

A ascensão das gestoras de ativos



Por **STEPHEN MAHER & SCOTT AQUANNO***

O capital financeiro em sua forma atual representa uma forma muito mais concentrada de financeirização e um vínculo muito mais estreito entre o capital financeiro e o industrial

Introdução

A crise financeira de 2008 marcou uma mudança fundamental no capitalismo americano. À medida que os esforços de gerenciamento da crise feita pelo Federal Reserve e pelo Tesouro levaram o poder do Estado mais profundamente para o coração do sistema financeiro, sucessivas rodadas de flexibilização quantitativa facilitaram a concentração e centralização sem precedentes da propriedade corporativa em um pequeno grupo de empresas gigantes de gestão de ativos.

Na esteira da crise, essas empresas - BlackRock, Vanguard e State Street - substituíram os bancos como as instituições mais poderosas das finanças contemporâneas, acumulando poder proprietário em escala e escopo nunca vistos na história do capitalismo. Essas empresas de gestão de ativos tornaram-se os nós centrais em uma vasta rede que incorporou quase todas as grandes empresas de todos os setores econômicos.

Esse advento representou uma transformação histórica do poder corporativo. Desde o *New Deal*, a separação de propriedade e controle tinha sido uma característica central da forma organizacional da corporação: aqueles que possuíam a empresa (acionistas) eram formalmente diferentes daqueles que controlavam a empresa (gerentes). Nas décadas anteriores à crise de 2008, os mercados mediavam a relação entre acionistas e gerentes: os acionistas "fugiam" das empresas de baixo desempenho vendendo as suas ações.

Mas com a ascensão dos Três Grandes após a crise financeira, a distinção entre propriedade e controle foi rompida. Como "investidores passivos", as empresas de gestão de ativos podem negociar mudanças de posição das empresas que possuem em um índice de ações, como o S&P 500 ou o Nasdaq. Contudo, como são incapazes simplesmente de se desfazerem de ações conforme oscilam, eles procuram meios mais diretos de controlar as corporações industriais.

Essa influência financeira sobre as corporações industriais não era vista desde a primeira Era Dourada (1870-1900), quando titãs como J. P. Morgan dominaram o capitalismo americano. Por mais de um século, a concentração do poder de propriedade ficou limitada por um *trade-off* básico: os investidores podiam possuir uma parcela relativamente pequena de muitas empresas ou uma grande parcela de um pequeno número de empresas.

Com maior diversificação, em outras palavras, as participações acionárias eram diluídas em muitas empresas, limitando o controle que os investidores poderiam exercer sobre qualquer corporação em particular. Os investidores poderiam, assim, acumular participações suficientes para exercer um poder substancial apenas sobre um número relativamente pequeno de empresas. A ascensão das gigantescas empresas de gestão de ativos desde 2008 reverteu essa dinâmica: as Três Grandes

se tornaram os maiores acionistas de quase todas as maiores e mais importantes empresas.

Hoje, as Três Grandes são coletivamente os maiores acionistas de empresas que compreendem quase 90% da capitalização de mercado total da economia dos EUA. Isso inclui 98% das empresas do índice S&P 500, que acompanha as maiores companhias americanas - as Três Grandes possuem uma média de mais de 20% de cada empresa.

Igualmente notável é a velocidade com essa concentração ocorreu durante e após a crise de 2008. De 2004 a 2009, os ativos sob gestão da State Street aumentaram em 41%, enquanto os da Vanguard aumentaram em 78%, um número ainda maior. O significado único da BlackRock dentro dessa estrutura de poder, no entanto, se reflete na explosão de seus ativos sob gestão em quase 879% durante esses anos, tornando-se de longe a maior gestora global de ativos em 2009.

O ritmo e a escala dessa mudança anunciam uma nova fase do capitalismo americano, definida pela concentração sem precedentes da propriedade, bem como pela centralização do controle corporativo, em torno de um pequeno número de empresas financeiras. As empresas gigantes de gestão de ativos agora desempenham um papel altamente ativo, direto e poderoso na gestão corporativa - e o fazem em relação a quase todas as empresas de capital aberto na economia americana. Eles se tornaram "proprietários universais", administrando o capital social total dos Estados Unidos.

Queda e ascensão das finanças nos EUA

O vínculo estreito entre instituições financeiras e corporações não financeiras estabelecido após 2008 constituiu uma nova forma de fusão do capital financeiro e industrial que o economista político marxista Rudolf Hilferding apelidou de "capital financeiro" em 1910.^[i] Embora o termo tenha sido amplamente mal utilizado, o capital financeiro não se refere simplesmente ao capital de finanças, muito menos ao capital bancário.

