

## O *corporate finance* das empresas norte-americanas no período recente\*

Marcos Antonio Macedo Cintra\*\*

Neste estudo sobre o *corporate finance* das empresas norte-americanas, procuraremos decodificar não apenas seu padrão geral de relações com as instituições financeiras, sua forma de gestão, sua estrutura de propriedade, mas também sua difusão para o resto do Mundo<sup>1</sup>. Tentaremos mostrar que o padrão *capital market based financial system*<sup>2</sup> foi aprofundado à medida que a acumulação passou a ser comandada pelas novas formas de centralização de massas de capitais financeiros (os fundos mútuos, os fundos de pensão, as companhias de seguro, etc.), que buscam uma elevada taxa de rentabilidade com máxima liquidez. Os instrumentos são as ações e os bônus (*securities*) das empresas. O volume de capitais monetários envolvidos, suas prioridades (taxas de juros reais positivas e estabilidade de preços) e seus horizontes temporais (de curto ou de curtíssimo prazo) condicionam o comportamento das corporações. Sob a influência dessa esfera financeira e da preferência pela

\* Este texto trata-se de uma versão resumida de um capítulo da minha tese de doutoramento, defendida no Instituto de Economia da Unicamp, sob orientação do Professor José Carlos de Souza Braga.

\*\* Pesquisador do Instituto de Economia do Setor Público da Fundap.

<sup>1</sup> Salientamos que tivemos dificuldades em obter informações detalhadas sobre as grandes corporações. Segundo Chesnais (1994, p. 72, nota 2), os principais países de origem das grandes transnacionais, encabeçados pelos Estados Unidos, exerceram pressão para dificultar o estudo sobre esses grandes grupos, diluindo-os num conjunto de médias e pequenas empresas. O United Nations Center of Transnational Corporations (UNCTC) — Centro das Nações Unidas sobre Companhias Transnacionais — foi dissolvido no começo de 1993, a pedido do governo norte-americano. Parte dos seus membros foi transferida para a United Nations Conference of Trade and Development (Unctad) — Conferência das Nações Unidas para o Comércio e o Desenvolvimento —, em Genebra, onde teve prosseguimento um programa de trabalho menor, na Divisão sobre Firms Transnacionais e Investimento.

<sup>2</sup> No sistema baseado em mercados de capitais (*capital market based financial system*), cujos representantes típicos seriam os sistemas financeiros dos Estados Unidos e da Inglaterra, as principais fontes externas de financiamento de longo prazo à indústria seriam bônus e ações emitidos diretamente pelo agente tomador, e haveria uma tendência à especialização dos bancos em empréstimos de curto prazo, enquanto as demais instituições financeiras desenvolveriam atividades nos mercados de *securities* (ZYSMAN, 1983).

liquidez, o horizonte temporal de valorização do capital produtivo tende a se reduzir e a se homogeneizar globalmente, ao que alguns pesquisadores norte-americanos denominam de “enfoque de curto prazo” (*short-termism*) (PORTER, 1992a), através de mudanças no *corporate governance*.

Noutras palavras, do nosso ponto de vista, a dinâmica geral dos negócios passa a ser cada vez mais ditada pela alocação de *portfolio* dos investidores institucionais, que agem, basicamente, em termos de taxa de rentabilidade, risco e liquidez. Isso tem repercussões importantes na gestão e na avaliação das empresas, em que o *corporate finance* passa a ser baseado no valor de mercado. Isto é, utiliza-se o valor de mercado para mensurar a performance e definir o planejamento estratégico das empresas.

## 1 - As características institucionais das relações entre as finanças e o setor produtivo norte-americano

A despeito de mudanças recentes, o aparato legal e regulatório dos Estados Unidos limita as participações societárias das instituições financeiras nas corporações (sociedades anônimas).<sup>3</sup> O Glass-Steagall Act (1933) e o Banking Holding Company Act (1956) efetivamente proíbem todos os bancos comerciais membros do Federal Reserve de manterem ações (*corporate stock*) em seus ativos<sup>4</sup>, ainda que possam fazê-lo através de um departamento fiduciário (*bank trust department*)<sup>5</sup>. Porém, estes últimos não podem investir mais de 10% de seus recursos em uma empresa específica. Além disso, existe uma separação informal (Chinese Wall) entre as operações do banco comercial e do departamento fiduciário, que restringe o fluxo de informações e incentiva a fragmentação. Por sua vez, as *holdings* bancárias (*bank holding companies*) não podem deter mais de 5% das ações ordinárias (com direito a voto) de uma corporação (Quadro 1).

<sup>3</sup> Conforme McCauley, Simmer (1989): “(...) a contínua reestruturação dos mercados financeiros americanos sinaliza alguma integração entre as atividades de bancos comerciais, de investimento e seguros, mas não um aprofundamento nas relações entre as finanças e o setor industrial (...)”.

<sup>4</sup> A partir de meados dos anos 80, alguns bancos foram autorizados a subscreverem e a negociarem ações e títulos privados, através de subsidiárias das Multibank Holding Companies (CINTRA, 1997).

<sup>5</sup> Trata-se de um departamento dos bancos encarregado da administração de espólios, gerenciamento de bens de terceiros e realização de serviços de representação. Gerencia grandes investimentos, geralmente contas que registram ativos superiores a US\$ 50 mil.

## Quadro 1

Principais restrições à composição do *portfolio* das instituições financeiras norte-americanas

INSTITUIÇÕES	ATIVOS (US\$/1994)	RESTRIÇÕES	FONTES
Bancos	4,2 trilhões	a) Proibida a posse de ações. b) No máximo 15% de seu capital pode ser alocado em um cliente específico.	Glass-Steagall Act (1933)
Bank Holding Companies (1)	411 bilhões	No máximo 5% das ações com direito a voto de qualquer instituição não bancária.	Bank Holding Company Act (1956)
Bank Trust Funds (2)	656 bilhões	No máximo 10% dos seus ativos podem ser alocados em qualquer empresa.	Bankruptcy Law (1984)
Seguro total	2,6 trilhões		
Seguro de vida	1,9 trilhão	a) No máximo 2% dos seus ativos podem ser concentrados numa empresa. b) No máximo 20% dos ativos totais podem ser em ações. c) Permite a alocação de até 10% dos ativos totais em <i>securities</i> estrangeiras.	New York Insurance Law
Outros	670 bilhões	Só podem controlar empresas relacionadas ao sistema de seguro.	
Fundos mútuos (abertos)	1,3 trilhão	a) No máximo 5% dos ativos do fundo podem se concentrar nas ações de qualquer empresa, e o fundo não pode deter mais de 10% das ações de uma empresa. Limites sujeitos a penalidades. b) Deve conseguir aprovação prévia da SEC para ação conjunta entre fundos, em que deteriam mais de 5% das ações de uma empresa. c) Não podem manter mais de 15% dos seus ativos em instrumentos ilíquidos. d) Não há restrições sobre investimentos em ativos estrangeiros.	Investment Company Act (1940) e Hart-Scott-Rodino Act (1976)
Fundos de pensão privados	2,4 trilhões	a) Não podem investir mais do que 10% dos seus ativos na(s) empresa(s) patrocinadora(s). b) Sujeitos a uma norma de prudência ( <i>prudent man rule</i> ), que estimula a diversificação e a liquidez. c) Os diretores dos fundos estão sujeitos a uma norma de desempenho ( <i>low-level business judgement rule</i> ). d) Não há restrições à manutenção de ações, bônus, moedas e ativos estrangeiros.	Employee Retirement Income Security ACT ERISA (1974)

(continua)

## Quadro 1

Principais restrições à composição do *portfolio* das instituições financeiras norte-americanas

INSTITUIÇÕES	ATIVOS (US\$/1994)	RESTRICÇÕES	FONTES
Fundos de pensão públicos	1,2 trilhão	Os investimentos são bastante regulamentados, sendo alguns tipos proibidos. Em alguns estados, devem obrigatoriamente efetuar investimentos em projetos habitacionais e de desenvolvimento econômico. Atualmente, muitos fundos públicos estão adotando a norma de prudência federal ( <i>federal prudent-expert rule</i> ), que se aplica aos fundos privados, para definir seus investimentos.	São regulados por legislações estaduais, municipais e distritais.

**FONTE:** U.S. Corporate governance: the market as monitor (1996). **OECD Economic Survey 1995-1996**; United States. Paris. p.121.

