860B inclui todas as famílias. As colunas referentes aos anos de 1810 e 1900 refletem projeções elaboradas a partir das amostras de 1860A, sendo que as diferenças entre 1900C e 1900D dizem respeito a atribuição de ponderações distintas para a proporção da riqueza urbana (superior na hipótese D). Dados extraídos de Gallman, Robert E. Trends in the Size Distribution of Wealth in the Nineteenth Century: Some Speculations in Six Papers on the Size Distribution of Wealth and Income. Soltow, Lee (ed.) NBER, New York: Columbia University Press, 1969 p.6 e segs.

Embora os dados deste quadro sejam precários e limitados, é possível estimar, a partir do Censos de 1850/1860/1870 e de algumas projeções baseadas em informações de inventários e de amostras seletivas, um nível de concentração de riqueza, no mínimo estável e, possivelmente, em elevação. Ainda segundo o mesmo estudioso de quem se reproduziu parte das informações do Quadro 2:

...evidencia direta com respeito as posses dos muito ricos sugerem que, na verdade, a proporção da riqueza possuída por esse grupo se elevou entre as duas décadas anteriores à Guerra Civil e 1890.²⁵

Ao tomar um período mais longo - entre 1860 e 1929 - Lindert e Williamson afirmam que:

Se a participação na riqueza do percentil superior em 1860 e em 1929 pudessem ser ajustadas para eliminar as diferenças de abrangência [dos respectivos grupos populacionais], a desigualdade na distribuição da riqueza de 1929 não seria superior a de 1860.²⁶

Ou seja, o surgimento da grande empresa e a crescente financeirização dos haveres privados operou-se, ao longo deste período, sob a égide de uma estrutura sócio-econômica cujos benefícios se mantiveram altamente concentrados. O mito do *self-made man* que coloriu as novelas da marcha para o Oeste e estimulou o extraordinário fluxo migratório que marcou as décadas de 1870 (2,8 milhões de imigrantes), 1880 (5,3 milhões), 1890 (3,7 milhões) e 1900 (8,8 milhões) não encontra muito respaldo nos fatos históricos. Com isto, evidentemente, não

25 Gallman, Robert E. *Trends in the Size Distribution of Wealth in the Nineteenth Century: Some Speculations in Six Papers on the Size Distribution of Wealth and Income*. Soltow, Lee (ed.) NBER, New York: Columbia University Press, 1969, pag.16

26 Lindert e Williamson, Peter H. e Jeffrey G. *Three Centuries of American Inequality*, Institute for Research on Poverty. Discussion papers, University of Wisconsin-Madison, March 1976, pag.31

se pretende negar a elevação do padrão de vida absoluto da população norte-americana, embora as razões para este progresso devam ser buscadas, não no advento da grande empresa (sociedade por ações), mas nas lutas políticas e sindicais que caracterizaram o último quartel do século XIX.

3. AS INSTITUIÇÕES LEGAIS

A institucionalização da sociedade por ações nos EUA esteve associada não apenas ao extraordinário crescimento daquele país durante o século XIX, mas também ao próprio processo de consolidação dessa região sócio-econômica num poderoso Estado nacional. Do seu rompimento com a metrópole britânica (1776) à Guerra de Secessão em 1861-65, e mais ainda nas quatro décadas que se sucederam até a I Guerra Mundial, os EUA atravessaram um período de acelerada transformação jurídico-institucional cuja singularidade teve profundas consequências sobre o caráter do seu capital financeiro.

Inicialmente, essa nova forma de organização dos recursos produtivos desenvolveu-se num ambiente jurídico pouco sedimentado e sem antecedentes históricos que lhe servissem de fundamento. Não porque os direitos de propriedade na jovem nação republicana se distinguíssem essencialmente daqueles que prevaleciam na antiga metrópole monárquica, mas antes pelo feitio inovador da sociedade por ações no capitalismo industrial do século XIX. A partir das concessões reais/governamentais para a execução de tarefas consideradas prioritárias ao capitalismo mercantil dos séculos XVI, XVII e XVIII, tais entidades foram gradativamente assumindo a função de um mecanismo geral e instrumental para o aprofundamento da acumulação privada numa economia dominada pelos grandes empreendimentos fabris.

O progresso técnico que permitiu a interligação das costas leste e oeste através da ferrovia e do telégrafo resultou num espaço econômico que foi um dos elementos-chave no surgimento da grande empresa (*corporation*). Este espaço, entretanto, não se definiu apenas pelo tamanho de sua população ou pelo volume e diversidade dos seus recursos produtivos. A sociedade por ações, com sua abrangência nacional, refletiu a expansão de um conjunto de relações sociais cuja amplitude geográfica não estava garantida de antemão. A centralização do comando sobre recursos produtivos antes controlados por indivíduos ou famílias independentes

trouxo importantes consequências sociais e políticas para uma população esparsa e de tradição fundamentalmente rural.

Se as grandes companhias ferroviárias foram portadoras de benefícios que as tornaram quase sempre bem-vindas isto esteve longe de estender-se à totalidade dos empreendimentos que vieram a seu reboque. O varejista local não podia deixar de sentir-se ameaçado pelos gigantes do reembolso postal (*Montgomery Ward* e *Sears, Roebuck*) que a partir de centros distantes eram capazes de oferecer bens de consumo a preços competitivos e de qualidade superior. Atacadistas de cereais, distribuidores de alimentos enlatados, intermediários comerciais e financeiros, produtores de máquinas e equipamentos agrícolas, enfim uma lista infindável de atividades locais e regionais viram-se às voltas com a concorrência dos empreendimentos "estrangeiros" (estranhos ao âmbito estadual ou municipal). A penetração de bens e serviços que competiam ou deslocavam a atividade local enfrentou a resistência de comunidades cuja estrutura jurídico-institucional autônoma constituía um dos traços essenciais da formação social norte-americana.

Tanto os poderes executivo e legislativo como o judiciário das diversas unidades federadas independentes eram frequentemente pressionados a impor uma regulamentação discriminatória que defendesse os empresários de seus Estados. Neste sentido, o período que se estendeu da Independência ao final da Guerra Civil, foi marcado pela indefinição dos limites entre o interesse nacional e as prerrogativas locais.

Uma jurisprudência que interpretava as disposições constitucionais sobre o comércio interestadual com uma boa dose de ambiguidade caracterizou um movimento no qual a Suprema Corte ora se inclinava pela precedência federal (como nas decisões que disseram respeito as licenças de cabotagem em 1824 ou as leis tarifárias em 1827), ora reforçava os poderes estaduais nas questões de fiscalização comercial (como em *Wilson v. Marsh Co.* em 1829) ou de desapropriação imobiliária (*West River Bridge*, 1848).²⁷

A subordinação desses diversos espaços econômicos interdependentes, mas politicamente autônomos, era uma questão decisiva para a viabilização da grande empresa e, portanto, do capital financeiro a ela associado. Neste sentido, a livre circulação de mercadorias - ou seja, de riqueza - não se distinguia da institucionalização da sociedade por ações. Não apenas porque nesta fase histórica as economias de escala que constituíam a sua *raison d'être* fossem de amplitude regional/nacional (multiestadual). Mas também porque a uniformização das relações jurídicas que disciplinavam a propriedade da riqueza sob a forma de títulos era crucial para a aceitação deste mecanismo de acumulação.

²⁷ Veja-se a este respeito: MacCurdy, Charles W. *American Law and the Marketing Structure of the Large Corporation, 1875-1890* in *Journal of Economic History*, Setembro, 1978, No.38, pags.631-49 e Scheiber, Harry N. *Federalism and the American Economic Order, 1789-1910*. *Law and Society Review*. Fall, 1975, No.10

O gigantismo destes novos empreendimentos, dos quais a ferrovia foi a pioneira, provocou uma resistência social confusa, cuja substância só encontrava raízes nos ideais de igualdade e de rejeição ao passado colonial de sujeição a um poder centralizador (a corôa britânica). Numa crítica contemporânea (1833) a concessão de licenças para a incorporação bancária, um estudioso da época - William Gouge - ofereceu um exemplo típico destas manifestações, na qual se confundiam diversos argumentos de natureza distinta:

Contra as sociedades por ações de qualquer espécie pode-se levantar a objeção de que qualquer poder que se lhe conceda corresponde a uma diminuição daquele do governo ou do povo. Como o objeto das concessões é o de conferir poder aos membros dessas companhias que eles não possuiriam em suas capacidades individuais, a existência mesmo destas sociedades com fins lucrativos é incompatível com a igualdade de direitos. São tais os defeitos inerentes às sociedades por ações que elas não podem jamais ser bem sucedidas exceto quando as leis ou circunstâncias lhes conferem um monopólio ou as vantagens decorrentes de um monopólio. Algumas vèzes elas são protegidas por restrições a que indivíduos se dediquem a este mesmo ramo de atividade. Em outras ocasiões são privilegiadas com a isenção da responsabilidade comercial a que os indivíduos estão sujeitos. Algumas vèzes a magnitude de seu capital ou de seu crédito lhes confere o controle do mercado. Elas não podem, nem mesmo assim, operar tão vantajosamente quanto o negociante individual embora, nessa competição, possam jogar fora dinheiro suficiente para arruinar o competidor individual e então açambarcar o mercado.²⁸

Neste caso, a inquietação com a desigualdade provocada pela concentração de riqueza se expressava numa oposição mal direcionada à sociedade por ações de tradição mercantil. A "nova" sociedade por ações (aquela vinculada ao capitalismo industrial) não se alimentava dos privilégios ou das concessões públicas - embora, evidentemente, não as repelisse - ao contrário do que Gouge parecia acreditar. Bancos nacionais, ferrovias interestaduais ou unidades siderúrgicas eram atividades fora do alcance individual e somente empreendimentos governamentais configurariam alternativas viáveis às companhias particulares. Não se tratava do indivíduo contra a grande empresa, mas da propriedade coletiva (pública) contra a propriedade privada. Essa última, no entanto, refletia uma convicção profundamente arraigada

²⁸ Gouge, William M. Short History of Paper Money and Banking in the United States, 2d. ed. New York: B. & S Collins, 1835 citado por Hurat, J.W. The Legitimacy of the Business Corporation in the Law of the United States 1780-1970, Charlottesville: The University Press of Virginia, 1970, pag.30

entre os homens livres da jovem nação. A acentuada desigualdade na distribuição da riqueza nacional não parecia abalar a noção de que a propriedade capitalista fosse um elemento essencial à preservação das liberdades individuais pelas quais se havia lutado contra a monarquia inglesa.

Essa controvérsia, no entanto, não impediu que o progresso técnico e a expansão econômica consolidassem uma realidade na qual a grande empresa tornou-se onnipresente e insubstituível. As administrações estaduais da segunda metade do século XIX enfrentaram uma situação na qual, ao mesmo tempo em que estavam comprometidas com a proteção aos empreendedores locais, não podiam prescindir das sociedades por ações para o progresso de suas economias.

No âmbito federal, as decisões da Suprema Corte²⁹, especialmente ao longo dos anos de 1875 a 1890, foram gradualmente submetendo as questões de comércio interestadual à competência da União. São deste período as conhecidas sentenças que deram ganho de causa à empresa *I. M. Singer & Company* contra os Estados de Missouri (*Welton vs. Missouri*, 1876) e Virginia (*Weber vs. Virginia*, 1880) no tocante aos dispositivos fiscais e de licenciamento discriminatório contra seus representantes comerciais. Também no setor de alimentos, os grandes processadores de carnes (*Gustavus F. Swift* e *Armour & Company*, ambos de Chicago) obtiveram decisões favoráveis em suas representações contra os impostos e regulamentos de inspeção que protegiam os pequenos processadores de alimentos locais (*Minnesota vs. Barber*, 1890 e *Brimmer vs. Rebman*, 1891).

Nestes anos que se seguiram ao término da Guerra Civil, a indefinição da primeira metade do século XIX foi substituída por uma jurisprudência que passou a apoiar o crescimento do comércio interestadual. Segundo Scheiber³⁰ este processo refletiu a pressão das sociedades por ações que, através dos tribunais, tentavam desobstruir a sua trajetória de expansão. Quer se tratasse de uma evolução doutrinária autônoma ou de uma resposta às pressões empresariais - ou ainda de uma combinação desses dois movimentos - o resultado foi um conjunto de interpretações das cláusulas de comércio da Constituição que ampliou o escopo de atuação da grande empresa. Consolidou-se assim um espaço jurídico-institucional que se coadunava com as novas formas (tecnológicas e administrativas) do processo produtivo.