Em vez disso, o capital financeiro emergiu por meio da conjunção do capital de finanças e do capital industrial. Trata-se de uma nova forma de existência do capital que se estabelece por meio de sua união - uma síntese que suprime as formas industriais e financeiras originais. Por meio desse processo, as instituições financeiras passaram a desempenhar um papel ativo e direto na gestão das corporações industriais. Ao moldar a direção estratégica e a estrutura organizacional das corporações que controlavam, os financistas visavam maximizar os retornos de seu capital-dinheiro tanto por meio dos preços de ações, quanto por meio da obtenção de dividendos e de bonificações (formas de pagamento de juros).

O capital financeiro é uma forma específica de capitalismo financeirizado. Em geral, a financeirização refere-se ao processo pelo qual o capital-dinheiro - ou o circuito pelo qual o dinheiro é adiantado e depois devolvido com juros - alcança maior domínio sobre a vida social e a economia. A expansão do capital-dinheiro foi, como muitas vezes se observou, uma característica importante do período neoliberal. Isso se refletiu na doutrina do "valor dedicado ao acionista", segundo a qual as empresas deveriam dar maior peso à recompensa dos investidores por meio de dividendos e recompras de ações.^[ii]

O capital financeiro em sua forma atual representa uma forma muito mais concentrada de financeirização e um vínculo muito mais estreito entre o capital financeiro e o industrial. Um argumento central deste livro é que nem a tendência mais ampla de financeirização nem o surgimento do capital financeiro indicam o declínio do capitalismo, ou mesmo o enfraquecimento da indústria, como tem sido frequentemente afirmado. Em vez disso, a financeirização tem ocorrido para aumentar a competitividade, maximizar o lucro e aumentar a produtividade e a exploração do trabalho.

Além disso, ao contrário dos muitos estudos que retratam a financeirização como uma ruptura abrupta com um capitalismo não financeirizado que antecedeu o neoliberalismo, argumentamos que as raízes da financeirização se encontram já no período pós-guerra - eis que surgiu como consequência dos esforços do Estado para impor uma separação "estanque" entre a finança e a indústria.

a terra é redonda

Traçando a ascensão do poder financeiro nos últimos dois terços do século XX até as duas primeiras décadas do século XXI, desde o colapso do império de J. P. Morgan até a ascensão da BlackRock, apresentamos uma história alternativa das finanças americanas que desafia os relatos mais difundidos. No traçado que esboçamos, a história da financeirização tem quatro fases distintas: capital financeiro clássico, gerencialismo, neoliberalismo e novo capital financeiro.

Essas fases formam um ciclo que consiste no declínio e, em seguida, na reconstrução gradual, desigual e contraditória do poder financeiro. Cada fase é caracterizada por formas organizadas específicas de poder estatal, corporativo e de classe, com transições marcadas não por “rupturas” bruscas, mas sim por transições que envolvem continuidades e mudanças.

A teoria do capital financeiro de Hilferding foi derivada de sua investigação sobre o desenvolvimento capitalista na Alemanha no final do século XIX; no entanto, a tese principal de seu estudo também se aplicava amplamente no caso dos Estados Unidos.^[iii] Durante este período clássico do capital financeiro (1880-1929), os bancos de investimento formaram grandes corporações por meio da fusão de empresas menores. O poder desses bancos dependia da propriedade detida de ações corporativas e de sua capacidade de fornecer crédito.

À medida que os bancos de investimento emprestavam grandes somas de dinheiro a empresas industriais, os interesses de ambos se tornavam intimamente interligados: enquanto as empresas industriais dependiam do acesso ao crédito, os bancos de investimento procuravam garantir que os empréstimos fossem pagos e, portanto, monitoravam as operações corporativas para salvaguardar seus investimentos. A posição dos bancos como os maiores acionistas garantiu seu poder sobre as corporações, permitindo-lhes adquirir assentos nos conselhos de administração e estabelecer “diretorias interligadas” das empresas que controlavam.

Essas redes de capital financeiro tornaram-se mais frouxas com a crescente fragmentação da propriedade acionária na primeira parte do século XX. Um novo estrato de gerentes profissionais passou a exercer um controle cada vez mais autônomo das corporações industriais, de tal modo que os bancos ficaram reduzidos à função de apoio.^[iv] O período gerencial (1930-1979) foi posto pelos regulamentos promulgados na esteira do crash do mercado de ações de 1929, que separou formalmente os bancos da governança das empresas industriais e deixou os gerentes corporativos “internos” como a força proeminente na economia.