FOLKERTS-LANDAU, David; ITO, Takatoshi et al. (1995). **International capital markets: development, prospects, and policy issues**. Washington, DC.: IMF. (World economic and financial surveys). p.170.

(1) Sociedade que controla dois ou mais bancos ou outras *holdings* de bancos. (2) Instituição encarregada da administração e da realização de espólios ou administração e curadoria de bens de terceiros.

Rígidas normas sobre os investimentos em ações também governam outras instituições financeiras. As aplicações das companhias de seguro são reguladas por leis estaduais. No Estado de Nova Iorque, onde se concentram 60% dos ativos das companhias de seguro de vida, estas não podem investir mais do que 20% de seus ativos em ações e não mais do que 2% das ações de uma única empresa. Outros estados possuem regras semelhantes. As demais companhias de seguro (de propriedade, etc.) são absolutamente proibidas de deter participações societárias fora do setor de seguros (DAVIS, 1988). Os fundos mútuos estão sujeitos à penalidade se detiverem mais do que 10% do estoque de ações de uma corporação.

Os investimentos dos fundos de pensão privados são regidos pelo ERISA de 1974.<sup>6</sup> Essa legislação padronizou e homogeneizou as regras relativas aos planos de pensão oferecidos pelas empresas aos seus trabalhadores. Nesse sentido, os fundos de pensão foram definidos como entidades legais com administração independente (separada das empresas patrocinadoras), fixaram-se padrões mínimos para os direitos adquiridos (*vesting*) e ampliaram-se os requerimentos de *funding* das obrigações. Posteriormente, foi introduzido, sob o ERISA, a conta de aposentadoria individual para trabalhadores sem planos de pensão das empresas (Individual Retirement Account - IRA), com os mesmos benefícios fiscais dos fundos de pensão. Essas contas podiam ser administradas pelos bancos comerciais e por instituições financeiras não bancárias (FREITAS, 1996, p. 12-13). A supervisão dos fundos de pensão privados ficou a cargo do Department of Labor (Departamento do Trabalho), concentrando-se na observância das regras atuariais e da performance dos ativos dos fundos.

A estrutura de regulamentação dos planos privados e públicos difere-se, uma vez que os requerimentos definidos pelo ERISA não se aplicam aos planos dos funcionários dos setores públicos estadual e municipal. Estes são regulados pelas legislações dos respectivos estados, municípios e distritos. Todavia vários dentre os planos de pensão dos governos estaduais e locais e todos os planos de servidores federais criados após 1983 adotaram requerimentos semelhantes aos definidos pelo ERISA.<sup>7</sup>

Formalmente, o ERISA não limita os investimentos em ações, imóveis, títulos públicos e ativos estrangeiros, apenas impõe aos administradores dos fundos responsabilidade fiduciária pelos investimentos dos ativos dos planos. Isto é, os agentes fiduciários devem gerir de forma prudente os recursos sob sua

---

<sup>6</sup> Criou também uma companhia federal — US Pension Benefit Guaranty Corporation — e instituiu um seguro obrigatório para assegurar todos os benefícios até certo montante definido (máximo de US\$ 1.688 por mês ou até 100% dos salários do trabalhador em cinco anos de maiores rendimentos) em caso de insolvência da empresa patrocinadora. A US Pension Benefit Guaranty Corporation pode sacar até US\$ 100 milhões do Tesouro, mas sua principal fonte de recursos é o prêmio anual de US\$ 2,60 por trabalhador pago pelas empresas que patrocinam os planos de pensão. Em caso de falência, a US Pension Benefit Guaranty Corporation tem direito a até 30% dos valores líquidos da empresa, se o plano de pensão for deficitário (FREITAS, 1996, p. 25-26).

<sup>7</sup> Espera-se que o fundo de aposentadoria dos funcionários públicos federais norte-americanos torne-se o maior investidor institucional do Mundo, mas não lhe é permitido engajar-se em ativas estratégias de negociações, nem exercer o direito de voto por procuração. Isso foi definido com um aditivo ao setor de pensão público, através do Federal Employment Retirement System Act de 1986 (US corporate..., 1996, p. 126, nota 93).

responsabilidade, diversificando os investimentos com o sentido de reduzir os riscos de perda e evitar conflitos de interesse (*prudent man rule*)<sup>8</sup>. A única proibição explícita imposta pelo ERISA é que no máximo 10% dos ativos de um plano podem ser investidos em *securities* emitidas pela(s) empresa(s) patrocinadora(s). Além disso, os administradores dos fundos foram obrigados, do ponto de vista legal, a enviar anualmente aos participantes um relatório detalhado com informações relativas aos investimentos e à performance dos fundos. Já os investimentos dos fundos de pensão dos servidores públicos patrocinados pelos governos estaduais e municipais são mais regulamentados, inclusive certos tipos de investimento são proibidos. Em alguns estados, os agentes fiduciários devem obrigatoriamente efetuar investimentos em projetos habitacionais e de desenvolvimento econômico. Contudo muitos dos fundos públicos definem suas políticas de investimento tendo como parâmetro a regra de prudência federal, que se aplica aos fundos privados (BARBER, GHILARDUCCI, 1993, p. 292).

Como a norma de prudência constitui a referência básica da política de investimento dos fundos de pensão, alguns administradores externos exigem a delegação de poder de decisão na composição do *portfolio*. Porém, mesmo quando ocorre a delegação de poder aos administradores externos, as empresas patrocinadoras, sobretudo no caso dos planos de benefício definido, exercem supervisão das estratégias de investimento, de modo a assegurar que não tenham de efetuar contribuições adicionais (BESMAN, 1995).

Por sua vez, a participação dos fundos de pensão na gestão das empresas em que detêm ações é completamente passiva, a fim de permitir a venda das ações se a performance e a política estratégica da empresa não contemplam seus interesses imediatos. Um comportamento ativo torna-los-ia vulneráveis a ações judiciais de investidores descontentes, buscando indenizações sobre possíveis perdas patrimoniais. Assim, os fundos de pensão norte-americanos são importantes acionistas, mas não se comportam como proprietários. Diante

---

<sup>8</sup> Conforme Barber, Ghilarducci (1993, p. 292, nota 6), o conceito de *prudent man rule* foi legalmente instituído em 1830, quando o Harvard College perdeu um processo contra o administrador de investimento Francis Amory. O Harvard College processou Amory por má fé, após contabilizar uma perda de 40% nos ativos administrados por ele, utilizando ações de empresas manufatureiras e seguradoras, mas o tribunal decidiu a favor dele. A norma *prudent person* codificada no ERISA toma os princípios desse processo, vale dizer, pressupõe que os investimentos fiduciários sejam feitos com o "cuidado, a habilidade, a prudência e a diligência" que uma pessoa em situação semelhante teria. Assim, os investidores profissionais (*professional investment managers*) devem atuar como se gerissem seus próprios negócios.

disso, o Department of Labor, através do ERISA, estabeleceu, em 1988, uma diretriz exigindo que os fundos privados assumissem a responsabilidade fiduciária pelo uso dos seus direitos de voto, ou melhor, pelo efeito das decisões tomadas nos conselhos administrativos das empresas em que fossem acionistas, no que se refere aos ativos dos planos de aposentadoria. Dessa forma, os patrocinadores dos planos de pensão e os administradores dos recursos dos fundos foram obrigados a fixar diretrizes para os votos a serem pronunciados em seus nomes e a manter o registro das votações, mesmo para as ações estrangeiras. Contudo a emergência de uma indústria de serviços de procuração para voto (*proxy voting services industry*) permitiu que os fundos cumprissem os requisitos do ERISA, sem a necessidade de um aprofundamento nas gestões das empresas (FINANCIAL..., 1995, p. 25). Na verdade, esse requerimento por um ativismo dos fundos de pensão privados indiretamente estimulou o comportamento ativo de alguns fundos públicos.

Em suma, o objetivo dos principais investidores institucionais é obter resultados financeiros satisfatórios e não se envolver ativamente na gestão das corporações. Na verdade, a participação desses investidores deve circunscrever-se exclusivamente à administração do patrimônio de seus cotistas. No que se refere aos fundos de pensão, a legislação norte-americana ameaça, até com processos na esfera criminal, os administradores que não colocarem o interesse dos participantes na frente de tudo.