Por outro lado, as autorizações de criação e a regulamentação do funcionamento das sociedades por ações permaneciam firmemente restritas ao âmbito estadual. O equilíbrio de poder entre as esferas estadual e federal não permitia estender à empresa, a mobilidade nacional que a jurisprudência havia conferido ao seus produtos/serviços. Embora contraditório,

²⁹ Informações extraídas de MacCurdy, Charles W. *American Law and the Marketing Structure of the Large Corporation, 1875-1890* in *Journal of Economic History*, Setembro, 1978, No.38, pags.631-49

este obstáculo era atenuado por uma realidade em que os diversos Estados se abstinham de impor limitações prejudiciais a constituição das sociedades por ações, numa tentativa de estimularem a sua reprodução. Na verdade, o sucesso destas empresas era importante não apenas para o nível de atividades das economias locais e regionais como para o próprio volume das respectivas receitas fiscais. Este vínculo acabou por desencadear uma autêntica competição entre as diversas unidades federadas na tentativa de sediar o maior número possível de grandes companhias deste tipo. O principal instrumento nesta concorrência foi a aprovação de dispositivos crescentemente liberalizantes para a constituição de tais entidades. Datam deste período os dispositivos genéricos que passaram a permitir o estabelecimento de tais entidades sem a prévia autorização do poder legislativo. Ou seja, o direito de atuar comercialmente sob um nome único, com responsabilidade limitada, passou a ser facultado à qualquer grupo de homens de negócios que preenchesse alguns requisitos genéricos pré-estabelecidos. Ao mesmo tempo, as constituições estaduais passaram a restringir, ou até mesmo a proibir as autorizações para estabelecer sociedades por ações através de atos legislativos especiais. Este foi o caso, por exemplo, de uma emenda constitucional do Estado de Nova York, em 1846 ³¹.

No curso desse processo, as cláusulas que disciplinavam a relação entre os indivíduos/entidades que interagiam na sociedade por ações (credores, administradores, fornecedores, acionistas, trabalhadores, etc.) foram gradualmente transferidas para o âmbito do direito contratual. Desaparecia assim o caráter de excepcionalidade que normalmente vinha associado aos privilégios das antigas sociedades por ações do capitalismo mercantil ou mesmo do início do século XIX. Persistiam, no entanto, as restrições que diziam respeito à mobilidade das companhias em si - em contraste com a circulação de suas mercadorias ou serviços. Alguns Estados, no entanto, na sua ânsia de ampliar o número de companhias incorporadas em seu território, introduziram expedientes para facilitar esta mobilidade, ao permitir que companhias estabelecidas sob sua jurisdição possuíssem cotas/ações de empresas sediadas em outras unidades da federação. Este foi o caso, por exemplo, de Nova Jersey em 1888, cujo exemplo foi logo seguido por Delaware.

Esta possibilidade de centralizar a coordenação das atividades produtivas onde antes apenas existia um mercado unificado trouxe profundas consequências para a escala e para a amplitude das atividades empresariais. Neste sentido, os mesmos legislativos estaduais que autorizaram a extensão dessas operações foram incapazes de regulamentar os seus efeitos eventualmente nocivos ao desenvolvimento sócio-econômico de seus representados/eleitores. Ou seja, o monstro tentacular ³² que o crescimento econômico e a legislação favorável havia

30 Scheiber, Harry N. *Federalism and the American Economic Order, 1789-1910* *Law and Society Review*. Fall, 1975, No.10

31 Hurst, pag.120

gerado passou a ameaçar os seus próprios estimuladores. O clamor público, que já se havia levantado contra os abusos das grandes companhias ferroviárias, passou a estender-se às sociedades por ações em geral (comerciais e industriais).

É importante ressaltar que a latitude da ação privada ensejada pelo hiato existente entre as jurisdições estadual e federal resultou em organizações capitalistas cuja concentração de poder assumiu uma escala frequentemente superior à da própria administração pública. Esta peculiaridade da evolução norte-americana é destacada por Alfred Chandler³³ e Thomas K. McCraw³⁴ quando apontam para o fato de que:

*Em 1871, às vésperas da formação do primeiro grande trust empresarial, apenas 51.020 civis trabalhavam para o Governo Federal. Destes, 36.696 eram funcionários postais. Os restantes 14.324 administravam uma nação cuja população excedia 40 milhões.*³⁵

Mesmo alguns anos mais tarde e a despeito do acelerado crescimento da administração governamental, enquanto, em 1890, pelo menos uma dúzia de companhias ferroviárias comandavam, cada uma delas, mais de 100 mil empregados, o governo federal, em 1901, empregava 103,3 mil funcionários (excluindo os serviços de correio) dos quais apenas 28 mil estavam lotados em Washington³⁶. Neste contexto, a grande empresa capitalista passou a transcender os limites das administrações estaduais sem que se houvesse firmado ainda uma estrutura federal com capacidade para disciplinar o seu funcionamento³⁷.

O arraigado temor de um poder político centralizador associado ao ideal da propriedade privada que marcavam a tradição jurídico-institucional norte-americana compunham uma

³² A grande empresa, o trust, o cartel, etc. eram frequentemente representados como um gigantesco polvo que destruía os seus concorrentes e corrompia o governo.

³³ Chandler Jr., Alfred D. *Government Versus Business: An American Phenomenon* in McCraw, Thomas K. The Essential Alfred Chandler. Boston: Harvard Business School Press, 1988

³⁴ McCraw, Thomas K. *The Public and Private Spheres in Historical Perspective* in Brooks, Liebman, Schelling; Harvey, Lance and Corinne (eds.) Public-Private Partnership. Published for the American Academy of Arts and Sciences. Cambridge, Mass.: Ballinger Publishing Company, 1984, pags.31 a 60

³⁵ Idem, pag.42

³⁶ Chandler, 1988, pag.426

trajetória contraditória cuja síntese apontava para a expansão do capital financeiro. Assim foi na questão que envolveu as grandes ferrovias que, desde os primeiros anos da década de 1870 vinham sendo acusadas de práticas discriminatórias prejudiciais aos pequenos e médios empresários e, principalmente, aos agricultores. Tarifas monopolistas, descontos discriminatórios e abusivas taxas de armazenagem abusivas constituíam algumas das frequentes queixas contra o poder destas companhias gigantes. Em 1877, a Suprema Corte (*Munn v. Illinois*) reconheceu nos Estados o direito de disciplinar a atividade de transporte a despeito de sua óbvia interferência no âmbito da propriedade privada. As linhas interestaduais, no entanto, escapavam ao controle local e a sua regulamentação exigiu uma manifestação do congresso federal através do *Interstate Commerce Act* e da criação da *Interstate Commerce Commission* (ICC) em 1887³⁸. Embora superficialmente contrárias aos interesses privados, tais medidas reforçavam a jurisdição da União sobre o que antes constituía um privilégio estadual. Além disso, analogamente ao que acontecera com o transporte ferroviário, as grandes empresas dos setores industrial e de distribuição acabaram sendo atingidas pela proibição de promover quaisquer acordos que visassem restringir a concorrência comercial, sob a forma do *Sherman Anti-Trust Act* de 1890.

Ao mesmo tempo em que se admitia que a amplitude destes grandes empreendimentos requeria uma regulamentação centralizada de abrangência nacional, a Suprema Corte estendia sua proteção à sociedade por ações, ao reconhecê-la como titular dos direitos expressos pela 14ª Emenda Constitucional de 1868. Ou seja, as pessoas às quais se garantia o direito à vida, à propriedade e à liberdade contra quaisquer limitações impostas pela União ou pelos Estados Federados, sem processo judicial competente, passaram a incluir as companhias privadas. Esta curiosa interpretação de um instrumento jurídico que visava fundamentalmente a proteção das minorias raciais após o término da Guerra Civil, foi oficialmente consagrada através de uma decisão da Suprema Corte (*Santa Clara County v. Southern Pacific Railroad Co.*) de 1886. Nesta sentença, a sociedade por ações foi definitivamente entronizada como uma pessoa³⁹.

Desta maneira, ao se iniciar o século XX, a grande empresa tinha adquirido uma vida legal/institucional autônoma que a tornava desvinculada dos indivíduos que a constituíam, fossem eles seus proprietários ou seus administradores. Seus haveres e suas receitas ganharam a proteção de uma jurisprudência cujo objeto era o complexo de recursos produtivos integrados

37 Nas palavras de McCraw: *O que estes números tem a ver com a relação entre as esferas pública e privada? Simplesmente isto: nos Estados Unidos, caso único entre todas as principais economias de mercado, o surgimento da grande empresa precedeu o do grande governo.* McCraw, pag.42

38 Norton, Mary Beth *et alii*. *A People & A Nation, A History of the United States*. Boston: Houghton Mifflin Company, Terceira Edição, 1990, Vol.II, pag.584

39 Hurst, pag.65 e Scheiber, Harry N. *Law and Political Institutions* in Glenn Porter (editor), *The Encyclopedia of American Economic History*, Nova York, Scribner's, 1980, vol.II, pag.501

sob a forma de uma instituição que independia dos beneficiários deste empreendimento. No mesmo sentido, essa evolução se fez acompanhar, como não poderia deixar de ser, de uma transformação do significado jurídico da noção de propriedade. Onde antes - numa sociedade fundamentalmente rural - este conceito exprimia a posse de bens produtivos ou de desfrute pessoal, agora era necessário garantir os benefícios derivados de um título sobre rendimentos futuros.

Ao analisar este processo um observador contemporâneo notou que:

A definição de propriedade se modifica de objetos físicos para o valor de troca de quaisquer coisas, e os tribunais federais assumem agora a jurisdição....[Os] casos....tem girado em torno de um duplo sentido de propriedade, e a transição é a de um significado para ambos os significados...Um é Propriedade, o outro é Negócio. O primeiro é propriedade no sentido de Objetos Possuídos, o outro é propriedade no sentido do valor de Troca das coisas. Um é objeto físico o outro são haveres negociáveis. ⁴⁰

A federalização dos mercados estaduais, a aceitação dos empreendimentos de âmbito nacional e o reconhecimento de uma nova forma de propriedade privada consolidaram as bases de apoio legal ao desenvolvimento subsequente do capital financeiro. Numa apreciação geral sobre a evolução destas questões ao longo do século XIX nos EUA, um destacado estudioso do setor afirma que:

Vista sob a perspectiva dos interesses capitalistas privados, estes tipos de diversidade, descentralização de poder e alterações no locus de decisão política, poderiam todos ser encarados como "incertezas" que dificultaram um processo de investimento ordenado e viciaram as vantagens de um mercado racional. Eu penso, no entanto, que as evidências apontam fortemente em direção contrária, e indicam que as políticas econômicas norte-americanas do século XIX se concentraram enfaticamente num lado da balança. Este era o lado que favorecia os interesses empresariais privados, deram ímpeto ao crescimento e ao poder da grande companhia por ações e contribuíram para a dominação da economia pelas empresas gigantescas que nos anos de 1890 se aliaram firmemente aos interesses financeiros e dos bancos de investimento. Além disso, as evidências de nossos estudos de história econômica-legal indicam que o federalismo norte-americano proporcionou um contexto benigno às entidades de negócio, estimulando políticas favoráveis de fomento e apoio na disputa entre os Estados

rivais. Igualmente importante, o federalismo criou sérios obstáculos às autoridades governamentais no processo de regulamentação dos empreendimentos privados. ⁴¹

4.2 A Evolução Subsequente:

1904-1970

1. A SOCIEDADE POR AÇÕES

Na historiografia corrente, as duas primeiras décadas do século XX nos EUA são geralmente conhecidas como a **era progressista** (*the progressive era*)⁴², pois neste período ganharam projeção política uma série de questões sociais que resultaram num conjunto de medidas reformistas, abarcando desde os direitos do trabalhador (proteção à criança e à mulher, regulamentação das condições de trabalho, etc.) até a aprovação de um impôsto progressivo sobre a renda (1913) e de uma maior intervenção do Governo - federal e estaduais - no controle das atividades empresariais privadas (*Pure Food and Drug Act, 1906; Federal Reserve Act, 1913; Federal Trade Commission e Clayton Anti-Trust Act, 1914, etc.*). Por outro lado, no entanto, alguns estudiosos mais críticos sugerem que estes anos poderiam ser também, ou talvez até melhor caracterizados como os do "triunfo do conservadorismo"⁴³. Mas esta quadra que vai do início deste século ao término da I Guerra Mundial (1918) pode ser igualmente descrita como de consolidação da dominação da grande empresa privada.

40 Commons, John R. Legal Foundations of Capitalism (1924) citado por Sklar, Martin J. The Corporate Reconstruction of American Capitalism, 1890-1916. Cambridge: Cambridge University Press, 1988. pags.49 e 50

41 Scheiber, Harry N. *Federalism and the American Economic Order, 1789-1910* in Law & Society Review, vol.10. number 1, Fall 1975; pags.117-118

42 A título de exemplo entre o grande número de livros-têxto que adota esta denominação, pode-se mencionar a já citada obra de Mary Norton, cuja terceira edição é de 1990. Cf. Norton, Vol. II, Cap. 21.

