

A institucionalidade financeira

NELSON PRADO ALVES PINTO*

1. Introdução

Embora seja difícil acompanhar a intensa produção acadêmica sobre um tema como o “capital financeiro”¹ é possível afirmar que, em termos gerais, essa literatura tem apresentado pouca preocupação com uma análise mais sistemática do processo histórico, de longo prazo, que configurou aquilo que é com frequência referido como a “financeirização capitalista”.² Por razões possivelmente defensáveis – o recente agravamento da situação econômica dos países centrais e a crescente interdependência das diversas realidades nacionais –, esse tema tem estado excessivamente associado ao período que se inicia na década de 1960 e, mais particularmente, a seus desdobramentos internacionais. Vale dizer que a maior parte desses estudos tem recorrido a uma periodização que reflete muito mais as crises financeiras e seus impactos em âmbito internacional (a falência dos Acordos de Bretton Woods, o surgimento do euromercado, a desregulamentação do setor financeiro, a fragilização do setor bancário etc.) do que o movimento de financeirização propriamente dito. Conquanto obviamente interligados, esses dois processos não se confundem e sua superposição analítica pode criar dificuldades importantes para a compreensão da dinâmica capitalista atual.

Assim é que o presente artigo pretende reconstituir – de forma esquemática, evidentemente – o processo histórico-institucional de financeirização capitalista,

* Professor de Economia da Unicamp.

1 As aspas estão sendo utilizadas para prevenir o leitor sobre a imprecisão de um termo, de uso corrente, que será mais bem definido logo adiante.

2 Ver a nota 1.

com o objetivo de trazer ao debate uma interpretação cujo horizonte temporal não se limite aos contratempos da finança nacional/internacional do período recente (1960-2008), mas que se estenda e vá buscar suas raízes nas contribuições teóricas do final do século XIX e início do XX. Refiro-me, em especial, aos trabalhos de Marx e Hilferding – e, secundariamente, a Hobson, Veblen, Berle e Means³ – e, portanto, a um universo conceitual bastante anterior aos *hedge funds* ou à multiplicação dos *swaps* cambiais que tanto preocupam os analistas contemporâneos.

Por essa razão, sem originalidade e de forma bastante abreviada – já que essa questão foi tratada em detalhe em trabalho anterior⁴ – recorro à caracterização proposta por Hilferding quando esse autor afirma que:

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.⁵

Dessa definição ressalto a *forma dinheiro* e o *produtor de juros* uma vez que esses dois atributos configuram, a meu modo de ver, o que há de essencial no capital financeiro, ou seja: o seu potencial de valorização – juro, dividendo, elevação do preço do título – associado à sua liquidez – prontamente conversível em dinheiro.

Nesse sentido, proponho que o exame do processo que culmina no que estou chamando de financeirização da riqueza capitalista se apóie na observação 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 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 pelos quais aquele processo to-

3 Karl Marx. *Das Kapital – Kritik der politischen Ökonomie* 1867, 1885 e 1894; R. Hilferding. *Das Finanzkapital: Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus*, 1910; John A. Hobson. *The Evolution of Modern Capitalism*, 1894; Veblen Thorstein. *The Theory of the Business Enterprise*, 1904; Adolf A. Berle e C. Gardiner Means. *The Modern Corporation and Private Property*, 1932.

4 Ver Nelson P. A. Pinto. O Capitalismo Financeiro. *Crítica Marxista*, São Paulo: Xamã, v.5, 1997, p.9-26; e Nelson P. A. Pinto. Finance Capital Revisited, *Marxian Economics*, v. I. England: Macmillan/St. Martin's Press, 1998, p.216-32.

5 R. Hilferding. *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, 1981, p.225.

mou corpo. Ao se debruçar sobre aquela realidade, Hilferding acabou por contribuir para que seus intérpretes menos cautelosos incorporassem aquelas características a um conceito cujo grau de abstração não permite tal associação.

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

Nos Estados Unidos, a sociedade por ações de propriedade privada – na sua versão contemporânea – assumiu o caráter de instituição dominante no bojo do mesmo processo que, ao longo do século XIX, conduziu aquele país à posição de liderança mundial. Já no período de 1896-1900 os Estados Unidos eram responsáveis por cerca de 30% da produção industrial mundial ultrapassando a Grã-Bretanha que, com 20% do total, passava a ocupar um distante segundo lugar.⁶ Pode-se dizer que a internacionalização da produção capitalista foi conduzida ou, pelo menos, fortemente influenciada por aquele modelo institucional. Sua constituição e subseqüente expansão produziram efeitos que ultrapassaram largamente os limites geográficos do seu país de origem.

Embora não se devam minimizar as diversidades sociopolíticas 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 desse período, 1840-1970, uma compreensão abrangente dos elementos essenciais a essa abstração teórica. Nesse 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 Estados Unidos surgiu e se consolidou 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 recombináveis 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 1970.⁷

Com o objetivo de caracterizar esse 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

6 W. W. Rostow. *The World Economy: History and Prospect*. Austin: Tex, 1978, p.52-3, citado em Chandler Jr. & Alfred D. *Scale and Scope*. Cambridge: Harvard University Press, 1990, p.4.