Há também impedimentos legais para as corporações adquirirem grandes posições em outras empresas. As normas tributárias sobre a distribuição de dividendos desestimula a interpenetração patrimonial entre corporações. Ademais, a lei "antitruste" tem sido hostil às ligações interempresas que significam a posse de grandes volumes de ações. Por exemplo, a Du Pont detinha 25% das ações da General Motors e foi forçada pela Suprema Corte dos Estados Unidos a romper essas relações patrimoniais, no final dos anos 50 (PROWSE, 1990).

A Securities and Exchange Commission (SEC) também desencoraja a concentração de ações nos *portfolios* dos agentes. Primeiro, os parágrafos (*Sections*) 13 e 14 do Securities Exchange Act (1934) exigem que toda instituição que adquiere uma participação igual ou superior a 5% de qualquer classe de ativos mobiliários registrados deve informar a SEC sobre os planos do grupo, revelando a origem do capital e as fontes de financiamento. Segundo, com base no parágrafo (*Section*) 20, qualquer acionista que exerce o controle majoritário ou minoritário de uma corporação deve ser responsável por seus atos. Terceiro, as normas estabelecem que um acionista com acesso a informações privilegiadas (*insider information*) está proibido de negociar com base em decisões internas das corporações que ainda não se tornaram públicas. Diante de uma legislação que penaliza o acesso a informações privilegiadas, os acionistas (*portfolio*

-oriented shareholders) têm fortes incentivos para evitar tomar assento ou mesmo estabelecer vínculos estreitos com o conselho administrativo das empresas (*board of directors*). Conseqüentemente, a fim de preservar o poder de negociar livremente as ações, são estabelecidas complexas formas de representação dos interesses dos diferentes grupos de acionistas, tais como a criação de um departamento de relações com os investidores (Investor Relations Department), comitês de acionistas ou, ainda, comitês de consultores externos (FINANCIAL..., 1995, p. 22-23). Nesse sentido, os administradores dos fundos de pensão relutam em receber informações particulares dos executivos, bem como em adquirir mais de 10% do capital de qualquer empresa, pois isso restringiria a liquidez de seus *portfolios*, que legalmente têm a responsabilidade fiduciária de proteger. Quarto, as regras da SEC proíbem a comunicação entre os grandes acionistas — até 1992, se 10 ou mais acionistas falassem sobre a estratégia e o gerenciamento de uma empresa, isso era considerado uma violação das normas.<sup>9</sup> Finalmente, a legislação (*legal doctrine of equitable subordination*)<sup>10</sup> torna os credores bancários arredios em assumir um papel ativo no controle administrativo das empresas, dada a possibilidade de perda dos seus direitos em caso de falência. Ou seja, os créditos podem ser transformados em dívida subordinada (repagável somente depois de honradas outras dívidas com prioridade superior), caso o credor tenha participação ativa na gestão da empresa.

Em resumo, a regulamentação proíbe os bancos comerciais de manterem ações em seus *portfolios* e subscreverem títulos das corporações, estabelece uma hierarquia de títulos de dívida, procura estimular a diversificação dos *portfolios* dos investidores institucionais, bem como institui práticas transparentes de negociação (inclusive requerendo um fluxo relevante de informações). No que se refere às ações, a legislação enfatiza sua função de ativo financeiro mais do que direito de propriedade. Assim, com a preponderância dos mercados de capitais, constitui-se um sistema de gestão empresarial nos Estados Unidos caracterizado por um *market-based corporate governance system*, que facilita as operações de aquisição.

---

<sup>9</sup> Uma emenda ao Securities Exchange Act, em 1956, alterou as regras de procuração para voto, a fim de coibir toda comunicação entre acionistas, inibindo o desenvolvimento de um mercado privado para informações sobre questões de voto.

<sup>10</sup> Os empréstimos pagáveis aos sócios de uma empresa são comumente subordinados aos empréstimos externos (bancos). Os empréstimos aos sócios podem ser considerados como parte do patrimônio líquido efetivo (patrimônio líquido mais dívida subordinada em relação aos credores preferenciais) desde que um empréstimo bancário exista e o contrato de subordinação esteja em vigor.



## 2 - O papel do *corporate governance* das empresas norte-americanas

Tradicionalmente, na literatura norte-americana, a discussão sobre *corporate governance* esteve vinculada à relação “principal-agente”, considerando-se principal os acionistas-proprietários e agente os executivos.<sup>11</sup> Num sentido estrito, *corporate governance* refere-se ao padrão de relações dos acionistas com as corporações, dada a separação entre a propriedade das ações e a administração das empresas. Trata-se, então, do arcabouço institucional e legal que governa a gestão das corporações, definindo o papel dos executivos (Chief Executive Officer – CEO), as relações entre executivos e acionistas, a função do conselho administrativo (*board of directors*), o exercício do direito de voto nas assembleias de acionistas, o pagamento de dividendos, as relações com os mercados financeiros e de capitais, etc.<sup>12</sup>

Com uma estrutura de propriedade bastante dispersa entre pequenos acionistas, a administração das empresas fica delegada aos executivos, que possuem ampla liberdade. Os acionistas podem comprar e vender as ações nos mercados secundários altamente líquidos, respeitando as regras de informações privilegiadas, de acordo com a performance da empresa (expectativa de distribuição de dividendos) e a expectativa de valorização ou desvalorização das ações. Dessa forma, os preços das ações atuam como um termômetro do grau de aprovação da gestão da empresa (*approval rating*). Acionistas insatisfeitos vendem suas ações, provocando uma queda nos preços, e os executivos, então, recebem uma mensagem: cuidado com as ofertas de aquisição hostis. As operações de tomada de controle acionário hostil são ofertas de compra das

---

<sup>11</sup> Fica implícito nessa discussão o chamado “custo de agência”, isto é, um contrato pelo qual um ou mais indivíduos atribuem a outro — o agente — a tarefa de desempenhar um papel em seu nome, o que implica a delegação de autoridade para se tomar decisões. Se todos procuram maximizar suas próprias utilidades, não há razão para crer que o agente atuará sempre no sentido de atender aos interesses daqueles que representa.

<sup>12</sup> A estrutura geral de organização das corporações norte-americanas é regulada por leis estaduais sobre as sociedades por ações em vez de uma única lei federal. Conseqüentemente, é difícil abrangê-las. Contudo a maioria das grandes corporações está estabelecida no Estado de Delaware, que tende a determinar a tendência de tais leis nos Estados Unidos. Ademais, as regras da Securities and Exchange Commission regulam o mercado de capitais em âmbito federal.

ações, sem a necessidade de aprovação dos executivos. De posse da maioria das ações, poder-se-ia, então, mudar os executivos e a forma de administração da empresa. De modo geral, esse procedimento pode ser mais barato do que uma tentativa para se alterar a direção da empresa através do exercício da procuração para voto nas assembleias dos acionistas.<sup>13</sup> Rigorosamente, o direito dos acionistas significa pouco mais do que o direito de vender as ações para um ofertante hostil (Economist, 1994).

Assim, uma das principais características do *corporate governance* norte-americano é a confiança no mercado de controle corporativo (*market for corporate control*) através de ofertas de aquisição hostis, como fator decisivo no monitoramento do comportamento dos executivos, forçando-os a executar uma performance condizente com os interesses dos acionistas. Entre 1985-89, o valor das fusões e aquisições totalizaram US\$ 1,25 trilhão. De uma perspectiva mais ampla, entre 1968-95 houve 83.000 fusões e aquisições nos Estados Unidos, incluindo a febre dos conglomerados nos anos 60, as *leveraged buyouts* (aquisições financiadas com *junk bonds*) e outras reestruturações nos anos 80, num valor de US\$ 3,9 trilhões em preços de 1995, numa média de oito por dia, com as ações continuamente mudando de mãos (Tabela 1).

---

<sup>13</sup> Essa preferência pela venda das ações ao invés de utilizar o direito de voto na assembleia dos acionistas quando ocorre um desacordo entre o investidor e a empresa em que detém ações é conhecida como Wall Street Rule.