43 Este é, entre outros, o espírito (e o título) do livro de Gabriel Kolko The Triumph of Conservatism. New York: Free Press, 1963

Independentemente do adjetivo que melhor defina o sentido geral desse período, é possível afirmar que nos primeiros anos do século XX a estrutura produtiva norte-americana já apresentava um perfil empresarial bastante semelhante ao que prevalece nos dias de hoje. Até quanto à sua roupagem externa (nome, caracterização publicitária, reconhecimento popular), muitas das companhias que viriam a ocupar uma posição importante - e que ainda ocupam - nos seus respectivos mercados (*Alcoa, Goodyear, R.J.Reynolds, AT&T, Procter&Gamble, Eastman Kodak, Standard Oil, Ford, Du Pont, Sears&Roebuck, General Motors, etc.*) emergiram ou se consolidaram a partir do processo de fusão e reestruturação que teve lugar entre os anos de 1895 e 1904. Neste particular as atividades fabris e comerciais que ensejavam vantagens de escala ou de integração vertical apreciáveis (seja no suprimento de matérias-primas seja na distribuição aos consumidores) foram gradualmente cristalizando uma estrutura oligopólica, cujo processo de expansão ultrapassou as fronteiras norte-americanas para se inscrever num movimento de acelerada internacionalização. Segundo Chandler:

*Em 1917 estas grandes empresas integradas tinham assumido o domínio das indústrias mais importantes para o crescimento sustentado e para a vitalidade da economia norte-americana. Nesta mesma época os seus administradores já tinham desenvolvido as estruturas e os procedimentos operacionais adequados para a gestão de suas companhias.*⁴⁴

Sob este último aspecto - o da gerência deste empreendimentos - o início do século deu continuidade ao processo de profissionalização da administração empresarial que já se iniciara com as grandes ferrovias de meados do século XIX. Ao mesmo tempo em que a crescente dimensão destas novas entidades dificultava a manutenção do controle familiar, desenvolveram-se as instituições de formação dos executivos profissionais que passaram a caracterizar o capitalismo atual. São desta época (últimos anos do século XIX e primeiros do século XX) o surgimento dos cursos superiores de administração de empresas das Universidades de Harvard, Dartmouth, Pennsylvania, Michigan e California, entre outros.

Ao observar a presença residual de indivíduos ligados ao setor bancário ou às famílias fundadoras/proprietárias nos conselhos de administração destas grandes companhias, ainda neste mesmo período, Chandler conclui que:

⁴⁴ Chandler, 1980, pag.631

*Desta maneira, embora a economia norte-americana tivesse, no princípio do século vinte, alguns elementos de um capitalismo familiar e financeiro, ela já se movia em direção ao capitalismo gerencial.*⁴⁵

A fase histórica do *capitalismo gerencial* a que Chandler faz alusão, na análise dos EUA, coincide com o que aqui se denominou de *capitalismo financeiro*, embora seja importante lembrar que o fio condutor, no primeiro caso, privilegia a forma de organização dos recursos produtivos enquanto no segundo destaca o mecanismo de apropriação da riqueza privada. A despeito da sua evidente interdependência e frequente complementaridade, a seleção dos eventos históricos significativos para o seus respectivos desdobramentos pode ser bastante distinta.⁴⁶ Para efeito da segunda linha de raciocínio - a do capitalismo financeiro - a virada do século pode ser tomada como um ponto decisivo no processo de expansão da sociedade por ações.

O início do século vinte, conforme se depreende dos dados apresentados no QUADRO 3, já se fez sob a égide de uma indústria predominantemente organizada sob a forma societária (*corporation*).

45 Idem, pag.632

48 Nesta particular, a contraposição entre a definição de *capitalismo gerencial* do próprio Chandler e a de *capitalismo financeiro* de Hilferding ajuda a esclarecer uma distinção que, por vezes, pode parecer confusa ou excessivamente preciosista. Assim, para Chandler:

Considerando que as grandes empresas se tornaram responsáveis pelas atividades econômicas correntes e pela alocação de recursos para as atividades futuras nos principais setores da economia norte-americana, e porque estas grandes empresas passaram a ser administradas, quase que completamente, por gerentes profissionais, esta economia pode ser corretamente denominada de um capitalismo gerencial. (Idem, pag.637)

Enquanto que Hilferding chamava de:

...capital financeiro o capital bancário, isto é, capital em forma de dinheiro, que deste modo se transforma em capital industrial. Frente aos proprietários mantém sempre a forma de dinheiro, é investido por eles sob a forma de capital monetário, de capital produtor de juros, e pode sempre ser retirado sob a forma de dinheiro. Mas, em realidade, a maior parte do capital assim investido nos Bancos se transformou em capital industrial, produtivo (meios de produção e força de trabalho), e imobilizou-se no processo de produção. Uma parte cada vez maior do capital empregado na indústria é capital financeiro, capital à disposição dos bancos e utilizado por industriais. (Hilferding, pag.225)

QUADRO 3

Participação percentual do valor da produção segundo a forma
de organização empresarial no Setor Industrial (1900-1982)

Ano	Sociedades	Empresas	Sociedades	Outras ^a
	por Ações	Individuais	de Pessoas	
1900	65,0	19,0	15,7	0,3
1905	73,7	11,5	14,4	0,4
1919	87,7	5,7	[6,6]	
1947 ^b	91,9	2,9	4,5	0,7
1982 ^b	98,0	0,6	0,5	0,9

a. Inclue cooperativas e entidades de propriedade governamental

b. Valor adicionado ao invés de vendas como nos anos precedentes

Fonte: Dados extraídos de Scherer, F.M. *Corporate Ownership and Control* in Meyer e Gustafson, John R. e James M. (eds.) The U.S. Business Corporation Cambridge, Mass.: Ballinger Publishing Company, 1988, pag.45

A forma jurídico-administrativa que caracterizava a economia norte-americana no primeiro terço deste século era apenas a outra face da crescente dimensão das companhias consolidadas ao longo do surto de fusões de 1898-1904. A prosperidade que marcou os anos de 1917 a 1929 (com a breve interrupção de 1920-21) deu continuidade aquele processo de concentração capitalista, tanto pelo crescimento acelerado dos grandes empreendimentos como através da absorção de uma companhia pela outra. Longe de se limitar às atividades industriais, esse movimento se estendeu ao conjunto da economia permitindo, por exemplo, que no setor de vendas a varejo a *Great Atlantic and Pacific Tea Company* transformasse as suas 5.000 lojas de 1922 em 17.600 em 1928, e que a *Woolworth* saltasse de 318 estabelecimentos em 1909 para mais de 1.500 em 1927⁴⁷. Por outro lado, grande parte da notória efervescência bursátil dos anos vinte foi alimentada pelos processos de reestruturação financeira, que, entre outras consequências, fez com que mais de 43% das concessionárias de serviços públicos perdesse a sua independência entre 1922 e 1928 através de fusões e reorganizações empresariais⁴⁸. Na verdade, o extraordinário movimento especulativo que culminou no *crash* de Outubro de 1929 proveu os meios necessários ao aprofundamento do movimento de centralização de capital que vinha se desenvolvendo desde o último quartel do século XIX.

Numa análise crítica de alguns dos argumentos apresentados pelos homens de negócios que tentavam explicar a incapacidade da economia norte-americana em reagir à depressão dos anos de trinta, Thomas C. Cochran observa que:

A rigidez atribuída aos regulamentos governamentais e o desestímulo provocado pelos impostos e controle de margens poderiam também ser vistos como subprodutos indesejáveis das próprias grandes empresas. Nos anos vinte cerca de metade da produção industrial dos EUA estava nas mãos das grandes sociedades por ações. Nas ferrovias e nos serviços públicos, a companhia gigante constituía praticamente a regra. Por mais que se dedicassem ao estudo das técnicas gerenciais e de operações essas grandes companhias não podiam preservar a flexibilidade, velocidade e ousadia dos empreendimentos menores. Novos riscos eram avaliados sob o ponto de vista das obrigações fiduciárias para com milhares de acionistas. Mudanças eram lenta e cuidadosamente examinadas sob a luz do seu impacto sobre uma organização complexa. O controle sobre os mercados - tanto no que dizia respeito aos preços como no atinente à produção - era

47 DuBoff, pag.79

48 Ibidem

*suficiente para permitir o retardamento da introdução de inovações desequilibradoras.*⁴⁹

Isto equivale a dizer que a depressão dos anos trinta representou um profundo abalo numa economia genuinamente financeira (na acepção que aqui se atribui a este termo). Não se trata de discutir se a depressão teve origem nos setores "real" ou "bancário", mas antes de reconhecê-la como a crise de um capitalismo irreversivelmente financeirizado. E não foi por outro motivo que o *New Deal* de F.D.Roosevelt ensaiou o seu resgate através de um conjunto de medidas que tentavam proporcionar um novo fôlego ao binômio formado pela grande empresa (*National Industrial Recovery Act*, 1933) e pela riqueza mobiliária (*Banking Acts*, dois em 1933 e um em 1935; *Securities Exchange Act*, 1934; *Federal Deposit Insurance Act*, 1934).

Marcado pela necessidade de amparar uma população gravemente empobrecida (*National Labor Relation Act*, 1935; *Social Security Act*, 1935) e de reativar uma economia dominada pelas sociedades por ações, o *National Industrial Recovery Act* de 16 de Junho de 1933 iniciava por declarar um estado de emergência que exigia uma revisão das relações de mercado. Seu próximo tópico abordava o estabelecimento de códigos de "concorrência justa" para em seguida definir uma disciplina reguladora das operações empresariais cujo caráter tutelar não tinha precedentes no capitalismo norte-americano. Um dos capítulos mais notáveis e mais polêmicos dessa legislação pode ser avaliado pelo seguinte trecho:

ACORDOS E LICENÇAS

Secção 4. (a) O Presidente fica autorizado a promover acordos e aprovar acordos voluntários entre pessoas envolvidas no comércio, na produção, nas organizações de trabalhadores, e nas organizações comerciais ou industriais, nas associações, ou nos grupos, vinculados a qualquer negócio ou indústria se em sua opinião tais acordos vierem contribuir para efetivar o propósito desse Capítulo com respeito as transações ou afetando o comércio interestadual e internacional e forem consistentes com as exigências da Clausula (2) Subsecção (a) da Secção (3) para um código de concorrência justa.

49 Cochran, Thomas C. American Business in the Twentieth Century Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1972, pags.119 e 120

(b) Sempre que o Presidente considerar que a redução destrutiva de preços ou salários ou outras atividades contrárias ao propósito desse Capítulo estão sendo praticadas em qualquer negócio ou indústria ou em qualquer dos seus subsetores e, depois da notificação e audiência públicas como assim for especificado, concluir pela necessidade de regular o licenciamento dos empreendimentos de negócios para tornar efetivo um código de concorrência justa ou um acordo sob esse Capítulo para efetivar a orientação desse Capítulo e anunciar isso publicamente, nenhuma pessoa poderá, após data fixada nesse anúncio, engajar-se ou promover negócios que digam respeito as atividades interestaduais ou internacionais especificadas nesse anúncio, a menos que tenha primeiramente obtido uma licença nos termos dos regulamentos previstos pelo Presidente. O Presidente pode suspender ou revogar qualquer dessas licenças, depois da notificação competente e possibilidade de oitiva, por violações dos termos ou condições por elas impostas....

Secção 5. Enquanto esse Capítulo estiver em vigência [ou no caso das licenças de funcionamento, enquanto a Secção 4 (a) estiver vigente] e por sessenta dias a partir de então, qualquer código, acordo, ou licença aprovada, prescrita, ou promulgada e com vigência sob esse Capítulo, e qualquer das ações promovidas em acôrdo com essas clausulas durante esse período, estarão isentas das determinações das leis antitruste dos Estados Unidos...⁵⁰

Nas palavras ácidas de J.A. Schumpeter, o *National Industrial Recovery Act*

corporificado nos códigos de concorrência justa, introduzia um tipo de autogoverno industrial sob a supervisão do Estado cujo ponto central, despido da sua fraseologia supérflua e das provisões trabalhistas, era o reconhecimento legal e o encorajamento oficial, equivalente à compulsão, de uma forma modificada do cartel alemão que, independentemente dessa legislação tendia a crescer a partir das atividades das associações empresariais. Por isso não é fácil compreender - exceto pela suposição de que a mera palavra Planejamento e a mera visão de um escritório de govêrno exerça uma atração irresistível para certos indivíduos - o

⁵⁰ Hacker, Louis M. *Major Documents in American Economic History* Princeton, NJ, D. Van Nostrand Company, Inc., 1961, Volume II, pages 75 e 76

*entusiasmo com que alguns economistas "liberais" saudaram a medida que associava o Planejamento às mesmas restrições e rigidez de preço que são usualmente debitadas, como sua maior falha, à responsabilidade das grandes empresas. ["Big Business"]*⁵¹

Embora essa extraordinária peça legislativa - considerando o espírito materializado nas leis antitrust *Sherman* (1890) e *Clayton* (1914) - tenha sido revogada por uma decisão unânime da Suprema Corte em 27 de Maio de 1935, o seu enunciado era bastante representativo da realidade político-econômica que prevaleceu nos EUA em meados da década de 1930. Schumpeter chegou a afirmar que seu efeito concreto e psicológico foi particularmente danoso, na medida em que desestimulou a iniciativa empresarial que deveria ter surgido no bojo de uma crise tal como a que os EUA atravessavam. Teria sido responsável pelo enfraquecimento da "destruição criadora" tão necessária numa série de atividades cuja maturidade e obsolescência recomendavam uma profunda reorganização.