7 A esse respeito ver Chandler, 1990, p.624.

às causas e à forma pela qual as companhias por ações assumiram um papel de destaque nos Estados Unidos dos séculos XIX e XX. O segundo trata das relações de propriedade que viabilizaram esse 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 essa transição, para o que aqui se definiu como um novo estágio do capitalismo norte-americano.

O desenvolvimento inicial: 1840-1904

2.1 A sociedade por ações

O movimento de organização dos recursos produtivos sob a forma de sociedade por ações tomou vulto nos Estados Unidos 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,⁸ de atividades cuja supervisão e coordenação requeriam estruturas funcionais complexas e geograficamente dispersas. Além disso, a centralização de riqueza necessária ao desenvolvimento desses empreendimentos estava acima das disponibilidades ou, pelo menos, do risco aceitável por capitalistas individuais. Ainda segundo Chandler, esse desdobramento *levou ao crescimento dos primeiros mercados de capitais modernos nos Estados Unidos*.⁹

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 Estados Unidos,¹⁰ abriu perspectivas de acumulação cuja consecução era incompatível com os mecanismos institucionais então existentes. Com isso 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 em particular nos empreendimentos mercantis que marcaram a expansão comercial européia, o recurso à associação de numerosos homens de negócios vinha sendo uma prática bastante difundida. Nesses casos, em nome do interesse nacional, a licença de incorporação vinha associada à concessão de uma série de privilégios (direito de desapropriação,

8 Alfred D. Chandler Jr. *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.

9 Alfred D. Chandler Jr. "Rise and Evolution of Big Business". Glenn Porter (Ed.) *The Encyclopedia of American Economic History*. New York: Scribner's, 1980, v.II, p.620; *Scale and Scope*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1990, p.57-8.

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

isenções tributárias etc.) e do monopólio sobre certas atividades de transporte, comércio ou mesmo da produção de bens. Esse 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 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 marcos decisivos no contexto jurídico daquele país.¹¹ No caso norte-americano o processo de generalização das sociedades por ações foi legalmente menos abrupto – como se verá 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 desse tipo de entidade.¹²

Nesse 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 período,¹³ 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 sobretudo – 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 Estados Unidos 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 uma vez

11 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.

12 Adolf A. Berle e C. Gardiner Means. *The Modern Corporation and Private Property 1932, 1968*; trad. bras. da ed. revista de 1968 *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. São Paulo: Nova Cultural, 2.ed., 1987, p.14 (Col. Os Economistas).

13 Chandler, 1980, p.619.

que o controle da riqueza permaneceu em mãos capitalistas. O mercado de ações proporcionou o mecanismo pelo qual o capitalista/acionista (não-gerente, ou até mesmo também gerente) manteve o controle sobre sua aplicação. Selecionar e compor sua carteira de títulos passou a expressar o poder exercido pelo proprietário, no contexto dessa nova fase histórica.

Tais instituições são encontradas nos Estados Unidos já em meados do século XVIII¹⁴ e em 17 de maio de 1792, 28 corretores organizavam em Nova York (no Tontine Coffee House da Wall Street) o que viria a ser um das primeiras bolsas 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 sendo 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, pânico etc. – acabaram por monopolizar a atenção dos observadores menos cuidadosos, relegando a um segundo plano 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 Estados Unidos tenha exigido concentrações de recursos só viáveis sob a forma de sociedades por ações, foram-se desenvolvendo concomitantemente as instituições negociadoras desses títulos.

O progresso dos transportes e das comunicações foi também responsável pelo desenvolvimento de um mercado mobiliário nacional, e pela gradual centralização dessas atividades nas instituições da Costa Leste, que acabaram por impor sua supremacia econômica. A preeminência de Wall Street (também em relação às praças de Boston e da Filadélfia) acentuou-se com o extraordinário estímulo provocado pela expansão ferroviária norte-americana.

Nessa 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 fim 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.

14 Os parágrafos que seguem foram baseados num resumo desse processo histórico apresentado por Sobel & Robert. *Exchanges*. In: Glenn Porter (Ed.) *The Encyclopedia of American Economic History*. New York: Scribner's, 1980, v.II, p.696ss.

Na verdade,¹⁵ a revolução nos transportes e nas comunicações provocada pela ferrovia e pelo telégrafo abriu 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, por lojas de departamentos, companhias de vendas através do correio e grandes cadeias de lojas.

O progresso técnico que caracterizou esse 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 renda *per capita* de US\$ 764 resultou numa ampliação das escalas de produção sem precedentes na história do capitalismo.¹⁶ 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.

Essa 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 por “guerras” entre empresas rivais, ondas de falências e de desemprego, corridas aos bancos e pânicos financeiros que acabaram por provocar uma queda no nível geral de preços de quase 30% ao final desse período (1873-1896).¹⁷ Mercados ou setores produtivos de estrutura indefinida – não oligopolizados – eram freqüentemente 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 – exigia retornos estáveis por longos períodos.