Tabela 1

Número e valor das transações de fusões e aquisições nos EUA — 1963-95

ANOS	NÚMEROS DE TRANSAÇÕES	VALOR NOMINAL (US\$ bilhões) (1)	VALOR CONSTANTE (US\$ de 1995) (2)
1963	1 361	...	...
1964	1 950	...	...
1965	2 125	...	...
1966	2 377	...	...
1967	2 975	...	...
1968	4 462	43,0	188,4
1969	6 107	23,7	98,5
1970	5 152	16,4	64,4
1971	4 608	12,6	47,4
1972	4 801	16,7	60,9
1973	4 040	16,7	57,3
1974	2 861	12,5	38,6
1975	2 297	11,8	33,4
1976	2 276	20,0	53,6
1977	2 224	21,9	55,1
1978	2 106	34,2	79,9
1979	2 128	43,5	91,3
1980	1 889	44,3	81,9
1981	2 395	82,6	138,4
1982	2 346	53,8	85,0
1983	2 533	73,1	111,8
1984	2 543	122,2	179,3
1985	3 001	179,8	254,7
1986	3 336	173,1	240,7
1987	2 032	163,7	219,5
1988	2 258	246,9	318,1
1989	2 366	221,1	271,8
1990	2 074	108,2	126,2
1991	1 877	71,2	79,7
1992	2 574	96,7	105,0
1993	2 663	176,4	186,1
1994	2 997	226,7	233,1
1995	3 510	356,0	356,0

FONTE: U.S. corporate governance: the market as monitor (1996). OECD Economic Survey 1995-1996: United States. Paris, p.144.

(1) Inclui transações públicas que envolveram a transferência de pelo menos 10% dos ativos de uma empresa, com valor acima de US\$ 500 mil. (2) Deflacionado pelo Índice de Preços ao Consumidor.

Diante da magnitude desse fenômeno, as operações de tomada de controle acionário são percebidas como um mecanismo de mercado capaz de melhorar a qualidade do gerenciamento e alinhar os interesses dos executivos e dos acionistas, ou seja, capaz de impor uma disciplina à atuação dos executivos (*market-based discipline*). Porém há um movimento para se tentar reduzir o

impacto dessas ofertas de aquisição hostis: estima-se que 35% das empresas listadas nas Bolsas norte-americanas recorreram a algum tipo de medida para desviar tomadores de controle acionário hostis, o que poderia reduzir a funcionalidade desse mercado (JACOBS, 1991). Entretanto, segundo um estudo de Comment e Schwert (1995), entre as empresas que recorreram a essas medidas contra ofertas de aquisição acionária hostis, apenas as *business combination laws* parecem desempenhar um efeito negativo sobre a possibilidade de uma operação de *takeover* (Quadro 2).

Formalmente, o conselho administrativo (cuja média de membros vem sendo reduzida de 14 em 1987 para 12 em 1992, sinalizando uma tendência para apenas 10) deveria cumprir o papel de monitorar os executivos naquilo em que os mercados de capitais não podem fazê-lo.<sup>14</sup> Ele deve contratá-los, determinar suas remunerações, acompanhar seus desempenhos e, se necessário, demiti-los. Ultimamente, observa-se uma tendência a fixar a remuneração dos executivos associada ao desempenho das empresas, bem como em ações das próprias empresas.<sup>15</sup> A remuneração vinculada ao comportamento das ações poderia recompensar ou penalizar os executivos, em função da flutuação nas suas cotações, que, no entanto, podem fugir dos seus controles. De qualquer modo, as ações criariam uma relação direta entre as suas cotações nas Bolsas e o comportamento dos executivos, aumentando as pressões para maximizar seus preços correntes.

A estrutura ideal do pacote remuneratório dos executivos deveria ser formada por uma combinação de salário, bonificações e opções sobre ações, ou qualquer outro tipo de compensação relacionada com ações. Como afirmamos acima, a noção subjacente é que se a remuneração dos executivos está vinculada ao preço das ações, eles seriam forçados a atuar em conformidade com os interesses dos acionistas, caso contrário, colocariam em risco suas próprias fontes de riqueza. Porém, observa-se que os executivos com grandes posições em ações tendem a utilizar mais os instrumentos de *hedge* — opções e *equity swaps* — para reduzirem os riscos de oscilações nos seus valores correntes. Dessa forma, os instrumentos derivativos podem diminuir a efetividade daquela regra, uma vez que podem fixar o preço das ações no futuro.

---

<sup>14</sup> Os executivos também podem ser monitorados pelos maiores acionistas e pelos principais credores.

<sup>15</sup> No início dos anos 80, o Congresso norte-americano estabeleceu o limite de US\$ 1 milhão para os salários dos executivos; os valores acima desse montante não podem ser fiscalmente dedutíveis, exceto se se tratar de remunerações significativamente relacionadas com o desempenho.

Quadro 2

Mecanismos contra takeovers entre as empresas norte-americanas

ALGUMAS MEDIDAS CHAMADAS DE PORCUPINE PROVISION PARA SE CONTRAPOR ÀS TENTATIVAS DE AQUISIÇÃO HOSTIL
- Anti-Takeover Amendments, também conhecida como — Supermajority Amendment — constitui uma alteração nos estatutos de uma empresa exigindo que uma maioria substancial (67% a 90%) de acionistas aprovem as operações importantes, como a ratificação da aquisição de controle.
- Business Combination Laws - mecanismo antiaquisição que retarda operações de tomada de controle acionário por três ou cinco anos, possibilitando à administração uma moratória sobre ameaças de aquisição hostil.
- Cumulative Voting Rights Provision - método de votação que aumenta a possibilidade de um acionista minoritário eleger membros do conselho administrativo
- Golden Parachute – cláusula contratual concebida para proteger executivos de alta posição, proporcionando-lhes generosos benefícios, caso sejam demitidos após um processo de aquisição de controle hostil.
- Greenmail - pagamento antiaquisição realizado por uma companhia alvo de um processo de aquisição de controle ao principal adquirente, geralmente através da recompra das ações já adquiridas a um certo prêmio. Em contrapartida, o adquirente concorda em interromper o processo de aquisição.
- Leveraged Recapitalization - enquanto os acionistas externos recebem dividendos, os acionistas internos recebem novas ações. Os dividendos são financiados por empréstimos. Essa reorganização amplia o grau de alavancagem da empresa, com maior participação dos administradores no estoque de ações.
- Poison Pill - emissão de uma nova série de ações preferenciais que conferem aos titulares o direito de resgatá-las com um prêmio após a aquisição. Essa medida eleva o custo e, assim, desestimula uma tentativa de aquisição.
- Scorched-Earth Policy ou política de terra devastada - a empresa concorda em vender a melhor parte de seu negócio, chamada de crown jewels ou planeja para que todas as dívidas vençam imediatamente após uma incorporação (merger).
- Safe Harbor - uma companhia objeto de tentativa de aquisição compra um negócio, cujas regulamentações são tão severas que tornam o alvo menos atraente, oferecendo-lhe, na verdade, um porto seguro ( <i>safe harbor</i> ). Noutras palavras, incorporação defensiva em que a empresa objeto de uma aquisição se reúne a outra de forma a criar condições para a aplicação de normas "antitruste" ou outros problemas regulatórios, caso a proposta original indesejada de aquisição de controle venha a se consumir.
- Share Repurchase – recompra de suas próprias ações no mercado, com um prêmio sobre o preço de mercado, sinalizando que as ações estão subavaliadas. Pagando com ativos líquidos, o administrador pode desestimular os <i>raiders</i> que estão planejando amortizar os empréstimos tomados para executar a operação de aquisição vendendo ativos da empresa
- Shake Repellents, ou método para afastar um investidor agressivo - dispositivo sobre preço justo, exigindo que um proponente pague o mesmo preço a todos os acionistas. Isso aumenta os valores envolvidos e desestimula ofertas para a aquisição de ações que foram concebidas para atrair apenas aqueles acionistas mais interessados em substituir a administração da empresa objeto da oferta

(continua)



## Quadro 2

Mecanismos contra *takeovers* entre as empresas norte-americanas

<p>ALGUMAS MEDIDAS CHAMADAS DE <i>PORCUPINE PROVISION</i> PARA SE CONTRAPOR ÀS TENTATIVAS DE AQUISIÇÃO HOSTIL</p> <p>- Staggered Board of Directors ou conselho administrativo com eleições alternadas - uma maneira de dificultar a eleição de um conselho cuja maioria dos membros seja a favor das decisões de investidores agressivos (<i>raiders</i>), que pretendem adquirir o controle da empresa e nomear uma nova administração.</p>
---

FONTE: U.S. Corporate governance: the markets as monitor (1996). **OECD Economic Survey 1995-1996**: United States. Paris. p.130.