A legislação trabalhista materializada principalmente na Secção 7 (a) do *NIRA* [direito de sindicalização e negociação de contratos coletivos de trabalho] foi reestabelecida e expandida, após a revogação da Lei como um todo, pelos *National Labor Relations Acts*, de 3 e 5 de Julho de 1935. Ainda em 14 de Agosto daquele mesmo ano foi também aprovado o *Social Security Act*.

Duramente combatidos pelo empresariado, esses avanços sociais se fizeram num quadro em que não se questionava a grande empresa ou melhor, numa correlação de forças políticas em que aqueles que a contestavam não tinham força para combatê-la com sucesso. A ilusão romântica de uma sociedade de pequenos proprietários ou de produtores independentes tinha ficado para trás junto com o século XIX. A garantia de direitos mínimos à classe trabalhadora se fez às expensas mas também em benefício da grande sociedade por ações na medida em que tanto impunha melhores salários e melhores condições de trabalho, como assegurava uma renda mínima (seguro-desemprego, pensões por invalidez, aposentadoria, etc.) a qual acabaria por se traduzir num consumo mais estável. A despeito disso, como é bem sabido, não foram as iniciativas sociais que arrancaram a economia norte-americana das profundezas de sua depressão. Nem mesmo os investimentos diretos, dos quais o *Tennessee Valley Authority*, 1933, é um dos símbolos mais notórios, foram capazes de reestimar a atividade econômica. Os decantados - e criticados - déficits do setor público norte-americano foram, em média, equivalentes a 2,5% do Produto Interno Bruto durante o período de 1934-37⁵². Foi somente

51 Schumpeter, Joseph A. Business Cycles A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process. Philadelphia, Porcupine Press, 1982 (1939), Vol.II, pag.992

52 DuBoff, pag.91

durante o esforço de guerra que o desemprego - 19,1% ainda em 1939 - foi reduzido a níveis toleráveis (9,9% em 1941 e 1,2% em 1944)⁵³.

A reativação econômica promovida pela indústria bélica concretizou-se, como não poderia deixar de ser, mediante o reforço do domínio da grande sociedade por ações. Pelo menos até Pearl Harbor, o território norte-americano permaneceu fora do conflito que envolvia os países europeus. Neste sentido, mesmo após o engajamento direto dos EUA preservou-se uma institucionalidade acentuadamente privatista que dificultava uma mobilização econômica rápida e centralizada. No primeiro comitê executivo, criado em Maio de 1940, do Conselho de Defesa Nacional (*Council of National Defense*) o setor de produção industrial era comandado por William S. Knudsen, ex-presidente da *General Motors*. Quando em 1942 o *War Production Board* assumiu a coordenação global da indústria bélica, sua chefia foi confiada a Donald Nelson (principal executivo da *Sears, Roebuck*). É bem verdade que desde 1940, sob forte pressão do Congresso, o governo manteve um programa de incentivo ao engajamento econômico das pequenas empresas industriais e comerciais (*Small Business Act*, 1942 operacionalizado através do *Smaller War Plants Division* e do *Small War Plants Corporation*), mas as dificuldades operacionais e políticas mostraram-se incontornáveis.

O resultado desse processo foi uma redução do número total de firmas da ordem de 5% entre 1940 e 1945 (de 3,29 milhões para 3,11 milhões), em contraste com o crescimento de 13% entre 1931 e 1940 e de 35% entre 1946 e 1955⁵⁴.

Por outro lado, dos US\$ 11 bilhões em contratos firmados entre junho e dezembro de 1940, 86% foram concedidos às 100 maiores firmas, e, ao final de 1941, três quartos das encomendas da Marinha e do Exército tinham sido consignadas à apenas 56 companhias⁵⁵.

Numa apreciação global desse período é possível afirmar que:

De meados de 1940 a Setembro de 1944 o governo licitou contratos que totalizaram US\$ 175 bilhões, dos quais não menos do que dois terços foram firmados com as cem maiores sociedades por ações. A General Motors recebeu 8% deste total; grandes valores foram também destinados a outras empresas automobilísticas, assim como de aviação, aço, equipamento elétrico e do setor químico. Quase todas estas indústrias já eram dominadas pelas grandes

53 Norton, Vol.II, page.757 e 758

54 Cochran, pag.146

55 Idem, pag.145

*corporações desde o início da Guerra; os bilhões de dólares que elas receberam sob a forma de contratos governamentais apenas acentuou a sua dominação*⁵⁶.

Essa associação entre o governo federal e as grandes empresas esteve longe de se encerrar com o término da II Guerra. Pelo contrário, pode-se dizer que esse conflito inaugurou um vínculo permanente entre a demanda governamental e o desenvolvimento econômico e tecnológico de boa parte das gigantescas sociedades por ações que dominavam os setores principais da economia norte-americana. Segundo Cochran:

Dos US\$ 18 bilhões de fábricas de material bélico contruídas pelo setor privado entre 1950 e 1953, três quartos eram unidades com valores acima de US\$ 50 milhões. Das fábricas construídas diretamente pelo governo, aproximadamente a metade - com valor superior a US\$ 7 bilhões - foram construídas e operadas sob contratos com apenas 31 sociedades por ações.

*Os contratos governamentais continuaram a prover uma parcela considerável da receita das grandes empresas manufactureiras. Durante o ano fiscal de 1950-51, durante a Guerra da Coréia, cem companhias receberam mais de US\$ 18 bilhões sob a forma de contratos militares. Enquanto naquele período a General Motors liderou com US\$ 2,4 bilhões seguida pela United Aircraft com US\$ 1,2 bilhões, no estágio avançado da guerra do Vietnã, as empresas aeronáuticas eram as líderes.*⁵⁷

A contrapartida deste dispêndio, como se depreende do quociente de intermediação financeira construído por Goldsmith (veja-se o Quadro 5), foi o extraordinário crescimento da dívida pública mobiliária que saltou de US\$ 49 bilhões em 1941 para US\$ 259 bilhões em 1945⁵⁸. Neste sentido, as transformações operadas na economia norte-americana ao longo dos anos trinta e quarenta - com uma crescente participação do gasto público - resultaram numa elevação permanente da parcela dos títulos governamentais no estoque de riqueza privada. Se em 1900, para um produto interno bruto de US\$ 18,7 bilhões, a dívida federal era de US\$ 1,2 bilhões (1:15,6), em 1970 esta mesma relação era de 1:2,7 (US\$ 1.016 bilhões de

⁵⁶ Norton, Vol.II, pag.796

⁵⁷ Cochran, pag.174

PIB para US\$ 371 bilhões de dívida ⁵⁹). Nesta mesma direção, os gastos governamentais (aquisições de bens e serviços somados às transferências) como percentual do produto interno bruto dos EUA se elevaram de 7,3% em 1902 para 9,9% em 1929 e 29,3% (média anual) durante o período de 1965-69 ⁶⁰.

Esta maior atuação do Estado se fez acompanhar por um surto de prosperidade sem precedentes na história norte-americana. Entre 1947 e 1972, o PIB cresceu a uma taxa anual de 3,7% em termos reais e a renda disponível *per capita* a 2,3% ao ano ⁶¹. Fortalecidas pelo estímulo governamental - responsável, entre outros resultados, pela consolidação daquilo que ficou conhecido como o complexo industrial-militar - as grandes sociedades por ações embarcaram num novo processo de crescimento através de aquisições e fusões que se estenderam do início dos anos 1950 ao final da década de 1960.

Desta vez, o traço distintivo do movimento de expansão foi a incorporação de atividades diversas sob um mesmo comando (a chamada conglomeração) ⁶². Essa estratégia se apoiava na noção de que o desenvolvimento de estruturas administrativas ampliadas se traduziriam em significativas vantagens competitivas. Assim, agruparam-se unidades ou empresas tão díspares quanto hotelaria e telecomunicações (*ITT/Sheraton*) ou artigos esportivos e equipamentos aeronáuticos (*LTV/Temco Aircraft/Wilson*). É certo que as fusões tradicionais na linha da integração vertical ou horizontal foram também numerosas (*Coca-Cola/Minute Maid*, e *Ford/Philco*, ambas em 1961) e não se deve excluir a influência da legislação anti-truste na tendência à diversificação. O aperfeiçoamento do *Clayton Act* (1914) com a promulgação do *Celler-Kefauver Act* de 1950 eximiu a autoridade processante de comprovar a intenção de monopolizar o mercado através da aquisição/fusão de entidades independentes. Para sustar essas operações bastava, a partir de então, demonstrar que a sua consumação poderia reduzir substancialmente a concorrência em qualquer atividade comercial ⁶³.

Muitas dessas fusões e aquisições fracassaram por se mostrarem incapazes de criar estruturas administrativas que conferissem consistência a essa multiplicidade de atividades produtivas e comerciais tão diversificadas. As dificuldades de integração gerencial entre empreendimentos não-relacionados, embora sob um mesmo controle acionário, acabou por

58 Norton, Vol.II, pag.797

59 Idem, pags.A22 e A23

60 DuBoff, pag.98

61 Idem, pag.111

62 Chandler Jr., Alfred D. *Scale and Scope* Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1990, pag.622

63 Idem, pag.107

resultar num movimento de desinvestimento ⁶⁴ através do qual divisões ou partes de companhias previamente adquiridas eram vendidas para terceiros.

Segundo Chandler:

A vulnerabilidade gerencial que resultava da separação entre o topo e os executivos operacionais rapidamente conduziu a um novo fenômeno - a venda de divisões e outras unidades operacionais em números sem precedentes. Os custos da diversificação sem limites foram rapidamente aprendidos...

O que não tinha precedentes nos primeiros anos de 1970 era o número e a continuidade do fluxo de desinvestimentos que se seguiram à onda de fusões e aquisições dos últimos anos de 1960. O que até então era uma transação ocasional transformou-se numa forma de negócio aceitável. Em 1965 a razão entre o desinvestimento e a aquisição e fusão era de menos de 1 para 11 (195 desinvestimentos para 2,125 aquisições ou fusões). Em 1967 quando o número de aquisições e fusões subiu para 6,107 o dos desinvestimentos se elevou para 801, ou uma razão de 1 desinvestimento para cada 8 fusões e aquisições. Ai então, quando as fusões e aquisição se reduziram, os desinvestimentos subiram aceleradamente. Em 1971 a razão era de 1 para 2,3 (1.960 para 4.608). De 1974 a 1977 ocorreu um desinvestimento para cada duas fusões e aquisições. E, obviamente, muitos dos desinvestimentos se tornaram aquisições ou parte das fusões de outras empresas. ⁶⁵

E a despeito dos frequentes insucessos empresariais e das eventuais restrições legais, a concentração de recursos produtivos sob o domínio destas grandes companhias foi crescente até o final da década de 1950 e manteve-se, pelo menos, estável desde então. Em 1963, aproximadamente 50% dos haveres de todas as companhias não financeiras norte-americanas eram controlados pelas 500 maiores sociedades por ações⁶⁶. Nesse mesmo sentido, as cem maiores empresas atuantes nos setores manufatureiro, mineral, comercial, de serviços e de

⁶⁴ A despeito do seu flagrante anglicismo, o termo "desinvestimento" está sendo utilizado no sentido de venda de uma subsidiária, divisão ou unidade operacional que integre os haveres de uma sociedade por ações.

⁶⁵ Cf. Chandler, 1990, pag.624

⁶⁶ Lerner, Robert J. Management Control and the Large Corporation New York: Dunellen, 1970, pag.132

construção, controlavam 29,8% dos ativos totais em 1958, 31,8% em 1967 e 29,5% em 1977 ⁶⁷.

No que tange ao espírito político com que a cristalização dessa forma de organização da produção era recebida pela maioria da população norte-americana no início dos anos setenta, Cochran conclui que:

Seja pela melhoria das relações públicas, dos níveis mais elevados de prosperidade ou da maior desconfiança no governo, mais norte-americanos parecem estar aceitando o sistema de negócios corrente como o menor dos males potenciais. A prática do comunismo prejudicou gravemente os ideais do socialismo democrático. Os partidos radicais tem força negligenciável e os protestos dos jovens são mal definidos econômica e politicamente. Com exclusão da política externa, nenhum dos partidos principais patrocinou uma modificação significativa nas políticas governamentais geralmente favoráveis aos interesses empresariais. Em 1955, uma pesquisa da revista Look indicava 80% de aprovação para as empresas embora três quartos dos respondentes também opinassem que os regulamentos existentes eram "necessários e corretos". Em 1971, o tema da aprovação genérica das empresas não era mais considerado suficientemente importante para ser incluído nas diversas pesquisas. ⁶⁸

2. A RIQUEZA PRIVADA

A contrapartida de uma indústria crescentemente dominada pelas sociedades por ações foi a elevada participação dos títulos correspondentes (ações e debêntures) no estoque de riqueza da classe dominante. Embora não haja dados disponíveis para os primeiros anos do século XX, sabe-se que, em 1922, 61,5% dos títulos das sociedades por ações pertencia à apenas 1% (mais rico) dos indivíduos adultos dos EUA. Para efeito de comparação, deve-se ressaltar que este mesmo conjunto de pessoas possuía 18,0% das propriedades imobiliárias, 45% das debêntures emitidas pelo governo federal, 88,0% das debêntures dos governos estaduais/locais e 69,2% das debêntures de emissão diversa (entidades privadas, estrangeiras,

⁶⁷ DuBoff, pag. 170

etc.). Em termos gerais, no que diz respeito à totalidade dos ativos (produtivos e improdutivos) os 0,5% mais ricos possuíam 30% dos haveres nacionais naquela mesma data⁶⁹.