A ausência de grandes blocos de participações acionárias nesse período permitiu que esses gestores controlassem as empresas industriais sem enfrentar uma ingerência constante dos investidores. No entanto, ao mesmo tempo, a separação entre bancos e corporações industriais levou estas últimas a internalizarem uma série de funções “financeiras”. Eis que desenvolveram assim amplas capacidades para levantar e emprestar capital de forma independente. A financeirização da corporação não financeira originou-se, portanto, no coração da nova “era dourada” do pós-guerra.

A hegemonia das corporações industriais neste período foi apoiada pela atuação do Estado do *New Deal*, que tinha três atributos principais. O primeiro deles era o foco na legitimação. As reformas do *New Deal*, como os direitos sindicais e a previdência social, visavam desmobilizar as intensas lutas de classes da década de 1930. Essas medidas aumentaram a legitimidade do capitalismo e integraram os trabalhadores na estrutura da hegemonia gerencial.

Em segundo lugar, essas reformas levaram a uma enorme expansão dos gastos fiscais do estado, que foram substancialmente financiados por meio da tributação. O Estado do *New Deal* era, portanto, um estado tributário e redistributivo; os seus programas de compensação reduziram os níveis de desigualdade de renda.^[v] No período, os pleitos dos sindicatos amplamente apolíticos na negociação coletiva eram também bem-sucedidos. Finalmente, a hegemonia industrial foi apoiada por um complexo militar-industrial, que integrou as corporações mais dinâmicas com o poder estatal. Isso gerou enorme crescimento e diversificação das chamadas corporações multinacionais, estimulando o desenvolvimento da forma de organização corporativa que ficou conhecida como “conglomerado multidivisional”.

À medida que o boom do pós-guerra desacelerou no final da década de 1960, a ação da militância sindical por maiores salários espremeu cada vez mais os lucros corporativos, levando a uma contradição crescente entre legitimação e

acumulação: os direitos sindicais e os programas do *New Deal* se tornaram agora barreiras à acumulação. Isso foi resolvido por meio da formação do estado autoritário neoliberal, que disciplinou o trabalho por meio de um aumento sem precedentes nas taxas de juros e uma nova rodada de globalização.[\[vi\]](#)

As eleições e os partidos políticos tornaram-se ainda menos significativos à medida que o poder do Estado se concentrava em agências isoladas das pressões democráticas, especialmente o banco central norte-americano, conhecido como Federal Reserve. Essa estrutura autoritária foi reforçada pelo fato de que o Estado neoliberal era um Estado endividado. À medida que os impostos foram reduzidos para restaurar os lucros corporativos, os programas estaduais foram cada vez mais financiados por meio de dívidas, o que requereu um aumento da disciplina das finanças sobre os orçamentos estaduais. Isso também contribuiu para o aumento da desigualdade. Em vez de pagar impostos por programas redistributivos, os ricos agora emprestavam fundos estatais para serem reembolsados com juros.[\[vii\]](#)

No período neoliberal (1980-2008), a hegemonia da indústria foi contrariada por uma nova forma de poder financeiro. Em parte, isso resultou da integração dos mercados financeiros globais, que forneceram a infraestrutura essencial para as empresas circularem valor através de redes de produção internacionalizadas.[\[viii\]](#) A hegemonia financeira também foi apoiada pela proliferação de fundos de pensão de trabalhadores a partir das décadas de 1960 e 1970, administrados por gestores de dinheiro profissionais.

Uma onda de concentração e centralização de ações corporativas ocorreu nesses novos “investidores institucionais”, que passaram a exercer um poder significativo sobre as empresas industriais.[\[ix\]](#) No entanto, essa forma de poder financeiro era bem diferente daquela do capital financeiro clássico. Em vez de bancos individuais exercerem controle direto sobre redes de empresas, constelações de instituições financeiras concorrentes exerceram ampla disciplina estrutural.[\[x\]](#)

No entanto, longe de ser imposta pela pressão externa dos investidores, a hegemonia financeira surgiu inicialmente dentro da própria empresa industrial, como uma resposta adaptativa à diversificação e internacionalização ao longo das décadas do pós-guerra. Na verdade, esse era um aspecto intrínseco da forma de organização corporativa do conglomerado multidivisional. Em vez de serem organizadas em torno de um negócio, com maior diversificação, as grandes corporações passaram a incluir muitas operações diferentes, que muitas vezes tinham pouca ou nenhuma relação direta entre si.