FUKAO, Mitsuhiro (1994). **Financial integration, corporate governance, and the performance of multinational firms**. Washington, DC.: Brookings Institutions. (mimeo).

De qualquer forma, os executivos são regidos por uma regra de desempenho (*business judgment rule*). Esse mecanismo forma um amplo e ativo mercado para executivos — cuja função é maximizar o retorno econômico da empresa. “A principal medida de desempenho é a criação de riqueza para os acionistas” (*Business Week*, 1996). Sob incessante pressão de Wall Street e dos acionistas para elevar o valor corrente das ações de suas empresas, os principais executivos no processo de reestruturação recente cortaram custos e diminuíram as folhas de pagamentos.<sup>16</sup> A remuneração que receberam pela tarefa decorre, em parte, de um mercado para talentos que recompensa generosamente os administradores que conseguem proporcionar retornos espetaculares e pune aqueles que deixam de fornecer os lucros que os acionistas esperam (Tabelas 2 e 3).<sup>17</sup>

<sup>16</sup> Robert B. Reich, ex-Secretário de Trabalho do Governo dos Estados Unidos (GM, 1996, p. A-3) apreende a constituição de um “capitalismo eletrônico”, ou seja, um sistema internacional que permite a deslocação imediata de ativos financeiros para onde se podem obter maiores rendimentos. Nesse sistema, “(...) qualquer executivo que hesite em sacrificar tudo para conseguir o máximo de lucro a curto prazo arrisca-se a ter problemas. Da mesma forma, um diretor que subordine tudo a esses lucros será altamente recompensado. (...) As corporações se voltam cada vez mais exclusivamente para lucros imediatos e crescentes dos acionistas, e as conseqüências são óbvias. O mercado de ações expandiu-se, (...) os programas de saúde e as pensões sofreram corte, e os salários da maioria dos trabalhadores diminuiram”.

<sup>17</sup> Segundo a revista **Business Week** (1996), o salário e a bonificação médios do principal executivo das corporações norte-americanas aumentaram 18% em 1995, atingindo US\$ 1.653.670 — ligeiramente acima do avanço de 15% registrado no lucro. Porém, somando os ganhos de remuneração de longo prazo com as opções de ações, a remuneração total média do principal executivo subiu 30%, alcançando US\$ 3.746.392. Esse crescimento superou a taxa de inflação de 2,8%, a remuneração do pessoal de escritório, cujos salários aumentaram 4,2%, na média, e a dos operários industriais, que tiveram um aumento médio de apenas 1% em 1995. O sistema impõe, também, penalidade àqueles situados na base da estrutura de trabalho.

Tabela 2

Os executivos mais bem pagos dos EUA — 1995

DISCRIMINAÇÃO	(US\$ mil)		
	SALÁRIO EM 1995 E BONIFICA- ÇÕES	REMUNERA- ÇÃO A LON- GO PRAZO	REMUNE- RAÇÃO TOTAL
1 - Lawrence Coss - Green Tree Financial ..	65 580	-	65 580
2 - Sanford Weill - Travelers Group .....	5 607	44 233	49 840
3 - John Welch Jr. - General Electric .....	5 321	16 741	22 062
4 - Gordon Binder - AMGEN .....	1 513	19 992	21 505
5 - James Donald - DSC Communications ..	5 595	13 588	19 183
6 - Casey Cowell - U.S. Robotics .....	2 799	15 770	18 569
7 - Floyd English - Andrew Corp. ....	1 739	15 927	17 666
8 - Howard Solomon - Forest Laboratories ..	611	16 416	17 026
9 - Stanley Gault - Goodyear Tire & Rubber	2 207	14 343	16 550
10 - Edward Brennan - Sear, Roebuck .....	3 098	13 252	16 350
11 - Eckhard Pfeiffer - Compaq Computer ..	3 625	12 493	16 118
12 - Reuben Mark - Colgate-Palmolive .....	1 985	13 083	15 068
13 - Michael Eisner - Walt Disney .....	8 775	5 996	14 771
14 - Lawrence Ellison - Oracle .....	3 343	10 800	14 143
15 - Louis Gerstner - IBM .....	4 775	8 452	13 227
16 - Roberto Goizueta - Coca-Cola .....	4 880	8 029	12 909
17 - James Morgan - Applied Materials .....	1 688	10 631	12 319
18 - Richard Fisher - Morgan Stanley .....	4 664	7 251	11 915
19 - Richard Rosenberg - Bankamerica .....	4 542	7 312	11 854
20 - Wayne Calloway - Pepsico .....	3 453	7 966	11 419

FONTE: 46. PLACAR de salários de executivos (1996). **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 26 abr. (Elaborada a pedido da **Business Week** pela Standard and Poor's Compustat Services, uma divisão do grupo McGraw-Hill, em 15 abril).

NOTA: A pesquisa analisa a remuneração dos dois executivos mais bem pagos em 362 das maiores empresas dos Estados Unidos.

Tabela 3

Melhor e pior desempenho das empresas em relação aos salários de seus executivos — 1993-95

a) executivos cujas empresas tiveram melhor desempenho em relação aos seus salários

DISCRIMINAÇÃO	REMUNERAÇÃO TOTAL (US\$ mil)	RETORNO MÉDIO (%)	ÍNDICE RELATIVO
1 - James Preston/Avon Products	2 963	130	339
2 - Dana Mead/Tenneco .....	6 484	21	141
3 - Andrew Ludwick/Bay Networks	1 461	27	115
4 - Thomas Golisano/Paychex .....	1 314	27	112
5 - Wilfred Corrigan/LSI Logic .....	8 460	19	112

b) executivos cujas empresas tiveram pior desempenho em relação aos seus salários

DISCRIMINAÇÃO	REMUNERAÇÃO TOTAL (US\$ mil)	RETORNO MÉDIO (%)	ÍNDICE RELATIVO
1 - Stanley Goldstein/ Melville .....	4 864	-5	-52
2 - Henry Duques/First Data .....	1 362	11	-28
3 - James Houghton/Corning .....	5 970	3	-10
4 - Thomas O'Leary/Burlington Resources .....	11 080	1	-8
5 - Gerald Levin/Time Warners .....	15 538	-12	-3

FONTE: Tabela 2.

Um exemplo típico de um processo bem-sucedido de reorganização empresarial norte-americano pode ser observado na corporação Campbell Soup, do setor de alimentos. Em 1990, a empresa, estagnada há anos, nomeou um novo executivo, David Johnson. Este persuadiu o conselho administrativo a transformar a empresa num modelo de gerenciamento ativo (*active corporate governance*). A remuneração dos executivos passou a ser relacionada ao desempenho da empresa, sendo o critério de performance ultrapassar os principais competidores. Os membros do conselho administrativo eram remunerados com ações da empresa. A corporação não criou nenhum programa contra operações de tomada de controle acionário, tais como *poison pills* (literalmente, "pílulas de veneno", ver Quadro 2). Os investidores institucionais acionistas passaram a exercer seu direito de voto por procuração. Em pouco tempo, a Campbell Soup voltou a ser uma empresa lucrativa, com o preço de suas ações em elevação (Economist, 1994, p. 18).



A operacionalidade desse sistema de gestão empresarial presume transparência nos dados financeiros das empresas, um fluxo contínuo de informações (balanços trimestrais), rígidas regras de negociação e mercados secundários líquidos. As grandes corporações com capital pulverizado e com administrações profissionais são minuciosamente monitoradas por analistas<sup>18</sup>, empresas de informações econômicas<sup>19</sup>, investidores<sup>20</sup> e agências de classificação de risco.

Assim, o sistema de gestão das empresas norte-americanas é estruturado para maximizar as taxas de retorno dos acionistas — *shareholder value based system of corporate governance* —, ou seja, agregar valor ao patrimônio dos acionistas<sup>21</sup>. O critério financeiro fundamenta as decisões de investimento. Os objetivos das corporações centram-se em elevar as taxas de lucratividade dos investidores e maximizar o preço corrente das ações. Os executivos exercem uma influência dominante nos rumos das empresas, interpretando sinais sobre o comportamento desejado pelos mercados de capitais, que avaliam a lucratividade corrente (balanços trimestrais) e eleva a sensibilidade do preço das ações. O conselho administrativo, em que predominam os diretores independentes (74% nas maiores corporações norte-americanas), na verdade, exer-

<sup>18</sup> Os EUA têm 15 mil empresas de capital aberto, sendo três mil ativamente monitoradas pelos analistas, através de reavaliações dos relatórios trimestrais de desempenho.