Comparando-se estes valores com aqueles apresentados para o século XIX (QUADRO 2) é possível afirmar que o grau de concentração da riqueza que caracterizou o processo de industrialização ao longo dos anos 1800 manteve-se, pelo menos, no mesmo patamar. Neste sentido, os estudos relativos aos anos subsequentes, apoiados em dados mais detalhados e confiáveis, indicam um declínio da concentração de riqueza ao longo do período entre 1922 e 1945, quando este mesmo subgrupo (0,5% mais rico) reduziu a sua participação para 20,9% da riqueza nacional⁷⁰. De 1945 até 1969 este movimento parece ter-se interrompido, estabilizando-se nos níveis atingidos no imediato pós-guerra (em torno de vinte por cento)⁷¹.

No que aqui interessa mais de perto - ou seja, naquilo que diz respeito a propriedade do *capital sob a forma de dinheiro que é posto a disposição da indústria* (fundamentalmente ações, debêntures e títulos de dívida) apresenta-se, a seguir no QUADRO 4, algumas das estimativas extraídas do trabalho de Smith e Franklin⁷².

68 Cochran, pag.184

69 Lampman, Robert J. The Share of Top Wealth-Holders in National Wealth: 1922-56 Princeton, NJ: Princeton University Press, 1962, pag.209

70 Idem, pag.209

71 Smith and Franklin, James D., Stephen D. *New Dimensions of Economic Inequality: The Concentration of Personal Wealth, 1922-1969* in American Economic Review vol.64 nº2 pag.162-167 May 1974, pag.164

72 Idem, pag.166 e 167

QUADRO 4
DISTRIBUIÇÃO DA RIQUEZA NACIONAL (1953-1969)

	<u>Riqueza Possuída</u> [US\$ Bilhões]						<u>Participação</u> <u>percentual</u>		
	100% da População			1% Mais Rico			do 1% Mais Rico		
	<u>1953</u>	<u>1962</u>	<u>1969</u>	<u>1953</u>	<u>1962</u>	<u>1969</u>	<u>1953</u>	<u>1962</u>	<u>1969</u>
Bens									
Imóveis	439,0	770,0	1188,8	68,0	117,8	170,7	15,5	15,3	14,4
Ações	151,5	426,4	832,5	130,8	264,4	423,3	86,3	62,0	50,8
Debêntures	72,8	94,5	198,9	8,3	38,4	71,5	52,6	40,6	35,9
Dinheiro	160,1	278,3	495,0	28,8	42,5	71,2	18,0	15,3	14,4
Títulos de Dívida	34,0	51,5	85,3	10,9	21,8	29,6	32,1	42,3	34,7
Seguro de Vida	64,5	93,8	127,2	9,1	10,7	13,8	14,1	11,4	10,8
Trust e Diversos	243,3	425,5	705,8	38,6	ND	133,2	15,9	----	18,9
Trust	20,5	46,1	70,4	18,8	ND	64,5	91,7	----	91,6
Diversos	222,8	379,4	633,7	19,8	52,7	68,7	8,9	13,9	10,8
Ativos Totais	1144,7	2093,9	3561,4	275,7	548,3	848,8	24,1	26,2	23,8
Passivo	140,0	314,0	557,5	29,0	61,0	100,5	20,7	19,4	18,0
Patrimônio Líquido	1004,7	1779,9	3003,0	246,7	487,3	748,1	24,6	27,4	24,9

Fonte: Smith e Franklin, pags.166 e 167

Observação: O item Trust (ativos confiados à administração de terceiros em benefício de seus proprietários legais) é apresentado apenas a título informativo e não deve ser incluído na soma total, pois seus componentes estão distribuídos pelas outras categorias.

Embora uma série de dificuldades de ordem técnica⁷³ - a começar pela construção da amostra e pelos próprios critérios, contábeis ou de mercado, utilizados para avaliar cada categoria de ativo - desaconselhem quaisquer análises mais refinadas, é possível identificar algumas características gerais das formas que a riqueza privada assumiu neste período de 1900 a 1970.

Assim, o primeiro aspecto que salta aos olhos é a concentração relativa da propriedade das ações e das debêntures. Apesar de declinante, ainda em 1969, mais da metade (51%) das ações e mais de um terço (36%) das debêntures eram possuídas por apenas 1% da população norte-americana. Com um patrimônio que representava cerca de 25% dos ativos nacionais, este grupo fez, e ainda faz, dos títulos de empresas (ações e debêntures, por oposição a máquinas e equipamentos, englobados sob a rubrica de *Diversos*) o principal item de seu patrimônio (58% do seu total). Se a este montante forem adicionadas as apólices de seguro, os instrumentos de dívida e os valores em dinheiro chegar-se-á a uma proporção próxima de 72%. Ou seja, quase três quartos da riqueza destes indivíduos estão afastados dos meios de produção e são dotados de um elevado grau de liquidez⁷⁴.

Lembrando que já em 1958 74,2% (87,0% em 1978)⁷⁵ das receitas empresariais privadas totais (agricultura, indústria e serviços) eram auferidas por sociedades por ações, é lícito supor que os principais beneficiários desta nova forma de organização dos recursos econômicos fossem - e ainda sejam - os detentores das ações dessas empresas. Vale dizer que a forma dominante de apropriação da riqueza capitalista (excluindo-se, portanto, os bens de consumo duráveis e não duráveis bem como os imóveis residenciais) passou a ser constituída pela alocação dos títulos representativos destes benefícios - fundamentalmente ações, debêntures e certificados de dívidas.

Num trabalho que selecionou e examinou a conduta das famílias de renda mais elevada no início dos anos sessenta (o ano base foi 1961) Barlow, Brazer e Morgan⁷⁶ promoveram uma pesquisa que, embora abranja uma amostra bem mais ampla do que os 1% acima mencionados, pode ajudar a compreender o comportamento de tais indivíduos. Sob o título de *Comportamento Econômico dos Ricos (Economic Behavior of the Affluent)* e patrocinada pela

73 Para maiores detalhes, veja-se as notas finais e o próprio artigo - que é, fundamentalmente, uma discussão das questões técnicas - de Smith e Franklin.

74 A improvável porém eventual iliquidez de parte dos títulos de dívida seria, por hipótese, compensada pela liquidez de uma parcela dos *haveres imobiliários* ou mesmo daqueles incluídos em *diversos* (categoria que abrange desde máquinas e equipamentos produtivos, até bens de consumo duráveis, direitos de lavra mineral, plantações agrícolas em crescimento, etc.)

75 Scherer, pag.44

76 Barlow, R.; Brazer, H.E.; e Morgan, J.N. *Economic Behavior of the Affluent* Washington, D.C., The Brookings Institution, Studies of Government Finance, 1966

Brookings Institution (na Série *Studies of Government Finance*), esta pesquisa englobou uma população cujos rendimentos corresponderam a dois quintos, da renda agregada norte-americana e cuja propriedade compreendia três quintos da riqueza pessoal líquida durante o ano de 1961⁷⁷. Em termos numéricos, esse universo equivalia a um quinto das famílias residentes nos EUA. Uma das características distintivas que torna esse trabalho particularmente interessante para o raciocínio que aqui se sugere é o fato de que a ponderação das respostas obtidas referia-se à participação relativa da renda percebida pelo respondente. Ou seja, quando se faz alusão a um terço ou um quarto da amostra está se indicando um conjunto de famílias/indivíduos cujas receitas atingem 33% ou 25% do total da renda desse segmento. A consequência desse procedimento foi a de produzir uma seleção cujo viés favoreceu fortemente o peso das famílias de rendas muito elevadas.

Os resultados desse estudo mostram que noventa por cento da amostra estatisticamente selecionada era composta por membros diretamente engajados na força de trabalho. Apenas 10% eram classificáveis como *rentiers*. Metade, aproximadamente, dos entrevistados era constituída por funcionários, enquanto a outra era integrada por gerentes-proprietários. Nesse último grupo estavam compreendidos profissionais liberais autônomos, gerentes-proprietários de empreendimentos não societários e de companhias de capital fechado, presidentes de grandes empresas e executivos que detinham ações nos empreendimentos em que trabalhavam. Como seria de se esperar, nos extratos de renda inferior é maior a frequência de funcionários enquanto na outra ponta são mais numerosos os gerentes-proprietários⁷⁸. Seu ritmo de atividades estava fora de seu controle pessoal e era influenciado pela demanda de suas funções e pelos limites de sua capacidade física⁷⁹.

No que diz respeito à controvertida questão da separação entre a propriedade e o controle dos haveres familiares, os Autores apresentaram um quadro em que os *rentiers* passivos constituíam uma parcela praticamente negligenciável⁸⁰. Não mais que um décimo dos entrevistados informou ter delegado parte ou a totalidade das decisões de investimento, e mesmo nos extratos mais elevados - renda anual acima de US\$300.000 - essa proporção ficou limitada a um quarto da amostra. Apenas 2% do grupo de alta renda afirmou ter delegado a autoridade integral sobre essas deliberações.

77 Os comentários que se seguem acompanham os resultados da pesquisa citada.

78 *Idem* pag.131

79 *Idem*, pags.149 e 150

80 *Idem*, pags.18 e segs.

QUADRO 5

QUOCIENTE DE INTERMEDIACÃO FINANCEIRA NOS EUA DE 1929 A 1949

Anos	Haveres Nacionais			Quociente de Intermediação Financeira
	Financeiros	Tangíveis	Total	
	(bilhões de dólares)			
1929	555,0	427,0	982,0	130,0
1933	411,0	322,0	733,0	128,0
1939	482,0	395,0	877,0	122,0
1945	987,0	570,0	1.577,0	173,0
1949	1.135,0	881,0	2.016,0	129,0

Fonte: Goldsmith, Raymond. Financial Intermediaries in the American Economy Since 1900. Princeton, Princeton University Press, 1958 pp. 57-58, 318-319, 321, 331-333

3. AS INSTITUIÇÕES LEGAIS

Do ponto de vista legal, a jurisprudência que se acumulou entre a promulgação da Lei Sherman de 1890 (contra os *trusts*⁸² e os monopólios) e o final dos anos vinte esteve longe de embaraçar a consolidação das grandes sociedades por ações. O caráter tortuoso de muitas das sentenças proferidas pela Suprema Corte refletia menos uma possível ambiguidade de seus juízes do que uma dificuldade objetiva de se tentar assegurar um padrão idealizado de "concorrência perfeita" sem bloquear o desenvolvimento dinâmico de uma economia em expansão. Desta maneira, a mesma Corte que em 1895 opinou pela desqualificação do monopólio da produção como evidência conclusiva de restrição à livre concorrência (a disputa envolvia a *American Sugar Refining*), em 1911 determinou o desmembramento compulsório da *Standard Oil* precisamente pelo seu excessivo controle sobre a extração, o refino e a distribuição de petróleo em âmbito nacional. Ao reverter os critérios de sua decisão anterior, a Suprema Corte inaugurou o que ficou conhecido como a "regra da razão" (*rule of reason*), segundo a qual uma eventual ilegalidade dos atos contestados deveria ser analisada segundo critérios variáveis que se adaptassem às circunstâncias da causa em questão. Ficou assim definitivamente afastada a hipótese de se constituir um conjunto de normas rígidas (participação na produção, domínio das fontes supridoras de matérias-primas, etc.) que disciplinasse a conduta empresarial. O potencial discricionário de tal doutrina, no entanto, não foi aceito com facilidade.

Se os grandes empreendimentos cresciam em número e importância, não era possível esquecer os quase 2,5 milhões de indivíduos que possuíam ou gerenciavam os pequenos negócios da primeira década do século XX⁸³. A resposta veio materializada numa nova legislação de enunciado mais específico - o *Clayton Act* de 1914 - que baniu uma série de ações consideradas prejudiciais à livre concorrência. Sua fiscalização ficou a cargo de um novo órgão da administração federal - o *Federal Trade Commission* - sem que, no entanto, fosse dispensada a necessidade de comprovar o efeito anti-concorrencial das práticas indigitadas. As dificuldades inerentes a esse tipo de comprovação em juízo fizeram com que muitos

82 O termo *trust* está sendo utilizado aqui em sua acepção literal/legal para designar o mecanismo pelo qual diversos empresários independentes confiam suas propriedades a uma única entidade que passa a dirigir os negócios de maneira coordenada. Em troca dessa cessão recebem certificados - eventualmente negociáveis - fazendo jus a uma cota-parte dos resultados apurados por esse empreendimento unificado.

observadores contemporâneos classificassem o *Clayton Act* como mais um triunfo das correntes favoráveis aos *trusts* e monopólios.