As especificidades dos diversos ramos produtivos acabaram por determinar soluções distintas para esse obstáculo. Assim, em alguns casos, a integração vertical foi o caminho mais bem-sucedido, fazendo 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. Essa segunda alternativa foi a responsável por profunda controvérsia política e social cujos desdobramentos tiveram uma influên-

15 Essa síntese acompanha a descrição de Chandler, 1990, , op. cit., especialmente no capítulo 3, “The Foundations of Managerial Capitalism in American Industry”, p.51ss.

16 Nessa mesma data a renda *per capita* da 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). Ibidem, p.52.

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

cia marcante na estrutura empresarial que dominou a economia norte-americana daí em diante. Entre os principais eventos comumente destacados nesse período de transformações institucionais estão a Lei de Comércio Interestadual de 1877 (disciplinando, de início, 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 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 dessa atividade dificultavam sua aceitação generalizada. Nesse sentido, segundo Navin e Sears:¹⁸

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 institucionalização do mercado para esses 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 de apresentar perspectivas sólidas antes de serem reconhecidos como uma forma desejável de riqueza. Por outro lado, só 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

18 Thomas R. Navin e V. Marian Sears. The Rise of a Market for Industrial Securities, 1887-1902, *The Business History Review*, 29:105-38, junho 1955, p.106.

trustes/cartéis¹⁹ ou das fusões estimulava os investidores uma vez que acenavam com o controle de mercados antes fragmentados, viabilizando assim a reunião dos recursos necessários a essas mesmas operações. Para o pequeno ou o 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.

Ainda segundo Navin e Sears²⁰ 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 fim da década de 1880, quando esses títulos eram pouco conhecidos e bastante ilíquidos. A formação dos trustes (o pioneiro, *Standard Oil Trust*, de 1882) e a comercialização dos certificados emitidos por essas novas entidades (*trust certificates*) corresponderam à segunda etapa, 1890-1893, quando a negociação e a cotação desses papéis passaram 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 participações nas gigantescas entidades que foram geradas nesse 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, entre os quais J. P. Morgan & Company irá 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 irá gradualmente se tornando dominante no processo de acumulação de capital. Em termos agregados, essa evolução pode ser observada a partir do que Goldsmith denominou de “cociente de intermediação financeira” (25,0% em 1800 para 100,3% em 1922),²¹ ou seja, da proporção entre os haveres não tangíveis (aqui chamados de financeiros) e os tangíveis²² (bens e/

19 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.

20 Cf. Navin e Sears, p.136ss.

21 Raymond Goldsmith. *Finacial Intermediaries in the American Economy Since 1900*. Princeton: Princeton University Press, 1958, p.57-8, 318-9, 321, 331-3.

22 O termo bens tangíveis abarca aqui tanto alguns dos produtos e serviços capazes de atender às 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.

ou recursos produtivos). 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 desse benefício. Deve-se ressaltar que essa intermediação nem sempre corresponde à interferência direta de uma terceira entidade (em geral 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 sua pronta reconversão em moeda.

Ressalte-se que o crescimento desse índice (25 para 100,3) reflete não apenas o processo de financeirização que acompanhou o surgimento da grande empresa na economia norte-americana como também seu notável crescimento ao longo desse período. Convém lembrar que o total de haveres tangíveis em 1912 era mais de onze vezes superior ao que existia em 1860 (US\$ 326,0 bilhões em oposição à US\$ 2,4 bilhões).²³

1.2 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 dessa sociedade. Ou seja, o desenvolvimento econômico ensejado pela ampliação das economias de escala associado à crescente mobilidade da riqueza não significou a dispersão – relativa – de seus benefícios. Muito pelo contrário, todas as evidências disponíveis, ainda que 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 espoliação dos antigos proprietários como, às vezes, o próprio Marx parece sugerir. 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”.²⁴

²³ Ibidem.

²⁴ Navin e Sears, p.127.

Nesse 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 títulos.²⁵ 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). Esse período abrangido pelos anos que vão da Guerra Civil até o fim 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.

Tudo indica que essa pirâmide socioeconômica manteve-se bastante rígida ao longo desse período (1850-1900) resultando numa concentração de riqueza que conferia ao 1% mais rico o controle sobre uma fração da riqueza nacional que oscilou entre 21 e 31%.²⁶ Vale dizer que a despeito 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.

Embora os dados sejam limitados e precários, é possível estimar, a partir dos 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.

Ou seja, o surgimento da grande empresa e a crescente financeirização dos haveres privados operou-se, ao longo desse período, sob a égide de uma estrutura socioeconômica 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

25 Tanto Hobson (ver principalmente o capítulo X – “O Financista” – p.175 a 200) quanto Hilferding (principalmente o capítulo 8 – “The Stock Exchange”) parecem exageradamente preocupados com esse fenômeno sem indicar seu caráter transitório. Essa crítica, aliás, carrega 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 que seu desenvolvimento não está obrigatoriamente vinculado à fraude ou ao estelionato.