<sup>19</sup> As principais agências de dados eletrônico-financeiros - movimentando um volume de recursos estimados em US\$ 6 bilhões em 1997 - são: Reuters America Holding Inc., Bloomberg Business News, McGraw Hill Companies, Bridge Information Systems, Dow Jones Markets, Micropal, Lipper Analytical Service. Estas duas últimas são especializadas em pesquisas na área de fundos de investimentos.

<sup>20</sup> A título de exemplo, Charles E. Albers, gestor do Guardian Park Avenue Fund, que proporcionou retornos de cerca de 16% ao ano desde seu lançamento em 1973, aplicando em ações, bônus, etc., criou seu próprio modelo de investimento para classificar ações de duas mil companhias toda semana, num sistema de pontos que compara ganhos, fluxos de caixa, ações controladas pela administração, valor registrado e desempenho das ações, dentre outros fatores. O resultado é um *portfolio* com cerca de 200 a 300 ações. **Bloomberg Business News**, republicado na **Gazeta Mercantil** (1996).

<sup>21</sup> Segundo Kurz (1996), as estratégias do capital industrial foram engolidas pelo interesse monetário dos acionistas. "O primeiro mandamento dessa nova ética filosófica da administração prescreve: 'Não terás nenhum outro Deus senão teu acionista'. *Shareholder value* significa, portanto, uma defesa veemente dos interesses acionários por parte da política comercial das empresas. (...) Como o nome indica, o *shareholder value* trata do valor (*value*) de que podem dispor os acionistas (*shareholder*) de forma imediata e a curto prazo, isto é, o valor corrente das ações, não os dividendos. Uma política empresarial que segue a maximização do *shareholder value* está, portanto, menos voltada para os ganhos reais e a longo prazo do que para uma maximização do valor de curto prazo das suas ações, não importa a que preço. Nesse sentido, a filosofia do *shareholder value* é um produto dissimulado do **capitalismo-cassino**" (grifo nosso).

ce uma influência limitada nos rumos da empresa. A média agregada da participação dos membros dos conselhos administrativos nas ações das corporações que representam é de 3,6% (PORTER, 1992b). A função dos acionistas<sup>22</sup>, banqueiros, investidores institucionais, clientes e fornecedores no conselho administrativo também é irrisória.

Entretanto a dinâmica desse sistema de gestão (*market-based*) apresenta aspectos contraditórios.<sup>23</sup> Os executivos devem promover os interesses dos acionistas, valorizando seus ativos a curto prazo, mesmo às expensas da performance de longo prazo das empresas. Por um lado, encurta o horizonte temporal das empresas ("curtotermismo"), uma vez que os acionistas externos impelem os executivos a privilegiarem os resultados financeiros de curto prazo. Conseqüentemente, as corporações investem relativamente menos em ativos intangíveis, tais como Pesquisa & Desenvolvimento, treinamento de recursos humanos, sistemas de informação, desenvolvimento organizacional e relações com fornecedores, bem como os executivos evitam investimentos de longo prazo, que poderiam deprimir os preços das ações no curto prazo e tornar a empresa vulnerável a processos de tomada de controle acionário hostil. Por outro lado, esse sistema submete as corporações às exigências do mercado e apresenta uma enorme capacidade de criar pequenas e médias empresas inovadoras, das quais muitas rapidamente se tornam grandes. A alocação de capital é flexível, capaz de transferir recursos entre setores, sobretudo para os mais dinâmicos e com elevadas taxas de rentabilidade. A título de exemplo sobre essa agilidade do mercado de capitais norte-americano, vejamos a emissão de ações em uma

---

<sup>22</sup> Os acionistas, livres da necessidade de supervisionar as operações rotineiras das empresas, transformam-se em investidores especializados, cujo interesse precípua é aplicar o capital e receber os dividendos ou lucrar com a valorização das ações.

<sup>23</sup> Segundo Porter (1992b, p. 72), fontes internas e externas de capitais se relacionam para constituir um "sistema nacional de alocação de investimentos de capital". Nesse sentido, a natureza do sistema norte-americano de alocação de capital seria constituída pelos seguintes elementos: (a) favorece o investimento em que a taxa de retorno é mais facilmente mensurável; (b) potencializa processos de aquisição, envolvendo ativos que podem ser facilmente valorizados, ao contrário do desenvolvimento interno de projetos, mais difíceis de serem avaliados e que podem drenar ganhos correntes; (c) estimula investimentos em alguns setores (alta tecnologia ou indústrias emergentes, sobretudo aquelas com rápido potencial de crescimento e elevada taxa de retorno), enquanto abandona setores com baixa taxa de rentabilidade e limita investimentos em ativos intangíveis (tais como P&D, publicidade, treinamento de pessoal, etc.); (d) facilita processos de *takeovers*, em que o investidor continua apostando na empresa (e acumulando fluxo de caixa) até os ganhos correntes serem satisfatórios, ou até a situação da empresa se deteriorar e mudar de mãos.

oferta pública de venda inicial (OPVi)<sup>24</sup> da empresa Netscape no National Association of Securities Dealers Automated Quotations System (NASDAQ)<sup>25</sup>, em agosto de 1996. Formalmente, os rendimentos anuais dessa empresa não ultrapassavam os US\$ 17 milhões, sem nunca ter obtido lucro. A cotação da ação na OPVi situava-se nos US\$ 28,00 e havia cinco milhões de ações à venda (cerca de 14% do capital social).<sup>26</sup> No primeiro dia de venda, os corretores receberam pedidos para mais de 100 milhões de ações, e, em apenas um minuto, a cotação das ações no mercado disparou para US\$ 71,00. A esse preço, a Netscape tinha um valor de mercado de cerca de US\$ 2,7 bilhões, e os investidores que compraram ações na OPVi obtiveram um lucro da ordem de US\$ 215 milhões (WELCH, NEUBERGER, 1997, p. 15). Esse comportamento do mercado de capitais é muito freqüente nos Estados Unidos, onde há investidores de risco que detêm carteiras de ações de empresas de diversos setores em crescimento (como biotecnologia, redes de telecomunicações, informática, etc.). Assim, a despeito das limitações, o sistema empresarial norte-americano é extremamente ágil e dinâmico, seja na incorporação de novos negócios, seja na falência (Tabela 4).

---

<sup>24</sup> Há dois tipos de emissão de ações: a oferta pública de venda inicial (OPVi), em que uma empresa vende suas ações no mercado pela primeira vez, e os aumentos de capital, em que uma empresa já negociada em Bolsa decide emitir mais ações. Quando uma empresa negociada em Bolsa decide emitir ações suplementares, ela pode vendê-las no mercado a um preço próximo do valor corrente de mercado, ou colocá-las à disposição dos seus acionistas com um desconto substancial. O primeiro caso é conhecido como uma oferta pública, e o segundo como uma emissão reservada aos atuais acionistas. Na maior parte dos países europeus, as empresas são obrigadas por lei ou por pressão dos investidores a utilizar o método das emissões reservadas. Nos Estados Unidos, são permitidos ambos os métodos, mas a tendência é utilizar o método das ofertas públicas.

<sup>25</sup> O NASDAQ corresponde a um sistema automatizado de cotações da associação nacional de corretoras de valores, ou seja, um sistema computadorizado que oferece às corretoras/distribuidoras as cotações de preços para valores mobiliários negociados no mercado de balcão, bem como de várias ações registradas na New York Stock Exchange (Bolsa de Valores de Nova York).

<sup>26</sup> Normalmente, uma OPVi começa com o anúncio público da venda iminente de ações a um preço definido. As subscrições são, então, solicitadas aos investidores, e, no dia da oferta, as ações são vendidas. Se a procura excede a oferta, as ações são distribuídas de acordo com os critérios do tomador firme.

Tabela 4

## Formação e falência de empresas nos EUA — 1984-94

ANOS	NÚMERO DE NOVAS INCORPORAÇÕES	NÚMERO DE FALÊNCIAS	PASSIVO CORRENTE DAS FALÊNCIAS (US\$ milhões)
1984	634 991	52 078	29 268
1985	664 235	57 253	36 937
1986	702 738	61 616	44 724
1987	685 572	61 111	34 723
1988	685 095	57 097	39 573
1989	676 565	50 361	42 328
1990	647 366	60 747	56 130
1991	628 604	88 140	96 825
1992	666 800	97 069	94 317
1993	706 537	86 133	47 755
1994	741 249	71 558	28 977

FONTE: THE ANNUAL REPORT OF THE COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS (1997).  
**Economic report of the president**, p. 407, tab.B-94, feb.