É bem verdade que a forma clássica (européia) do *trust* e que os acordos entre duas ou mais companhias independentes foram tornados ilegais, mas isso não impedia que as grandes empresas continuassem a se ampliar através da aquisição de negócios menores ou da simples expansão das suas atividades em ritmo superior ao do crescimento do mercado. Neste sentido, a multiplicação dessas unidades gigantescas foi particularmente acelerada na virada do século quando o número de empresas industriais com um capital acima de US\$ 50 milhões saltou de apenas oito em 1897 para quarenta em 1903.

No plano institucional, esta nova realidade - sociedades por ações e riqueza privada sob a forma de haveres mobiliários - fez-se acompanhar por uma tensão intercapitalista que crescentemente convergiu para os mercados de títulos. O sucesso ou o fracasso, a estagnação ou o crescimento dos capitais individuais passou a transitar pela bolsa de valores e pelas instituições assemelhadas (mercado de balcão, etc.). Na medida em que os papéis lá negociados compreendiam a maior parte da fortuna da classe capitalista, a institucionalidade deste mercado deslocou-se para o centro das preocupações de seus beneficiários, dos seus defensores e até mesmo dos seus detratores.

Como foi visto no capítulo anterior, uma boa parte da obra que se tornou clássica na descrição do processo de transição para a economia dominada pela sociedade por ações - *The Modern Corporation and Private Property* (1932) de Berle e Means - versa precisamente sobre esta institucionalidade⁸⁴. Ou seja, sobre a questão dos "direitos" dos acionistas em face dos gerentes assalariados e, principalmente, em seu relacionamento entre si (acionistas majoritários vs. minoritários, acionistas vs. debenturistas, acionistas preferenciais vs. ordinários, etc.). Tratou-se, em síntese, de inaugurar uma longa discussão sobre o direito de propriedade numa sociedade capitalista em que os benefícios da apropriação privada dos meios de produção já não estavam ostensivamente vinculados à sua gerência. O próprio Berle já havia publicado uma série de artigos em que manifestava sua preocupação com o que poderia ser traduzido como a destituição dos capitalistas pelos próprios capitalistas⁸⁵.

83 Cochran, pag.55

84 Veja-se, a este respeito, a segunda parte, capítulos I a VII, da obra em questão.

85 Entre os quais: Berle, Adolf A. *Protection of non-voting stock* in *Harvard Business Review*, 4:257-265, Abril, 1926 e *Management power and stockholder's property* in *Harvard Business Review*, 5:424-432, Julho, 1927. Sobre os trabalhos que se sucederam ao estudo de Berle e Means na linha do "capitalismo gerencial", é possível lembrar os livros de Burnham, J. *The Managerial Revolution* New York: John Day, 1941; de Marris, R. L. *The Economic Theory of "Managerial" Capitalism* London: Macmillan, 1964.

As fraudes e os golpes de intermediários financeiros, ou de administradores inescrupulosos, que haviam chamado a atenção dos observadores do último quartel do século XIX, tinham assumido uma dimensão que refletia uma realidade já dominada pela sociedade por ações. Neste sentido, embora consagrada como a forma mais eficiente de organização dos recursos produtivos, a grande empresa passou a enfrentar as dificuldades de sua generalização como forma de riqueza privada. Para cada *Morgan* ou *Vanderbilt* existiam centenas de pequenos e médios proprietários cuja confiança era essencial para a expansão do empreendimento societário. Não se tratava da ilusão de um "capitalismo popular", cuja fatuidade ficou bem demonstrada pelos dados acerca do grau de concentração da riqueza ao longo dos séculos XIX e XX (quadros 2 e 4). Tampouco das garantias legais à propriedade intangível (títulos em geral) cuja consolidação havia sido objeto da já mencionada evolução jurídico-institucional da segunda metade do século XIX. O que esteve em jogo desde então foi a partilha dos benefícios deste sistema no âmbito restrito da classe proprietária.

Ao abrir mão da posse e/ou administração dos meios de produção em troca das ações de um empreendimento maior, o antigo empresário deslocou o seu poder decisório para a esfera dos mercados de títulos. Estratégias de valorização que antes diziam respeito às técnicas de produção ou de comercialização de bens passaram a versar sobre a conveniência de vender/comprar ações e debêntures. Informações que antes fluíam ou eram adquiridas no exercício da gestão do seu negócio agora dependiam de profissionais, no mais das vezes, alheios ao seu círculo imediato de relações pessoais. A bolsa e a liquidez de sua nova forma de riqueza só adquiriram materialidade na medida em que foi possível dispor de informações específicas e regulares acerca do andamento da companhia da qual ele se tornou acionista/beneficiário. A própria viabilidade da sociedade por ações se apoiava na transparência progressiva de suas atividades, enquanto entidade independente de seus acionistas. Assim sendo, e na ausência de um poder central que se sobrepusse aos interesses particulares dos proprietários individuais, a instituição catalizadora destas novas tensões foi chamada a prover esta função. Ou seja, aquele que viria a se tornar o principal mercado de títulos - a *New York Stock Exchange* - evoluiu, segundo Hurst,

...de uma primeira solicitação de alguns relatórios das empresas registradas em 1866 para uma forte sugestão de que se fornecessem relatórios anuais em 1895, e desde então, para a exigência de informações sobre o faturamento anual e balanços contábeis em 1900. Em 1909 passou a requerer que as companhias registradas distribuíssem relatórios financeiros anuais aos seus acionistas,

*ameaçando com o cancelamento do registro para obter os relatórios anuais em 1932 e para garantir um mínimo de detalhes informativos em 1933.*⁸⁶

Mas, a magnitude e a importância da riqueza mobiliária rapidamente transcenderam os limites da iniciativa privada. Na área bancária, as frequentes crises de crédito e de liquidez que marcaram o último quartel do século XIX exigiram uma intervenção coordenada, sob a tutela do governo federal. O *Federal Reserve Act* de 23 de Dezembro de 1913 [criando um banco central nacional] inaugurou um processo de centralização e uniformização das práticas bancárias que se completaria durante os anos trinta com o *Glass-Steagall Act* de 1933 [que distinguiu e separou os bancos comerciais dos de investimentos], o *Federal Insurance Deposit Act* de 1934 [que passou a garantir os depósitos a vista] e com o *Banking Act* de 1935 [que, entre as suas provisões, centralizou o controle sobre as operações de *open market*] além de diversas outras medidas de menor impacto.

Nos mercados de ações e debêntures, os esforços disciplinadores da Bolsa de Nova York que tinham sido capazes de garantir o seu desenvolvimento em tempos de euforia econômica, já não pareciam ser suficientes para enfrentar o descrédito que sobreveio à depressão dos anos de 1930. E, no entanto, a realidade de uma economia que se apoiava na propriedade privada e na sociedade por ações havia transformado o mercado de títulos - o mercado de riqueza capitalista - num elemento imprescindível à sua reprodução. O que antes, durante o século XIX, era apenas uma das formas de valorização do capital, vinculada exclusivamente a um segmento da classe proprietária, tinha se transformado, a partir do início do século, no mecanismo dominante da partilha intercapitalista. Os 139 milhões de ações e US\$ 579 milhões em debêntures que haviam trocado de mãos ao longo do ano de 1900 na Bolsa de Nova York, transformaram-se em 1.125 milhões (US\$ 3 bilhões em debêntures) em 1929. A Bolsa tinha passado a ser uma instituição de abrangência nacional.

Neste sentido, a crise que a partir de 1929 se sucedeu à euforia especulativa dos anos vinte ilustrou de forma contundente a volatilidade da riqueza sob a forma de títulos. Embora a queda violenta das cotações da Bolsa de Nova York (em Outubro de 1929) tenha sido apenas a culminância de um movimento que deitava raízes na virada do século, não havia como negar o surpreendente e drástico empobrecimento daqueles que ainda em Setembro (30 dias antes) ostentavam fortunas substanciais⁸⁷. É bem verdade que as máquinas que produzem bens sem demanda valem tão pouco quanto os títulos de baixa ou nenhuma cotação. Ou seja, as razões econômicas mais profundas que conduziram à depressão dos anos trinta empobreceram tanto

⁸⁶ Hurst, pag.91

⁸⁷ Outubro de 1929 foi o início de um processo de queda na cotações das ações que só se interrompeu em 8 de Julho de 1932 quando a média dos valores das ações estava 89% abaixo do seu pico de Setembro de 1929. DuBoff, pag.89

aqueles que detinham riqueza sob forma produtiva quanto os proprietários de ações ou debêntures, sem mencionar, evidentemente, a situação dramática daqueles que nada possuíam. Com efeito, entre 1929 e 1933, o PIB norte-americano declinou cêrca de 31% em termos reais, enquanto a produção industrial sofria uma redução de 46%⁸⁸. Este raciocínio, no entanto, não era suficientemente convincente para superar a desconfiança histórica que os ativos financeiros inspiravam. A quebra de mais de oito mil estabelecimentos bancários durante o período de 1930 a 1933 deixou milhares de depositantes compreensivelmente céticos em relação a confiabilidade dos títulos ou dos créditos escriturais.

As sociedades por ações já eram em 1930, a forma organizacional predominante nos setores dinâmicos da economia norte-americana. A retomada do crescimento exigia sua recuperação ou a sua estatização. Esta última alternativa se apresentava em termos meramente hipotéticos já que a correlação de forças políticas não lhe era favorável. No auge de sua popularidade, em 1938, o Partido Comunista dos Estados Unidos congregou não mais do que 55 mil membros. Mesmo em sua versão mais atenuada - tal como a do Partido Progressista de LaFollette, em Wisconsin - o socialismo nunca chegou a representar uma alternativa concreta naquele País. Na verdade, o enfraquecimento da institucionalidade capitalista, com as dificuldades que se antepunham ao desenvolvimento da riqueza sob a forma financeira, foi novamente superado - à semelhança do que ocorrera com os avais ao financiamento das primeiras grandes ferrovias durante o século XIX - no âmbito da propriedade privada sob a tutela renovada do govêrno federal.

A questão do financiamento desses empreendimentos fôra timidamente abordada já no govêrno Hoover quando, em Dezembro de 1931, se estabeleceu, pela primeira vez, uma instituição de fomento - o *Reconstruction Finance Corporation, RFC* - com o objetivo de suprir o fluxo de recursos que se havia interrompido com a quebra da Bolsa e dos milhares de estabelecimentos bancários que faliram em 1930 e 1931. Do lado patrimonial - ou seja, na ótica dos detentores de riqueza sob a forma de títulos - o *New Deal* de Roosevelt foi o responsável pela consolidação institucional dessa gigantesca estrutura de haveres financeirizados. O *Securities Exchange Act* de 6 de Junho de 1934 absorveu e ampliou as iniciativas regulamentadoras da Bolsa de Nova York conferindo-lhes um caráter compulsório e uma abrangência nacional.

Segundo o seu texto de abertura:

Sec.2. Pelas razões abaixo enumeradas as transações com títulos da forma usualmente conduzidas...dizem respeito ao interesse público nacional o que torna

*necessário prover a sua regulamentação e controle...exigir relatórios apropriados e fazer com que esses regulamentos e controles sejam razoavelmente completos de forma a proteger o comércio interestadual, o crédito nacional... para proteger e fazer mais eficientes o sistema nacional de bancos e o Federal Reserve System e para assegurar a manutenção de mercados justos e honestos para essas transações:...*⁸⁹

Com isso, a riqueza financeira deixava o âmbito dos contratos privados para inserir-se no domínio das instituições públicas. Criou-se a *Securities Exchange Commission, SEC*, com o objetivo de supervisionar o cumprimento dessas determinações, aperfeiçoando-as na medida em que isso fosse necessário. Neste sentido, é importante destacar que as principais medidas legislativas federais que se sucederam ao *Security Exchange Act* - o *Public Utility Holding Company Act* de 1935, o *Investment Company Act* e o *Investment Advisers Act* ambos de 1940 e o *Securities Act* de 1964 - caminharam invariavelmente na direção do aprofundamento dos mesmos princípios que nortearam a sua concepção original.