26 Soltow, Lee. *Men and Wealth in the United States, 1850-1870*, apud por Lindert e Williamson; Peter H.; Jeffrey G. *Three Centuries of American Inequality*. Institute for Research on Poverty. Discussion papers, University of Wisconsin-Madison, March, 1976, p.19; 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.6ss.

imigrantes), 1880 (5,3 milhões), 1890 (3,7 milhões) e 1900 (8,8 milhões) não encontra muito respaldo nos fatos históricos. Com isso, evidentemente, não se pretende negar a elevação do padrão de vida absoluto da população norte-americana, embora as razões para esse 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.

1.3 As instituições legais

A institucionalização da sociedade por ações nos Estados Unidos esteve associada não apenas ao extraordinário crescimento daquele país durante o século XIX, mas também ao próprio processo de consolidação dessa região socioeconômica num poderoso Estado nacional. Do seu rompimento com a metrópole britânica (1776) à Guerra de Secessão em 1861-1865, e mais ainda nas quatro décadas que se sucederam até a Primeira Guerra Mundial, os Estados Unidos atravessaram um período de acelerada transformação jurídico-institucional cuja singularidade teve profundas conseqüências 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 distinguissem 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*). Esse espaço, entretanto, não se definiu apenas pelo tamanho de sua população ou pelo volume e diversidade de 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 trouxe importantes conseqüências sociais e políticas para uma população esparsa e de tradição fundamentalmente rural.

Tanto os poderes Executivo e Legislativo como o Judiciário das diversas unidades federadas eram com freqüência pressionados a impor uma regulamentação discriminatória que defendesse os empresários de seus estados. 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. Nesse sentido, a livre circulação de mercadorias – ou seja, de riqueza – não se distinguia da institucionalização da sociedade por ações. Não apenas porque nessa fase histórica as economias de escala que constituíam 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 desse mecanismo de acumulação.

O gigantismo desses 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 coroa britânica). Nesse 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. Bancos nacionais, ferrovias interestaduais ou unidades siderúrgicas eram atividades fora do alcance individual e apenas 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 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.

Tal controvérsia, no entanto, não impediu que o progresso técnico e a expansão econômica consolidassem uma realidade na qual a grande empresa tornou-se onipresente e insubstituível. As administrações estaduais da segunda metade do século XIX enfrentaram uma situação na qual, ao mesmo tempo 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 Corte,²⁷ em especial ao longo dos anos de 1875 a 1890, foram gradualmente submetendo as questões de comércio interestadual à competência da União. São desse 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

27 Informações extraídas de Charles W. MacCurdy. American Law and the Marketing Structure of the Large Corporation, 1875-1890. *Journal of Economic History*, Sept., 1978, n.38, p.631-49.

decisões favoráveis em suas representações contra impostos e regulamentos de inspeção que protegiam os pequenos processadores de alimentos locais (*Minnesota vs. Barber*, 1890 e *Brimmer vs. Rebman*, 1891).

Nos 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 Scheiber²⁸ esse processo refletiu a pressão das sociedades por ações que, através dos tribunais, tentavam desobstruir 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, esse obstáculo era atenuado por uma realidade em que os diversos estados se abstinham de impor limitações prejudiciais à constituição das sociedades por ações, numa tentativa de estimularem sua reprodução. Na verdade, o sucesso dessas empresas era importante não apenas para o nível de atividades das economias locais e regionais como para o próprio volume das respectivas receitas fiscais. Tal vínculo acabou por desencadear uma autêntica competição entre as diversas unidades federadas na tentativa de sediar o maior número possível de grandes companhias desse tipo. O principal instrumento nessa concorrência foi a aprovação de dispositivos crescentemente liberalizantes para a constituição de tais entidades. Datam desse 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 a qualquer grupo de homens de negócios que preenchesse alguns requisitos genéricos pre-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 1846.²⁹

No curso desse processo, as cláusulas que disciplinavam a relação entre os indivíduos/entidades que interagiam na sociedade por ações (credores, administrado-

28 Harry N. Scheiber. *Federalism and the American Economic Order, 1789-1910*. *Law and Society Review*. Fall, 1975, n.10.

29 J. W. Hurst. *The Legitimacy of the Business Corporation in the Law of the United States 1780-1970*. Charlottesville: The University Press of Virginia, 1970, p.120.

res, fornecedores, acionistas, trabalhadores etc.) foram gradualmente transferidas para o âmbito do direito contratual. Desaparecia assim o caráter de excepcionalidade que em geral 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, em sua ânsia de ampliar o número de companhias incorporadas em seu território, introduziram expedientes para facilitar essa mobilidade, ao permitir que companhias estabelecidas sob sua jurisdição possuíssem cotas/ações de empresas sediadas em outras unidades da federação. Esse foi o caso, por exemplo, de Nova Jersey em 1888, cujo exemplo foi logo seguido por Delaware.

Essa possibilidade de centralizar a coordenação das atividades produtivas em que antes apenas existia um mercado unificado trouxe profundas conseqüências para a escala e para a amplitude das atividades empresariais. Nesse sentido, os mesmos legislativos estaduais que autorizaram a extensão dessas operações foram incapazes de regulamentar seus efeitos eventualmente nocivos ao desenvolvimento socioeconômico de seus representados/eleitores. Ou seja, o monstro tentacular³⁰ que o crescimento econômico e a legislação favorável haviam gerado passou a ameaçar 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).