A imprensa internacional, como, por exemplo, a revista **The Economist** (1996), denomina esse sistema de organização das atividades produtivas, que prevalece nos países anglo-saxões, de *shareholder capitalism* (capitalismo de acionistas), em contraposição ao *stakeholder capitalism*. Este seria característico da Alemanha e do Japão, onde a atuação do Estado procuraria ampliar as responsabilidades das corporações diante dos trabalhadores, dos fornecedores e dos consumidores, bem como do meio ambiente e da comunidade em geral (US corporate..., 1996, p. 119).

Em resumo, o arcabouço legal e regulatório norte-americano determina a estrutura de propriedade das ações corporativas, a natureza dos mecanismos que disciplinam a administração das empresas, bem como a dinâmica do mercado de controle corporativo. Os executivos das empresas devem seguir a disciplina imposta pelos mercados: se a corporação for mal-gerenciada (*under-performing management*) e/ou se os dividendos forem negligenciados, os investidores reagirão vendendo ações.<sup>27</sup> Conseqüentemente, seus preços deprimir-se-ão, e a empresa ficará exposta a processos de tomada de controle acionário

<sup>27</sup> A pressão concorrencial força a distribuição de dividendos mesmo nos anos em que há uma queda acentuada dos lucros. Entre 1970 e 1995, as empresas norte-americanas transferiram de 50% a 70% de seus lucros após os impostos aos acionistas, a título de dividendos (A.R. Corencil Econ.Adv., p.401, 1997, tab. B-88).

hostis. Dentro desse paradigma, se uma subsidiária não estiver atendendo às expectativas ou se uma unidade não funcionar de acordo com o último plano estratégico, busca-se desfazer-se rapidamente dela. Abandonam-se as unidades não essenciais e fortalecem-se os negócios principais, ficando, portanto, no *core business*, antes de se tornar alvo de uma oferta de aquisição hostil. Essa dinâmica forma um sistema empresarial extremamente competitivo, em que prevalece a tirania dos balanços trimestrais, uma vez que as performances das corporações são permanentemente monitoradas pelos mercados.

### **3 - A estrutura de propriedade e a gestão das ações corporativas**

Os limites legais à composição dos *portfolios* das instituições financeiras norte-americanas no que se refere à propriedade das corporações resulta numa estrutura extremamente fragmentada, pois a posse das ações fica espalhada por um amplo espectro de investidores. Através do Glass-Steagall Act (1933), os bancos foram proibidos de manter ações corporativas em seus *portfolios*. Assim sendo, o montante de ações em poder dessas instituições é irrisório, e, dada a *legal doctrine of equitable subordinations*, têm poucos incentivos para ampliar as relações financeiras com as corporações.

A Tabela 5 explicita como o estoque das ações norte-americanas detido pelas famílias e pelos *bank trusts* foi transferido aos principais investidores institucionais durante as últimas décadas. Em 1952, as famílias detinham 89,7% do estoque total de ações nos EUA e, em 1995, apenas 51,4%. Por sua vez, os *bank trusts* reduziram a participação no estoque de ações norte-americanas de 10,4% em 1970 para 2,7% em 1995.

De modo geral, o controle das ações norte-americanas pelos principais investidores institucionais aumentou de 7,6% para 43,8% no mesmo período. Esses investidores se tornaram uma força preponderante nos mercados de capitais norte-americanos. A participação das ações nos *portfolios* das companhias de seguro foi relativamente constante nas últimas décadas, mas as companhias de seguro de vida apresentaram uma tendência de crescimento nos últimos anos, atingindo 4,2% em 1995. Os fundos mútuos de ações absorviam 12,5% do estoque total de ações em 1995 e, dadas suas estratégias de diversificação, contribuem para essa estrutura de propriedade fragmentada. Os fundos de pensão tornaram-se um dos principais atores nos mercados acionários, com 22,2% do total. Os recursos dos fundos de pensão são de longo prazo, mas a maioria negociada ativamente, portanto, são percebidos como "adversários" pe-

los executivos ("num jogo de gato e rato"). As ações mantidas em carteiras diversificadas dos diferentes administradores de recursos são monitoradas como um ativo financeiro qualquer, ficando expostas às oscilações nos preços, à liquidez e a manipulações dos mercados. Finalmente, os investidores estrangeiros estão se tornando agentes relevantes no mercado acionário norte-americano, aumentando suas participações de 3,2% em 1970 para 4,2% em 1995.

Tabela 5

Estrutura de propriedade das ações corporativas norte-americanas — 1952-1990

DISCRIMINAÇÃO	1952	1955	1960	1965	1970
<b>US\$ bilhões (1)</b> .....	170,1	294,2	424,9	734,9	841,4
<b>Famílias</b> .....	89,7	88,6	85,8	83,8	68,0
<b>Estrangeiros</b> .....	2,2	2,2	2,2	2,0	3,2
<b>Grupos financeiros</b> .....	8,2	9,2	12,1	14,2	28,7
Bancos comerciais .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Instituições poupança .....	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Seguro de vida .....	1,4	1,2	1,2	1,2	1,7
Outros seguros .....	1,9	1,8	1,8	1,6	1,6
Fundo de pensão privado .....	1,1	2,1	3,9	5,5	8,0
Fundo de pensão público .....	0,0	0,1	0,1	0,3	1,2
Fundo mútuo (aberto) .....	2,0	2,4	3,5	4,2	4,7
Fundo mútuo (fechado) .....	1,2	1,0	1,2	0,8	0,5
<i>Brokers e dealers</i> .....	0,4	0,3	0,1	0,2	0,2
<i>Bank trusts</i> .....	0,0	0,0	0,0	0,0	10,4

  

DISCRIMINAÇÃO	1975	1980	1985	1990	1995
<b>US\$ bilhões (1)</b> .....	800,2	1 534,7	2 360,0	3 530,2	8 345,4
<b>Famílias</b> .....	56,7	60,2	48,9	49,9	51,4
<b>Estrangeiros</b> .....	4,2	4,9	5,8	6,9	4,2
<b>Grupos financeiros</b> .....	39,2	34,9	45,3	43,2	44,5
Bancos comerciais .....	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Instituições poupança .....	0,5	0,3	0,2	0,2	0,2
Seguro de vida .....	3,4	3,0	3,1	2,8	4,2
Outros seguros .....	1,8	2,1	2,4	2,3	1,8
Fundo de pensão privado .....	13,5	14,6	21,6	16,8	13,8
Fundo de pensão público .....	3,0	2,9	5,1	8,4	8,4
Fundo mútuo (aberto) .....	4,2	2,8	4,8	6,6	12,5
Fundo mútuo (fechado) .....	0,7	0,3	0,2	0,5	0,5
<i>Brokers e dealers</i> .....	0,4	0,2	0,6	0,3	0,4
<i>Bank trusts</i> .....	11,5	8,8	7,3	5,4	2,7

**FONTE:** U.S. corporate governance: the market as monitor (1996). OECD Economic Survey 1995-1996: United States. Paris. p.124.

(1) Total das ações em valores de mercados.

Devido à ausência de acesso a informações precisas sobre as empresas, através de uma participação no conselho administrativo, os investidores institucionais tendem a realizar suas posições de investimento com base nas antecipações de curto prazo do movimento de preços das ações. O sistema direciona-os para se concentrarem em atributos facilmente mensuráveis, tais como lucro corrente, aprovação de patentes, projeções do valor da empresa, etc. A projeção do valor de uma empresa pode variar muito e, conseqüentemente, pode levar a subinvestimento em alguns setores, enquanto possibilita um sobreinvestimento em outros.<sup>28</sup> A importância do controle acionário dos investidores institucionais, por setor de indústria, está evidenciada na Tabela 6. Em 1990, 62,2% das ações da indústria de papel e 61,1% do setor de transporte eram controladas pelos investidores institucionais. Por sua vez, a participação no setor de telecomunicações era menor, 37,5%.<sup>29</sup>

---

<sup>28</sup> Há várias medidas de desempenho: (a) Economic Value Added (EVA) — valor econômico agregado —, uma empresa cria valor se o retorno sobre o capital for maior do que o custo envolvido ou do que a taxa de ganho que os investidores poderiam auferir em caso de investimento em outros empreendimentos com o mesmo risco. A medida de desempenho EVA desestimula os executivos a realizarem grandes investimentos, pois o volume de capital adiantado deprime o valor da empresa por essa medida, o que pode causar uma espiral de subinvestimentos; (b) Cash Flow Return on Investment (CFROI) — retorno de fluxo de caixa sobre o investimento; (c) Market Value Added (MVA) — valor de mercado agregado; (d) Total Shareholder Return (TSH) — retorno acionário total; (e) Balanced Scorecards — médias equilibradas de desempenho. A maioria dos profissionais utilizam métodos múltiplos para avaliar uma ação.