Além disso, essas operações eram cada vez mais internacionais em escopo. Os desafios que isso trouxe levaram os conglomerados a descentralizarem a gestão operacional das unidades de negócios, mesmo quando o poder sobre o investimento estava centralizado nas mãos dos gerentes situados no topo.[\[xi\]](#) Esses “gerentes generalistas” não administravam um processo de produção concreto, mas sim o próprio capital-dinheiro; no período neoliberal, eles se tornaram capitalistas financeiros, pois tinham como função estabelecer o nexo entre finanças e indústria.

Com o desenvolvimento dos mercados de capitais no interior das corporações industriais, as suas unidades e funções financeiras tornaram-se cada vez mais dominantes. Isso se manifestou de forma clara na transformação do tesoureiro corporativo em diretor financeiro responsável tanto por responder às “expectativas dos investidores” quanto por realizar a reestruturação interna necessária para atendê-las, na condição de braço direito do presidente do conglomerado.

As capacidades financeiras das empresas industriais também se expandiram à medida que buscavam gerenciar os riscos da globalização envolvendo-se no comércio de derivativos.[\[xii\]](#) Tudo isso culminou no surgimento da forma subsidiária multicamadas de organização corporativa, por meio da qual as multinacionais organizaram a produção integrando suas divisões internas com uma camada secundária de subcontratados externos para formar redes globais altamente flexíveis e competitivas.[\[xiii\]](#) A dependência da Apple americana da Foxconn chinesa é apenas um exemplo proeminente dessa forma de estruturação empresarial contemporânea.

O novo capital financeiro foi formado após a crise de 2008, quando o poder financeiro difuso do capitalismo de acionistas, algo característico do período anterior, foi centralizado por meio da criação de gigantescas empresas de gestão de ativos. Em meio ao colapso financeiro, os reguladores procuraram aumentar a estabilidade sistêmica orquestrando a consolidação

a terra é redonda

bancária. Quando a poeira baixou, apenas quatro megabancos – JPMorgan Chase, Bank of America, Wells Fargo e Citigroup – dominavam o setor bancário nos Estados Unidos.

Ironicamente, a intervenção estatal contribuiu para um recolhimento dos bancos diante de um grupo de empresas gigantes de gestão de ativos – a saber, BlackRock, State Street e Vanguard. Como a atuação precavida do Estado diante do risco reduziu drasticamente o risco das ações, as empresas de gestão de ativos abriram o caminho para que ocorresse uma enxurrada de dinheiro nesse tipo de ativo. A conversão de poupanças em ações reduziu ainda mais o risco e levou a aumentos contínuos nos preços das ações – bem como à concentração e centralização igualmente contínuas da propriedade pelos gestores de ativos.

Uma base importante da propriedade concentrada das empresas de gestão de ativos são os fundos de pensão e outros investidores institucionais, que cada vez mais delegam a gestão de suas carteiras a essas empresas. Ao reunir as já enormes massas de capital acumulado nesses fundos, as empresas de gestão de ativos concentram ainda mais o poder financeiro. Elas ganharam assim um grau de domínio econômico nunca visto desde os tempos em que dominava o JP Morgan. Isso foi sustentado por uma mudança histórica em direção à chamada “gestão passiva”.

Ao contrário da gestão ativa, em que os gestores de dinheiro altamente pagos buscam maximizar os retornos “batendo o mercado”, os fundos passivos detêm ações indefinidamente, negociando apenas com o objetivo de rastrear e se aproximar do movimento de um determinado índice. Isso permite que ofereçam taxas de administração drasticamente mais baixas e, especialmente no contexto do aumento dos preços das ações, altos retornos. Mas esses investidores passivos, ao contrário do que parecem, são proprietários muito ativos. Como eles não podem disciplinar as corporações industriais simplesmente negociando ações, eles buscam métodos mais diretos de influência, os quais são característicos do capital financeiro como tal.

Se a ascensão das empresas de gestão de ativos fez parte de uma mudança histórica na organização do capitalismo americano, isso se mostra em particular por meio da preeminência da BlackRock. Em 2022, os ativos sob gestão da BlackRock atingiram US\$ 10 trilhões. Se incluirmos os ativos que gerencia indiretamente por meio de sua plataforma de software Aladdin, esse número se aproxima de US\$ 25 trilhões. A BlackRock está agora entre os principais proprietários de quase todas as grandes empresas americanas de capital aberto.