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 Washington.³¹ Nesse 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 seu funcionamento.³²

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

30 A grande empresa, o truste, o cartel etc. eram freqüentemente representados como um gigantesco polvo que destruía seus concorrentes e corrompia o governo.

31 Chandler, 1988, p.426.

32 Nas palavras de McCraw: O que estes números tem que 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, p.42.

mente, aos agricultores. Tarifas monopolistas, descontos discriminatórios e taxas de armazenagem abusivas constituíam algumas das freqüentes queixas contra o poder dessas companhias gigantescas. Em 1877, a Suprema Corte (*Munn vs. Illinois*) reconheceu aos 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 sua regulamentação exigiu uma manifestação do Congresso federal mediante o Interstate Commerce Act e a criação da Interstate Commerce Commission (ICC) em 1887.³³ 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 que se admitia que a amplitude desses 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 companhias privadas passaram a ser incluídas entre 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. Essa curiosa interpretação de um instrumento jurídico que visava fundamentalmente à proteção das minorias raciais após o término da Guerra Civil foi oficialmente consagrada através de uma decisão da Suprema Corte (*Santa Clara County vs. Southern Pacific Railroad Co.*) de 1886. Nessa sentença, a sociedade por ações foi definitivamente entronizada como uma *pessoa*.³⁴

Dessa 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 sob a forma de uma instituição que independia dos beneficiários desse 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 – esse conceito exprimia a posse de bens produtivos ou de desfrute pessoal, agora era necessário garantir os benefícios derivados de um título sobre rendimentos futuros.

33 Mary Beth Norton et al. *A People & A Nation, A History of the United States*. Boston: Houghton Mifflin Company, 3.ed. 1990, v.II, p.584.

34 Hurst, p.65; Harry N. Scheiber. Law and Political Institutions. In: Glenn Porter (Ed.). *The Encyclopedia of American Economic History*. New York: Scribner's, 1980, v.II, p.501.

Ao analisar esse 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... têm 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.³⁵

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.

3 A evolução subsequente: 1904-1970

3.1 A sociedade por ações

Na historiografia corrente, as duas primeiras décadas do século XX nos Estados Unidos são em geral conhecidas como a **era progressista** (*the progressive era*),³⁶ pois nesse 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 imposto progressivo sobre a renda (1913) e de 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 esses anos poderiam ser também, ou talvez até mais bem caracterizados, como os do “triunfo do conservadorismo”.³⁷ Mas essa quadra que vai do início desse século ao término da Primeira Guerra Mundial (1918) pode ser igualmente descrita como de consolidação da dominação da grande empresa privada.

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

35 John R. Commons. *Legal Foundations of Capitalism* (1924) apud por Sklar, Martin J. *The Corporate Reconstruction of American Capitalism, 1890-1916*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988, p.49-50.

36 A título de exemplo entre o grande número de livros-texto que adota essa denominação, pode-se mencionar a já citada obra de Mary Norton, cuja terceira edição é de 1990. Cf. Norton, v.II, cap.21.

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

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. Nesse 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.³⁸

Sob esse último aspecto – o da gerência desse 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 que a crescente dimensão dessas novas entidades dificultava a manutenção do controle familiar, desenvolveram-se as instituições de formação dos executivos profissionais que passaram a caracterizar o capitalismo atual. É dessa 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, Pensilvânia, Michigan e Califórnia, entre outros.

A fase histórica do *capitalismo gerencial* a que Chandler faz alusão³⁹ na análise dos Estados Unidos desse período coincide com o que aqui se denominou *capitalismo financeiro*, embora seja importante lembrar que o fio condutor, no primeiro caso, privilegia a forma de organização dos recursos produtivos ao passo que no segundo destaca o mecanismo de apropriação da riqueza privada. A despeito de sua evidente interdependência e freqüente complementaridade, a seleção dos eventos históricos significativos para seus respectivos desdobramentos pode ser bastante distinta. 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. Vale dizer que já em 1900 cerca de 65% do

38 Chandler, 1980, p.631.

39 Ibidem, p.632.

valor da produção industrial estava sob responsabilidade de empreendimentos organizados sob a forma societária (*corporation*).⁴⁰

A forma jurídico-administrativa que caracterizava a economia norte-americana no primeiro terço do século XX 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 1920-1921) deu continuidade àquele processo de concentração capitalista, tanto pelo crescimento acelerado dos grandes empreendimentos como pela absorção de uma companhia pela outra. Em contrapartida, grande parte da notória efervescência bursátil dos anos 1920 foi alimentada pelos processos de reestruturação financeira que, entre outras conseqüências, fez que mais de 43% das concessionárias de serviços públicos perdesse sua independência entre 1922 e 1928 por meio de fusões e reorganizações empresariais.⁴¹ 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.

Isso equivale a dizer que a depressão dos anos 1930 representou um profundo abalo numa economia genuinamente financeira (na acepção que aqui se atribui a esse 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 seu resgate mediante 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.

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

40 F. M. Scherer. Corporate Ownership and Control. In: Meyer e Gustafson, John R. & James, M. (Eds.). *The U.S. Business Corporation* Cambridge, Mass.: Ballinger Publishing Company, 1988, p.45.