Levando em conta a gravidade da depressão que se abateu sobre a economia norte-americana durante os anos trinta, seria difícil imaginar que a simples reorganização e o disciplinamento dos mercados bursáteis e de títulos em geral fosse capaz de desobstruir os canais por onde tinha fluído a riqueza privada nas primeiras décadas desse século. Ao mesmo tempo, a reativação das atividades empresariais veio encontrar uma estrutura pronta para viabilizar a dinâmica do binômio grande empresa-títulos negociáveis. Assim, se é verdade, como afirma Robert Sobel⁹⁰, que na segunda metade dos anos trinta,

...Jesse Jones, presidente da Reconstruction Finance Corporation, se tornou mais poderoso do que qualquer figura de Wall Street no que concerne aos financiamentos, enquanto a Bolsa de Nova York (NYSE), o Curb Exchange e os mercados regionais estavam estagnados,

88 *Idem*, pag.91

89 Hacker, pags.80 e 81

90 Sobel, Robert. *Exchanges* in Glenn Porter (ed.), *The Encyclopedia of American Economic History*, New York: Scribner's, 1980, vol.II, pag.703

a recuperação econômica que se seguiu à Segunda Guerra Mundial resultou na extinção da RFC (*Liquidation Act* de 30 de Julho de 1953) e na prosperidade da mesma NYSE. Esta, aliás, negociou, ao longo de 1961, um número de ações equivalente ao auge de 1929: mais de um bilhão de papéis.

Convém enfatizar que a estrutura institucional desenvolvida no âmbito do *New Deal* não se implementou em oposição ao, ou em detrimento do grande capitalista, do acionista-controlador ou mesmo do especulador bursátil. Pelo contrário, ao garantir o funcionamento do mercado acionário, ela assegurou a sobrevivência de todos os seus diversos participantes. A visão impressionista dos grandes golpes especulativos e das manipulações escusas que marcaram o período anterior à depressão dos anos trinta tenderam a obscurecer as perdas igualmente elevadas desses mesmos agentes⁹¹. Embora alguns participantes dessa elite financeira pudessem ter-se beneficiado de ganhos muito acima do razoável, a continuidade ou até a realização dos mesmos exigia que se restaurasse um horizonte de valorização coletiva para os detentores dessa forma de riqueza. É sob este enfoque que McCraw afirma:

*Confrontada nos anos trinta com uma depressão econômica nacional e com um mercado de títulos desacreditado e moribundo, a SEC poderia facilmente ter interpretado a sua missão como a de um ataque punitivo às gigantescas e impopulares companhias por ações. Ao invés de vingança, entretanto, a Agência empenhou-se em restaurar a legitimidade da função essencial de Wall Street como canalizadora de capitais para as empresas. Para levar a cabo esta tarefa, os arquitetos da política e das leis da SEC enfatizaram muito mais a abertura e a publicidade dos assuntos empresariais do que a punição e perseguição aos infratores.*⁹²

Os fundamentos das novas instituições e o sentido geral das decisões judiciais que lhes deram sustentação não questionavam mais a conveniência social de uma produção dominada pelos grandes empreendimentos, ou a legitimidade da riqueza mobiliária. A luta contra a concentração do poder econômico simbolizada pela Lei Sherman fora abandonada em nome do reestabelecimento da prosperidade a qualquer custo. A forma de organização e a administração interna das grandes massas de recursos produtivos não era mais objeto da tutela

⁹¹ Veja-se a este respeito o conhecido relato de J.K. Galbraith *The Great Crash 1929* Harmondsworth, Inglaterra, Penguin Books Ltd, 1966(1954)

⁹² McCraw, pag.51

governamental. A legislação assumiu um caráter externo à estas organizações disciplinando, por um lado, a oferta de produtos e serviços, aí compreendidos os processos produtivos e a sua interação com o meio ambiente, e, pelo outro, a equidade capitalista na partilha dos seus benefícios. A sociedade por ações tinha consolidado a sua autonomia enquanto entidade independente dos indivíduos que a constituíam. Na verdade, a contribuição institucional do *New Deal* e das administrações do pós-guerra, podem ser vistas como um aprofundamento da concepção que havia norteado a extensão das garantias individuais da 14^a Emenda Constitucional aos empreendimentos por ações em 1886⁹³.

Segundo Hurst, esta nova etapa legal e institucional correspondeu a uma transformação do próprio objeto de interesse jurídico.

Especificamente a partir da década de 1930, o registro indica um acentuado desenvolvimento da preocupação da política governamental com os investidores em títulos das sociedades por ações.

...o investidor passou a despertar um interesse social bastante diferente da preocupação original com a sua participação na organização administrativa da empresa da qual ele detinha ações. Este novo interesse social era um interesse na estrutura de títulos como um todo, agora uma parte essencial do mecanismo distribuidor de renda e de riqueza, da manutenção de um amplo e estável poder de compra do consumidor e da sustentação das expectativas de vida de milhões de indivíduos com a garantia não apenas de estabilidade econômica como política.

Sob este ponto de vista, a crescente preocupação da lei com os investidores a partir de meados do século XX pertence menos a história legal da sociedade por ações do que à história legal da organização social da riqueza e da renda.⁹⁴

93 Trata-se da decisão da Suprema Corte, já mencionada na Seção 4.1.3, na questão que contrapôs o Município de Santa Clara aos interesses da Southern Pacific Railroad Co. [118 U.S. 394, 396 (1886)]. A respeito das implicações dessa decisão veja-se Hurst, pags. 65 e seqs.

94 Idem, pags. 103 e 104

CONCLUSÕES PRINCIPAIS

É bem possível - e certamente desejável - que os comentários finais aqui apresentados não tragam qualquer matéria nova para o leitor dos capítulos precedentes. O objetivo dessas considerações será apenas o de retomar algumas das questões sugeridas no início deste trabalho, para reexaminá-las à luz das observações teóricas e históricas que as sucederam. Neste sentido, lembro que o primeiro capítulo pretendeu descrever sumariamente uma realidade econômica contemporânea na qual a alocação da riqueza social é produto da ação de gerentes empresariais e de capitalistas proprietários, num processo decisório entrelaçado mas também hierarquizado. Não parece ter havido a substituição de um pelo outro e nem tampouco a descaracterização das suas respectivas funções como podem ter sugerido algumas análises menos realistas. A transformação da riqueza privada - de máquinas em títulos - e o crescimento das unidades empresariais - da unidade familiar para o empreendimento societário - não devem confundir o observador mais atento: o capital e os capitalistas continuam soberanos.

Nesse contexto, só é possível justificar a preservação dessa primazia no âmbito de uma teoria que confira ao capital um sentido de relação social que se apresente sob diferentes formas. Que não o restrinja a uma única dimensão do sistema produtivo - como mais um dos fatores de produção. Foi por essa razão que se buscou, no segundo capítulo, os subsídios teóricos de Hilferding e de Marx para sugerir uma interpretação que comportasse essa transformação. Dessa contribuição pretendeu-se extrair um conceito de capital financeiro que auxiliasse a compreender, ainda que parcialmente, as vultosas movimentações de riqueza líquida que distinguem esse novo período do capitalismo avançado. É bem verdade que muitos dos aspectos relevantes desse desenvolvimento histórico foram também assinalados por estudiosos não-marxistas, e o terceiro capítulo teve por objetivo identificar esquematicamente algumas dessas análises.

A combinação dessa construção teórica definidora de um novo capitalismo - agora sob a égide do capital financeiro - com uma realidade em que as grandes transações mobiliárias constituem a expressão mais visível da sua contrapartida concreta conduziu, no quarto

capítulo, à necessidade de explicitar a sua origem e a sua evolução histórica. Ou seja, se é possível entender as constantes movimentações de riqueza líquida como a expressão desse novo mecanismo de dominação do capital, é necessário indicar o processo histórico pelo qual se alcançou tal realidade. Tratou-se, nesse ponto, de afastar a noção de que ao capitalismo industrial sucede-se, inexoravelmente, uma etapa financeira, pois essa abordagem sequencial ou "etapista" não encontra respaldo convincente na historiografia moderna.

Ao destacar as principais características da evolução econômica norte-americana, pretendeu-se ressaltar os elementos desencadeadores dessa transição para aquilo que se definiu como capitalismo financeiro. É importante assinalar que a insistência numa construção teórica que privilegiasse a transformação da riqueza privada em concomitância com o desenvolvimento da sociedade por ações, teve por objetivo descartar a falsa homogeneidade das grandes empresas situadas em diferentes contextos institucionais, ou de uma aparente dominação do capital financeiro onde a propriedade dos meios de produção continua sendo tipicamente familiar. A presença e a importância dos bancos, ou de outras instituições assemelhadas, não deve ser tomada como indicador da hegemonia do capital financeiro. Por outro lado, as crescentes escalas de produção impostas pela concorrência intercapitalista podem ser enfrentadas através da concentração da riqueza privada familiar - com eventual recurso ao Estado - sem que se imponha a solução associativa do capitalismo financeiro. Através do exame da evolução norte-americana, pretendeu-se sublinhar a simultaneidade dos processos que engendraram aquelas transformações e a relevância da estrutura legal/institucional que ofereceu suporte à dominação dessa nova forma de riqueza capitalista (mobiliária). Vale dizer que as ilustrações de flexibilidade e de velocidade de movimentos da riqueza privada, destacadas no início desse trabalho (primeiro capítulo), somente se justificam como expressão de um capital financeiro definido nos termos apresentados no segundo capítulo desde que a classe proprietária possa contar com a segurança das estruturas cujo desenvolvimento histórico foi exemplificado pelo histórico norte-americano.

Embora possa parecer um tanto tautológico - e certamente repetitivo - convém destacar que a preservação da soberania do capital requer a garantia de que o trânsito voluntário para a forma financeira não seja acompanhado pela eliminação dos privilégios do capitalista. É bem verdade que alguns autores, como o já citado Adolph Berle Jr., sugerem que essa passagem tenha representado de fato uma revolução "silenciosa", talvez despercebida pelos seus adversários potenciais. A observação do mundo de negócios contemporâneo aliada aos indicadores de concentração da riqueza social, no entanto, não parece permitir que se atribua tal ingenuidade aos beneficiários do capital.

BIBLIOGRAFIA CITADA

Altvater, Elmar. *O capitalismo se organiza: o debate marxista desde a guerra mundial até a crise de 1929* in Storia del Marxismo organizado por Eric J. Hobsbawm, 1978-1982; tradução brasileira Historia do marxismo Rio de Janeiro, Editôra Paz e Terra, 1980-1987; Vol.VIII, Elmar Altvater et al. O marxismo na época da Terceira Internacional: o novo capitalismo, o imperialismo, o terceiro mundo 1987, pags.11-77

Andreff, Wladimir e Pastré, Olivier. *La genesis de los bancos multinacionales y la expansión del capital financiero internacional* in Estévez e Lichtensztejn, Nueva Fase del Capital Financiero, Mexico, Editorial Nueva Imagen SA, 1981, pags.49-101

Archibald, G.C. *The Theory of the Firm* in The New Palgrave, A Dictionary of Economics, editado por John Eatwell, Murray Milgate e Peter Newman. London, The MacMillan Press Limited, 1987, pags.357-362

Baran e Sweezy, Paul A. e Paul M. Monopoly Capital 1966; tradução brasileira Capitalismo Monopolista, Rio de Janeiro, Zahar Editores, 1974

Barlow, R.; Brazer, H.E.; e Morgan, J.N. Economic Behavior of the Affluent Washington, D.C., The Brookings Institution, Studies of Government Finance, 1966

Baumol, W.J. Business Behavior, Value and Growth Nova York, Macmillan, 1959

Berle, Adolf A. *Protection of non-voting stock* in Harvard Business Review, 4:257-265, Abril, 1926

Berle, Adolf A. *Management power and stockholder's property* in Harvard Business Review, 5:424-432, Julho, 1927

Berle e Means, Adolf A. e Gardiner C. The Modern Corporation and Private Property 1932, 1968; tradução brasileira da Edição Revista de 1968 A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada Col. "Os Economistas" Segunda Edição, São Paulo, Nova Cultural, 1987

Berle e Pederson, Adolf A. e Victoria Liquid Claims and National Wealth, New York, The Macmillan Company, 1934

Berle, Adolf A. The American Economic Republic, New York, Harcourt, Brace & World, Inc., 1963

Boccarda, Paul (org.) Le capitalisme monopoliste d'État Paris, Éd.Sociales, 1976(1969)

Bukharin, Nikolai I. L'Économie Mondiale et l'Impérialisme 1917; tradução brasileira A Economia Mundial e o Imperialismo Col. "Os Economistas" São Paulo, Nova Cultural, 1986

Burnham, J. The Managerial Revolution: what is happening in the world Nova York, John Day, 1941

Business Week International, Nova York, McGraw-Hill, Inc. Periódico semanal publicado desde 1929. Diversos números de 1987 a 1993.

Chandler Jr., Alfred D. Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise Cambridge, Mass., MIT Press, 1962

Chandler Jr., Alfred D. The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1977

Chandler Jr., Alfred D. *Rise and Evolution of Big Business* in Glenn Porter (editor), The Encyclopedia of American Economic History, Nova York, Scribner's, 1980, vol.II, pags.619-638

Chandler Jr., Alfred D. *Government Versus Business: An American Phenomenon* in McCraw, Thomas K. The Essential Alfred Chandler. Boston, Harvard Business School Press, 1988, pags.