Nunca dantes no capitalismo a concentração de capital atingiu uma extensão tão impressionante. Seu poder se reflete não apenas no tamanho de seus ativos sob gestão, mas também em sua conexão especial com o Estado. Enquanto George W. Bush escolheu Hank Paulson, da Goldman Sachs, para ser secretário do Tesouro durante seu governo, Hillary Clinton e Joe Biden consideraram o CEO da BlackRock, Larry Fink, para esse cargo. O principal conselheiro econômico de Biden, Brian Deese, também é executivo da BlackRock. Tudo isso aponta para o poder crescente desse novo tipo de capitalista financeiro.

***Stephen Maher** é professor do Departamento de Ciência Política da Universidade Técnica de Ontario, Canadá.

***Scott Aquanno** é professor do Departamento de Ciência Política da Universidade Técnica de Ontario, Canadá.

Trecho do livro *The fall and rise of american finance – From J. P.Morgan to BlackRock*. Londres e Nova York: Verso, 2024.

Tradução: **Eleutério F. S. Prado**.

Notas

[1] Hilferding, Rudolf – *Finance Capital: A Study in the Latest Phase of Capitalist Development*, London: Routledge, 1981

[1910].

[ii] Maher, Stephen - *Corporate Capitalism and the Integral State: General Electric and a Century of American Power*, London: Palgrave, 2022.

[iii] É claro que a estrutura do poder bancário nos Estados Unidos e na Alemanha diferiram, mas, apesar das particularidades e nuances, a análise de Hilferding se aplica amplamente em ambos os casos. Os seguintes três escritos ajudam a compreender o problema: 1) DeLong, J. Bradford - "Did J. P. Morgan's Men Add Value? An Economist's Perspective on Financial Capitalism, in Peter Temin, ed., *Inside the Business Enterprise: Historical Perspectives on the Use of Information*, Chicago: University of Chicago Press, 1991, 205-50; 2) O'Sullivan, Mary A. - *Dividends of Development: Securities Markets in the History of US Capitalism, 1866-1922*, Oxford, UK: Oxford University Press, 2016; 3) Gourevitch, Peter A.; Shinn, James - *Political Power and Corporate Control: The New Global Politics of Corporate Governance*, Princeton, NJ: Princeton University Press, 2005.

[iv] Chandler Jr., Alfred - *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977; Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New Jersey: Transaction Publishers, 1932; John Scott, *Corporate Business and Capitalist Classes*, Oxford, UK: Oxford University Press, 1997; Miguel Cantillo Simon, The Rise and Fall of Bank Control in the United States: 1890-1939, *American Economic Review* 88: 5, 1998.

[v] Wolfgang Streeck, *Buying Time: The Delayed Crisis of Democratic Capitalism*, London: Verso, 2014.

[vi] Stephen Maher and Scott M. Aquanno - From Economic to Political Crisis: Trump and the Neoliberal State, in Rob Hunter, Rafael Khachaturian e Eva Nanopoulos, eds., *Capitalist States and Marxist State Theory: Enduring Debates, New Perspectives*, London: Palgrave Macmillan (no prelo).

[vii] Streeck, Buying Time...

[viii] Leo Panitch and Sam Gindin - *The Making of Global Capitalism: The Political Economy of American Empire*, London: Verso, 2012.

[ix] Michael Useem - *Investor Capitalism: How Money Managers Are Changing the Pace of Corporate America*, New York: Basic Books, 1999; Stephen Maher - Stakeholder Capitalism, Corporate Organization, and Class Power, in Simon Archer, Chris Roberts, Kevin Skerrett e Joanna Weststar, eds., *The Contradictions of Pension Fund Capitalism*, Ithaca, NY: Cornell University Press, 2017.

[x] Scott - *Corporate Business and Capitalist Classes*.

[xi] Neil Fligstein - *The Transformation of Corporate Control*, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1990; David Harvey - *The Limits to Capital*, London: Verso, 2007; Claude Serfati - The New Configuration of the Capitalist Class, in Leo Panitch and Greg Albo, eds., *Socialist Register 2014: Registering Class*, London: Merlin Press, 2013; Maher, Stephen - *Corporate Capitalism and the Integral State*.

[xii] Dirk M. Zorn - Here a Chief, There a Chief: The Rise of the CFO in the American Firm, *American Sociological Review* 69: 3, 2004, 345-64.

[xiii] Harland Prechel - Corporate Transformation to the Multi-Layered Subsidiary Form, *Sociological Forum* 12: 3, 1997, 405-39.

A Terra é Redonda existe graças aos nossos leitores e apoiadores.

Ajude-nos a manter esta ideia.

[CONTRIBUA](#)

A Terra é Redonda