41 *Ibidem*.

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 reestimular 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 1934-37.⁴² Foi apenas 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).⁴³

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. Nesse sentido, mesmo após o engajamento direto dos Estados Unidos preservou-se uma institucionalidade acentuadamente privatista que dificultava uma mobilização econômica rápida e centralizada. O resultado desse processo foi uma redução do número total de empresas 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 1955.⁴⁴ Ao mesmo tempo, 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 a apenas 56 companhias.⁴⁵

A contrapartida desse dispêndio foi o extraordinário crescimento da dívida pública mobiliária que saltou de US\$ 49 bilhões em 1941 para US\$ 259 bilhões em 1945.⁴⁶ Nesse sentido, as transformações operadas na economia norte-americana ao longo dos anos 1930-1940 – com 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 essa mesma relação era de 1:2,7 (US\$ 1.016 bilhões de PIB para US\$ 371 bilhões de dívida⁴⁷). Nessa mesma direção, os gastos governamentais (aquisições de bens

42 DuBoff, p.91.

43 Norton, v.II, p.757-8.

44 Thomas C. Cochran. *American Business in the Twentieth Century*. Cambridge: Mass., Harvard University Press, 1972, p.146.

45 Ibidem, p.145.

46 Norton, v.II, p.797.

47 Ibidem, p.A22 e A23.

e serviços somados às transferências) como percentual do produto interno bruto dos Estados Unidos se elevaram de 7,3% em 1902 para 9,9% em 1929 e 29,3% (média anual) durante o período de 1965-1969.⁴⁸

Essa 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.⁴⁹ Dessa vez, o traço distintivo do movimento de expansão foi a incorporação de atividades diversas sob um mesmo comando (a chamada conglomeração).⁵⁰ Essa estratégia se apoiava na noção de que o desenvolvimento de estruturas administrativas ampliadas se traduziria em significativas vantagens competitivas. 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 antitruste na tendência à diversificação.

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, acabaram por resultar num movimento de desinvestimento⁵¹ pelo qual divisões ou partes de companhias previamente adquiridas eram vendidas para terceiros.⁵²

E a despeito dos freqüentes insucessos empresariais e das eventuais restrições legais, a concentração de recursos produtivos sob o domínio dessas grandes companhias foi crescente até o final da década de 1950 e manteve-se, pelo menos, estável daí em diante. Em 1963, aproximadamente 50% dos haveres de todas as companhias não financeiras norte-americanas eram controlados pelas quinhentas maiores sociedades por ações.⁵³ Nesse mesmo sentido, as cem maiores empresas atuantes nos setores manufatureiro, mineral, comercial, de serviços e de construção controlavam 29,8% dos ativos totais em 1958, 31,8% em 1967 e 29,5% em 1977.⁵⁴

3.2 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 dispo-

48 DuBoff, p.98.

49 Ibidem, p.111.

50 Alfred D. Chandler Jr. *Scale and Scope*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1990, p.622.

51 A despeito de 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.

52 Cf. Chandler, 1990, p.624.

53 Robert J. Lerner. *Management Control and the Large Corporation*. New York: Dunellen, 1970, p.132.

54 DuBoff, p.170.

níveis para os primeiros anos do século XX, sabe-se que, em 1922, 61,5% dos títulos das sociedades por ações pertencia a apenas 1% (mais rico) dos indivíduos adultos dos Estados Unidos. Para efeito de comparação, deve-se ressaltar que esse mesmo conjunto de pessoas possuía 18% das propriedades imobiliárias, 45% das debêntures emitidas pelo governo federal, 88% das debêntures dos governos estaduais/locais e 69,2% das debêntures de emissão diversa (entidades privadas, estrangeiras etc.). Em termos gerais, no que diz respeito à totalidade dos ativos (produtivos e improdutivos) o 0,5% mais ricos possuía 30% dos haveres nacionais naquela mesma data.⁵⁵

Comparando-se esses valores com aqueles apresentados para o século XIX 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 esse mesmo subgrupo (0,5% mais rico) reduziu sua participação para 20,9% da riqueza nacional.⁵⁶ De 1945 até 1969 esse movimento parece ter-se interrompido, estabilizando-se nos níveis atingidos no imediato pós-guerra (em torno de 20%).⁵⁷

No que aqui interessa mais de perto – ou seja, no que diz respeito à propriedade do *capital sob a forma de dinheiro que é posto à disposição da indústria* (fundamentalmente ações, debêntures e títulos de dívida) – o primeiro aspecto que salta aos olhos é a concentração relativa da propriedade das ações e das debêntures.⁵⁸ Apesar de declinante, ainda em 1969, mais da metade (51%) das ações e mais de um terço (36%) das debêntures estavam nas mãos de apenas 1% da população norte-americana. Com um patrimônio que representava cerca de 25% dos ativos nacionais, esse 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 esse montante forem adicionados apólices de seguro, instrumentos de dívida e valores em dinheiro chegar-se-á a uma proporção em torno de 72%. Ou seja, quase três quartos da riqueza desses indivíduos estão afastados dos meios de produção e são dotados de elevado grau de liquidez.⁵⁹

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

56 Ibidem, p.209.

57 James D. Smith e Stephen D. Franklin. *New Dimensions of Economic Inequality: The Concentration of Personal Wealth, 1922-1969*. *American Economic Review*, v.64, n.2 p.162-7, May 1974, p.164.