Chandler Jr., Alfred D. Scale and Scope Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1990

Chesnais, F. *Capital Financier et Groupes Financiers: recherches sur l'origine des concepts et leur utilisation actuelle en France*
in Internationalisation des Banques et des Groupes Financiers Séminaire CEREM - Nanterre, Novembre, 1979. Paris, Edition du C.N.R.S., 1981

Coase, Richard H. *The nature of the firm* Economica, NS 4, 1937, pags.386-405, reimpresso em Coase, Richard H. The Firm, the Market and the Law Chicago, The University of Chicago Press, 1988, pags.33 a 55

Cochran, Thomas C. American Business in the Twentieth Century Cambridge, Mass., Harvard University Press, 1972

Crotty, James R. *Owner-manager conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky* in Journal of Post Keynesian Economics, Summer 1990, Vol.12, Nr.4, pags.519-542

DuBoff, Richard B. Accumulation & Power, An Economic History of the United States. Armonk, NY, M.E. Sharp, Inc., 1989

Foley, Duncan. *Crédito e Capital Fictício* in A Dictionary of Marxist Thought editado por Tom Bottomore, 1983; tradução brasileira Dicionário do Pensamento Marxista Rio de Janeiro, Jorge Zahar Editor Ltda., 1988, pags.81-82

Galbraith, John K. The Great Crash 1929 Harmondsworth, Inglaterra, Penguin Books Ltd, 1966 (1954)

Galbraith, John K. The New Industrial State 1967, Terceira Edição Revista, 1978; tradução brasileira da Terceira Edição Revista O Novo Estado Industrial, Col. "Os Economistas", São Paulo, Abril Cultural, 1982

Gallman, Robert E. *Trends in the Size Distribution of Wealth in the Nineteenth Century: Some Speculations* in Six Papers on the Size Distribution of Wealth an Income Soltow, Lee (editor) NBER, Nova York, Columbia University Press, 1969, pags.1-30

Goldsmith, Raymond W. Financial Intermediaries in the American Economy Since 1900. Princeton, Princeton University Press, 1958

Hacker, Louis M. Major Documents in American Economic History Princeton,NJ, D.Van Nostrand Company, Inc., 1961

Harbrecht, Paul P. Toward the paraproprietal society: an essay on the nature of property in twentieth century America Nova York, Twentieth Century Fund, 1960

Hilferding, R. Das Finanzkapital: Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus, 1910; tradução inglesa Finance Capital: A study of the latest phase of capitalist development, London, Routledge & Kegan Paul Ltd, 1981

Hobsbawm, Eric J. The Age of Capital 1848-1875 1975; tradução brasileira A Era do Capital 1848-1875 Rio de Janeiro, Editora Paz e Terra, 1977

Hobson, John A. The Evolution of Modern Capitalism 1894; tradução brasileira A Evolução do Capitalismo Moderno, Col. "Os Economistas" São Paulo, Abril Cultural, 1983

Hurst, J.W. The Legitimacy of the Business Corporation in the Law of the United States 1780-1970, Charlottesville, The University Press of Virginia, 1970

Hussein, Athar. *Hilferding's Finance Capital* in Bulletin of the Conference of Socialist Economists London, March/1976, Vol.V 1(13)
pags.1-18

Keynes, J.M. The General Theory of Employment, Interest and Money 1936; tradução brasileira A Teoria Geral do Emprego, do Juro e do Dinheiro Col. "Os Economistas", São Paulo, Abril Cultural, 1983

Kierkendall, R W *A A Berle Jr. student of the corporation, 1917-1932* in Business History Review, 35:43-58, no.1, 1961

Kolko, Gabriel. The Triumph of Conservatism 1900-1916: a reinterpretation of American History Nova York, Free Press, 1963

Kotz, David M. Bank Control of Large Corporations in the United States Berkeley e Los Angeles, University of California Press, 1978

Lamoreaux, Naomi R. The Great Merger Movement in American Business, 1895-1904 Cambridge, Mass., Cambridge University Press, 1988 (1985)

Lampman, Robert J. The Share of Top Wealth-Holders in National Wealth: 1922-56 Princeton, NJ, Princeton University Press, 1962

Lerner, Robert J. Management Control and the Large Corporation Nova York, Dunellen, 1970

Leftwich, Richard H. The Price System and Resource Allocation 1955,1960; tradução brasileira O Sistema de Preços e a Alocação de Recursos, São Paulo, Livraria Pioneira Editora, Edição Revista, 1972

Lenin, Vladimir I. Imperialism, The Highest Stage of Capitalism: a popular outline, 1916; Nova York, International Publishers, 1985

Lerner, Max (org.) The Portable Veblen Nova York, Penguin Books, 1977(1948)

Lewis, B W *Berle and Means on the modern corporation* in Journal of Political Economy, 43:548-554, Aug 1935

Lindert e Williamson, Peter H. e Jeffrey G. Three Centuries of American Inequality Institute for Research on Poverty. Discussion papers, University of Wisconsin-Madison, March 1976

MacCurdy, Charles W. *American Law and the Marketing Structure of the Large Corporation, 1875-1890* in Journal of Economic History, Setembro, 1978, No.38, pags.631-649

Mandel, Ernest Der Spaetkapitalismus: Versuch einer marxistischen Erklærung 1972; tradução brasileira O Capitalismo Tardio Col."Os Economistas" São Paulo, Abril Cultural, 1982

Marris, R.L. The Economic Theory of "Managerial" Capitalism Londres, Macmillan, 1964

Marx, Karl Das Kapital - Kritik der politischen Ökonomie. Erster Band, 1867; tradução brasileira O Capital, Livro I, Col."Os Economistas" São Paulo, Ed. Nova Cultural, Segunda edição, 1985(1982), vols.I e II

Marx, Karl Das Kapital - Kritik der politischen Ökonomie. Zweiter Band, 1885; tradução brasileira O Capital, Livro II, Col."Os Economistas" São Paulo, Ed. Nova Cultural, Segunda edição, 1985(1984), vol.III

Marx, Karl Das Kapital - Kritik der politischen Ökonomie. Dritter Band, 1894; tradução brasileira O Capital Livro III, Col."Os Economistas" São Paulo, Ed. Nova Cultural, Segunda edição, 1986(1984), vols.IV e V

Marx, Karl Theorien über den Mehrwert 1905-1910; tradução italiana do original revisado pelo Instituto para o Marxismo-Leninismo de Berlim (Marx-Engels Werke Bd.26.3, Berlim, Dietz Verlag, 1968) Teorie sul Plusvalore III in *Opere Complete di Marx ed Engels* vol. XXXVI, Roma, Editori Riunitti, 1979

Mason, Edward S. *Corporation* in Sills, David L. (editor) International Encyclopedia of the Social Sciences, Nova York, The Macmillan Company & The Free Press, 1968, pags.396-403

McCraw, Thomas K. *The Public and Private Spheres in Historical Perspective* in Brooks, Harvey; Liebman, Lance e Schelling, Corinne (editores) Public-Private Partnership Published for the American Academy of Arts and Sciences. Cambridge,Mass., Ballinger Publishing Company, 1984, pags.31-60

Mills, C. Wright The Power Elite 1956; tradução brasileira A Elite do Poder Rio de Janeiro, Zahar Editores, Quarta Edição 1981(1962)

Navin e Sears, Thomas R. e Marian V. *The Rise of a Market for Industrial Securities, 1887-1902* in The Business History Review, 29, Junho 1955, pags.105-138,

Norton, Mary Beth *et al.* A People & A Nation, A History of the United States. Boston, Houghton Mifflin Company, Terceira Edição Revisada, dois volumes, 1990 (1982)

Penrose, Edith T. The Theory of the Growth of the Firm Oxford, Basil Blackwell Publisher Ltd., Segunda Edição, 1980 (1959)

Perlo,V. The Empire of High Finance Nova Iorque, International, 1957

Prado Jr. Caio O Estruturalismo de Levi-Strauss, O Marxismo de Louis Althusser São Paulo, Editora Brasiliense, 1971

Ross, S. *The economic theory of agency: the principal's problem* in American Economic Review 1973, vol.63, nr.2, pags.134-139

Scherer,F.M. *Corporate Ownership and Control* in Meyer e Gustafson, John R. e James M. (editores) The U.S. Business Corporation Cambridge, Mass., Ballinger Publishing Company, 1988, pags.43-66

Scheiber, Harry N. Scheiber, Harry N. *Federalism and the American Economic Order, 1789-1910* in Law & Society Review, vol.10. number 1, Fall 1975

Scheiber, Harry N. *Law and Political Institutions* in Glenn Porter (editor), The Encyclopedia of American Economic History, Nova York, Scribner's, 1980, vol.II, pags.487-508

Schumpeter, Joseph A. Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung 1911, 1926; tradução brasileira A Teoria do Desenvolvimento Econômico, Col."Os Economistas" São Paulo, Abril Cultural, 1982

Schumpeter, Joseph A. Business Cycles A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process. Philadelphia, Porcupine Press, 1982 (1939)

Schumpeter, Joseph A. Capitalism, Socialism and Democracy 1942; tradução brasileira Capitalismo, Socialismo e Democracia, Rio de Janeiro, Zahar Editores S.A., 1984

Schumpeter, Joseph A. *The Creative Response in Economic History* in Journal of Economic History, Nov.1947, pags.149-159, reimpresso em Essays on Entrepreneurs, Innovations, Business Cycles, and the Evolution of Capitalism, editado por Richard V. Clemence, New Brunswick, EUA, Transaction Publishers, Segunda Impressão 1991 (1951) pags.221-231

Schumpeter, Joseph A. *Economic Theory and Entrepreneurial History* in Change and the Entrepreneur, 1949, pags.63-84 reimpresso em Essays on Entrepreneurs, Innovations, Business Cycles, and the Evolution of Capitalism, editado por Richard V. Clemence, New Brunswick, EUA, Transaction Publishers, Segunda Impressão 1991 (1951) pags.253-271

Schwarz, Jordan A. Liberal: Adolf Berle and the vision of an American era Nova York, Free Press; London, Collier Macmillan, c1987

Shaikh, Anwar. *Centralização e concentração do capital* in A Dictionary of Marxist Thought editado por Tom Bottomore, 1983; tradução brasileira Dicionário do Pensamento Marxista Rio de Janeiro, Jorge Zahar Editor Ltda., 1988, pags.57-58

Sklar, Martin J. The Corporate Reconstruction of American Capitalism, 1890-1916 Cambridge, Mass., Cambridge University Press, 1988

Smith and Franklin, James D., Stephen D. *New Dimensions of Economic Inequality: The Concentration of Personal Wealth, 1922-1969* in American Economic Review vol.64, nº 2, May 1974, pags.162-167

Sobel, Robert. *Exchanges* in Glenn Porter (ed.), The Encyclopedia of American Economic History, Nova York, Scribner's, 1980, vol.II, pags.696-706

Soltow, Lee Men and Wealth in the United States, 1850-1870 New Haven, Yale University Press, 1975

Sweezy, Paul M. *The illusion of the "managerial revolution"* in Science & Society, 6:1-23, no.1, 1942A

Sweezy, Paul M. The Theory of Capitalist Development 1942B; edição inglesa, Londres, Dennis Dobson Limited, Reimpressão de 1949 (1946)

Tavares e Belluzzo, Maria da Conceição e Luiz Gonzaga *Capital financeiro y empresa multinacional* in Estévez e Lichtensztejn, Nueva Fase del Capital Financiero, Mexico, Editorial Nueva Imagen SA, 1981
pags.35-47

Tobin, J. e Brainard, W. *Assets Markets and the Cost of Capital* in Balassa, B. e Nelson, R. (org.) Economic Progress, Private Values, and Public Policy: Essays in honor of William Fellner Amsterdam, North Holland Publishing Company, 1977, pags.235-262

Tobin, J. e Brainard, W. *On Crotty's critique of q-theory* in Journal of Post Keynesian Economics, Summer 1990, Vol.12, Nr.4, pags.543-549

Tomlinson, J. *Finance Capital* in The New Palgrave, A Dictionary of Economics, editado por John Eatwell, Murray Milgate e Peter Newman. London, The MacMillan Press Limited, 1987, pags.337-339

Veblen, Thorstein The Theory of the Business Enterprise 1904, tradução brasileira Teoria da Empresa Industrial, Porto Alegre, Editora Globo SA, 1966

Veblen, Thorstein Absentee Ownership and Business Enterprise in Recent Times: The Case of America: The Captain of Industry, 1923 in Lerner, Max (org.) The Portable Veblen Nova York, Penguin Books, 1977(1948), pags.382-383

Walras, León Abrégé des Éléments d'Économie Politique Pure 1926; tradução brasileira Compêndio dos Elementos de Economia Política Pura Col. "Os Economistas" São Paulo, Abril Cultural, 1983

Williamson, Oliver E. The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm Englewood Cliffs, NJ, Prentice-Hall, 1964

Williamson, Oliver E. The Economic Institutions of Capitalism Nova York, The Free Press, 1985

Worterbuch der Philosophischen Begriffe Segunda Edição, Hamburg, Verlag von Felix Meiner, 1955

Zeitlin, Maurice *Corporate Ownership and Control: The Large Corporation and the Capitalist Class* in American Journal of Sociology, Vol. 79, Nr.5 , 1974, pags.1073-1119