58 Ibidem, p.166-7.

59 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.).

Lembrando que já em 1958, 74,2% (87,0% em 1978)⁶⁰ das receitas empresariais privadas totais (agricultura, indústria e serviços) eram auferidas por sociedades por ações, é lícito supor que os principais beneficiários dessa 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 desses benefícios – fundamentalmente ações, debêntures e certificados de dívidas.

No que diz respeito à controvertida questão da separação entre a propriedade e o controle dos haveres familiares, num trabalho que selecionou e examinou a conduta das famílias de renda mais elevada no início da década de 1960 (o ano base foi 1961) – *Comportamento econômico dos ricos (Economic Behavior of the Affluent)* patrocinado pela Brookings Institution (na série *Studies of Government Finance*), Barlow, Brazer e Morgan⁶¹ apresentaram um quadro em que os *rentiers* passivos constituíam parcela praticamente negligenciável.⁶² 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.

Sob a ótica macroeconômica o período que vai dos anos 1920 ao fim dos anos 1940, quando se completou a reconversão da economia de guerra, correspondeu à consolidação de uma estrutura de haveres que persiste até os dias de hoje. O cociente de intermediação financeira construído por Goldsmith atingiu a faixa de 120-130% ainda ao longo da década de 1920 (130% em 1929), só se afastando desse patamar durante os anos excepcionais da Segunda Guerra Mundial (173% em 1945 e 129% em 1949).⁶³

3.3 As instituições legais

Do ponto de vista legal, a jurisprudência que se acumulou entre a promulgação da Lei Sherman de 1890 (contra os trustes⁶⁴ e os monopólios) e o final da década de 1920 esteve longe de embaraçar a consolidação das grandes sociedades por

60 Scherer, p.44.

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

62 *Ibidem*, p.18ss.

63 Goldsmith, p.57-8, 318-9, 321, 331-3.

64 O termo *truste* 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.

ações. O caráter tortuoso de muitas das sentenças proferidas pela Suprema Corte refletia menos uma possível ambigüidade de seus juízes do que uma dificuldade objetiva de tentar assegurar um padrão idealizado de “concorrência perfeita” sem bloquear o desenvolvimento dinâmico de uma economia em expansão.

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 XX.⁶⁵ A resposta veio materializada numa nova legislação de enunciado mais específico – o Clayton Act de 1914 – que bania 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 anticoncorrencial das práticas indigitadas. As dificuldades inerentes a esse tipo de comprovação em juízo fizeram que muitos observadores contemporâneos classificassem o Clayton Act como mais um triunfo das correntes favoráveis aos trustes e monopólios.

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

No plano institucional, essa 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 por bolsa de valores e instituições assemelhadas (mercado de balcão etc.). À medida que os papéis lá negociados compreendiam a maior parte da fortuna da classe capitalista, a institucionalidade desse mercado deslocou-se para o centro das preocupações de seus beneficiários, de seus defensores e até mesmo de seus detratores.

Neste sentido, 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 essa institucionalidade,⁶⁶ ou seja, sobre os “direitos” dos acionistas em face dos gerentes assalariados e, sobretudo, 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

65 Cochran, p.55.

66 Ver, a esse respeito, a segunda parte, capítulos I a VII da obra em questão.

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.

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. Nesse 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, 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 daí em diante foi a partilha dos benefícios desse sistema no âmbito restrito da classe proprietária.

Ao abrir mão da posse e/ou da 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 a seu círculo imediato de relações pessoais.

Mas a magnitude e a importância da riqueza mobiliária rapidamente transcenderam os limites da iniciativa privada. Na área bancária, as freqüentes 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 1930 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 à vista) e com o Banking Act de 1935 (que, entre 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 seu desenvolvimento em tempos de euforia econômica já não pareciam ser suficientes para enfrentar o descrédito que sobreveio à depressão da década 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.

Nesse sentido, a crise que a partir de 1929 se sucedeu à euforia especulativa da década de 1920 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 (trinta dias antes) ostentavam fortunas substanciais.⁶⁷ 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 da década de 1930 empobreceram tanto 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 cerca de 31% em termos reais, ao passo que a produção industrial sofria uma redução de 46%.⁶⁸ Esse 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 à 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 sua estatização. Esta última alternativa se apresentava em termos meramente hipotéticos já que a correlação de forças políticas não lhe era favorável.

A questão do financiamento desses empreendimentos fora timidamente abordada já no governo 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

67 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 de seu pico de setembro de 1929. DuBoff, p.89.

68 *Ibidem*, p.91.

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.

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 conforme isso fosse necessário. Nesse 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 a década de 1930, 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 a recuperação econômica que se seguiu à Segunda Guerra Mundial resultou na extinção da Reconstruction Finance Corporation Liquidation Act (RFC) 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, 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 da década de 1930 tenderam a obscurecer as perdas igualmente elevadas desses mesmos agentes.⁶⁹ Embora alguns participantes dessa elite financeira pudessem ter-se beneficiado de ganhos muito acima do razoável, a continuidade ou até a realização destes exigia que se restaurasse um horizonte de valorização coletiva para os detentores dessa forma de riqueza. É sob esse enfoque que McCraw afirma:

⁶⁹ Ver a esse respeito o conhecido relato de J. K. Galbraith, *The Great Crash 1929*. Harmondsworth, England: Penguin Books, 1966 (1954).

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.⁷⁰

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 restabelecimento 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 governamental. A legislação assumiu um caráter externo a essas organizações disciplinando, por um lado, a oferta de produtos e serviços, aí compreendidos os processos produtivos e sua interação com o meio ambiente, e, pelo outro, a equidade capitalista na partilha de seus benefícios. A sociedade por ações tinha consolidado sua autonomia como entidade independente dos indivíduos que a constituíam. Na verdade, a contribuição institucional do New Deal e das administrações do pós-guerra pode ser vista como um aprofundamento da concepção que havia norteado a extensão das garantias individuais da 14ª Emenda Constitucional aos empreendimentos por ações em 1886.⁷¹

Segundo Hurst, essa 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.

70 McCraw, p.51.

71 Trata-se da decisão da Suprema Corte 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, ver Hurst, p.65ss.

Sob este ponto de vista, a crescente preocupação da lei com os investidores a partir de meados do século XX pertence menos à história legal da sociedade por ações do que à história legal da organização social da riqueza e da renda.⁷²

4. Considerações finais

Em meados do século XIX Marx afirmava:

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.⁷³

É provável que poucos no século XXI possam se vestir ou mesmo se alimentar sem render tributo às sociedades por ações cujas escalas de produção e concentrações de capital ultrapassam em muito os grandes empreendimentos ferroviários do século XIX.

Ao mesmo tempo, a reunião de tais massas de riqueza privada exigiu uma gigantesca e complexa estrutura institucional tal como a que se desenvolveu ao longo dos últimos 150 anos que nos separam da afirmação de Marx. Vale dizer que os mecanismos de liquefação desses haveres – bolsas de valores, bolsas de mercadorias, mercados de câmbio e de índices, mercados de balcão, intermediários bancários, agências de classificação de risco, auditores, legislação e normalização contábil etc. – configuram atualmente uma contrapartida indissociável da forma capitalista de organização da produção.

Nesse sentido, investidores e/ou especuladores (substituindo os antigos industriais, comerciantes, banqueiros etc.) não se distinguem senão em seus papéis transitórios à medida que a mobilidade/liquidez desses recursos constitui a essência do processo de maximização de lucros. A possibilidade de que esse universo – financeiro – seja fragmentado, regulado e disciplinado por interesses outros que não os da valorização do capital parece contradizer o próprio domínio do capital como relação social.

72 Ibidem, p.103-4.

73 Karl Marx. A lei geral da acumulação capitalista. In: *O Capital*. Livro I, 2.ed. São Paulo: Nova Cultural, 1985 (1867), v.I, Cap. XXIII, p.198. (Col. Os economistas).

Ecosocialismo e planejamento democrático

MICHAEL LÖWY

Resumo: Remetendo-se à tradição marxista, e fazendo a crítica das propostas ecológicas de Michael Albert e Serge Latouche, o autor defende o ecosocialismo como alternativa para os impasses da esquerda e para enfrentar os riscos de aniquilamento do planeta e da espécie humana.

Palavras-chave: ecosocialismo; crítica do progresso; planejamento democrático; Michael Albert; Serge Latouche; utopia socialista e ecológica.

Abstract: Writing in the Marxist tradition, and criticizing Michael Albert and Serge Latouche's ecological proposals, the author defends ecosocialism as the alternative to the impasse of the left, and to confront the risks of annihilation of the planet and of mankind.

Keywords: ecosocialism; critique of progress; democratic planning; Michael Albert; Serge Latouche; socialist and ecological utopia.

A institucionalidade financeira

NELSON PRADO ALVES FILHO

Resumo: O artigo pretende reconstituir – de forma esquemática -- o processo histórico-institucional de financeirização capitalista, com o objetivo de trazer ao debate uma interpretação cujo horizonte temporal não se limite aos contratempos da finança nacional/internacional do período recente (1960-2008), mas que se estenda e dê continuidade às contribuições teóricas do fim do século XIX e início do XX. Refiro-me, em especial, aos trabalhos de Marx e Hilferding e, secundariamente, aos de Hobson, Veblen, Berle e Means, entre outros.

Palavras-chave: Instituições financeiras, capital financeiro, Rudolf Hilferding, Marx.

Abstract: The aim of the paper is to briefly review the historical process that results in the present day prominence of finance capital avoiding the short term bias that has characterized much of current literature. For that purpose it reaches back to some of the major XIX century authors such as Marx and Hilferding – as well as, in a lesser degree, to Hobson, Veblen, Berle and Means – in an attempt to bridge the theoretical gap between these analysis and the current economic events.

Keywords: Financial institutions, financial capital, Rudolf Hilferding, Marx.