<sup>29</sup> Segundo Brancato e Gaughan (1991), essa posição é ainda mais acentuada no caso de algumas corporações: 82% na General Motors; 74% da Mobil Oil; 70% do Citicorp; e 86% da Amoco. No mesmo sentido, Charpentier (1997: p. 94) mostrou que: "(...) no final de 1993, os fundos de pensão americanos detinham cerca de metade do capital das vinte e cinco maiores empresas dos Estados Unidos (...)".

Tabela 6

Controle acionário dos investidores institucionais, por setor de indústria, nos EUA — 1987-90

Em porcentagem do estoque de ações

INDÚSTRIAS	1987	1988	1989	1990	$\Delta\%$ 1990 1987
Aeroespacial .....	54,6	58,0	55,5	55,6	1,0
Automotiva .....	53,8	52,1	52,3	52,2	-1,7
Bancos .....	39,6	41,5	44,4	43,6	4,0
Química .....	55,7	55,2	54,6	54,7	-1,0
Elétrica .....	58,6	59,0	58,9	58,8	0,2
Alimentação .....	43,8	42,0	43,3	41,5	-2,3
Saúde .....	50,0	52,0	53,2	54,5	4,5
Lazer .....	43,4	44,0	44,6	52,0	8,6
Manufatura .....	53,2	53,0	56,1	57,7	4,5
Metal .....	46,5	43,0	46,6	50,1	3,6
Equipamentos para escri- tório .....	53,0	54,0	53,2	55,3	2,3
Papel .....	55,7	58,0	59,2	62,2	6,5
Publicidade/TV .....	44,5	39,0	42,4	40,2	-4,3
Atacado .....	45,1	43,0	48,6	53,5	8,4
Telecomunicações .....	36,6	35,0	39,8	37,5	0,9
Transportes .....	54,9	58,0	53,1	61,1	6,2
Média das 1 000 maiores corporações .....	46,6	46,8	48,1	50,6	2,9

FONTE: BRANCATO, C.; GAUGHAN, P. (1991). Institutional investors and capital markets. **Update**, Columbia University/Center for Law and Economics.

A Tabela 6 mostra que, a despeito de uma pequena porcentagem do capital social de uma empresa, os investidores institucionais podem desempenhar um papel determinante nas suas estratégias, uma vez que atingem montantes consideráveis no agregado. Para colocarmos em perspectiva essa estrutura de propriedade extremamente diluída, a Tabela 7 mostra a diferença entre o modelo norte-americano e o alemão. O Deutsche Bank, principal acionista da empresa Daimler-Benz, possui 41,8% do capital social do grupo; enquanto, nos Estados Unidos, o maior acionista da General Motors é o fundo de pensão dos professores de Michigan, com apenas 1,42% do capital. Em termos médios, os cinco maiores acionistas controlam menos de 10% das ações de uma empresa nos Estados Unidos, 40% na Alemanha, 25% no Japão, 87% na Itália, 21% no Reino Unido. Nesse contexto, nada é mais fácil para um investidor institucional norte-americano do que se desfazer de um determinado conjunto de ações, na medida em que o restante de seu *portfolio* permanece "idealmente" distribuído,



garantindo uma certa estabilidade aos rendimentos. Essa estrutura peculiar de propriedade das empresas facilita enormemente as entradas e saídas de curto prazo, bem como explica o elevado nível de atividade nas Bolsas de Valores dos Estados Unidos (FARNETTI, 1996, p. 197).

Tabela 7

Cinco principais acionistas com direito a voto em grandes empresas dos EUA, Alemanha e Japão (respectivamente, na General Motors, Daimler-Benz e Toyota)

GENERAL MOTORS		DAIMLER-BENZ		TOYOTA	
	%		%		%
Fundo de Pensão Michigan (1)	1,42	Deutsche Bank	41,80	Sakura Bank	4,9
Bernstein Stanford	1,28	Dresdner Bank	18,70	Sanwa Bank	4,9
Wells Fargo	1,20	Commerzbank	12,20	Tokai Bank	4,9
Fundo de Pensão de Professores (2)	0,96	Bayerische Landesbank	1,16	Nippon Life	3,8
Bankers Trust NY	0,88	Indisponível	-	Long Term Credit Bank	3,1
Total	5,74	Total	73,90	Total	21,6

FONTES: FARNETTI, Richard (1996). Le rôle des fonds de pension et d'investissement collectifs anglo-saxons dans l'essor de la finance globalisée. In: CHESNAIS, François. **La mondialisation financière**: genèse, coût et enjeu. Paris : Syros. P.197.

(1) Fundo de pensão de professores do Estado de Michigan. (2) Fundo de pensão de professores de ensino secundário municipal.

Assim, os investidores institucionais detêm *portfolios* altamente diversificados, com pequena participação em muitas (talvez centenas) empresas.<sup>30</sup> Essa estrutura de *portfolio* fragmentada está associada a um conjunto de fatores — restrições legais sobre a concentração de ações, regulamentações das instituições fiduciárias, norma de prudência, etc. — que incentivam a diversificação e a liquidez. Seus objetivos são puramente financeiros e concentrados na valorização trimestral e anual de seus *portfolios*, comparados com índices de ações (S&P 500, por exemplo, ver Tabela 8). Como os administradores de dinheiro são avaliados por suas performances de curto prazo, seus investimentos também procuram focar a valorização de curto prazo das ações, ou seja, tomam rápidas decisões de comprar e vender ações para realizar ganhos de capital. Ade-

<sup>30</sup> Em média, os fundos de ações norte-americanos detêm ações de mais de 130 empresas, a fim de obter uma diversificação apropriada da carteira. De acordo com Zysman (1983, p. 63): "(...) onde há mercados secundários bem desenvolvidos para *securities*, as instituições financeiras tendem a administrar seus *portfolios*, espalhando seus riscos por várias companhias mais do que investindo no futuro de determinadas empresas. A frequente flutuação dos valores de mercado das ações, característica das companhias norte-americanas e britânicas, estabelece um enfoque de curto prazo sobre a distribuição de dividendos e sobre o retorno do capital."

mais, os investidores institucionais são atores poderosos no mercado de ações, sendo que as 1.000 maiores instituições concentram 57% dos ativos totais (Tabela 9). Dessa forma, entre os próprios investidores institucionais instaura-se um acirrado processo de concorrência:

“(...) a dimensão do imenso poder financeiro dos fundos de pensão e de investimentos os transforma em objetos de cobiça extrema. As tensões que se originam no âmago do sistema financeiro norte-americano se desmancham e se recriam ao ritmo de uma concorrência oligopolística implacável: os menores são progressiva e impiedosamente eliminados” (FARNETTI, 1996, p. 204).

Em suma, a combinação de mercados financeiros líquidos (com fácil entrada e saída), restrições institucionais à manutenção de grandes volumes de ações de empresas específicas nos *portfolios* das instituições financeiras, norma de prudência, bem como a proteção aos direitos dos investidores (acionistas) constituíram limites à concentração da estrutura de propriedade das corporações norte-americanas.

Tabela 8

Maiores fundos de ações norte-americanos — 29.09.95

FUNDOS	PATRIMÔNIO		RENTABILIDADE (%)	
	(US\$ milhões) (1)	Terceiro Trim.	12 Meses	Cinco Anos
1 - Fidelity Magellan Fund .....	51 613,0	10,62	37,63	181,02
2 - Investment Co. of America ..	23 542,8	6,57	22,54	104,45
3 - Washington Mutual Inv. ....	16 091,3	10,44	29,61	124,39
4 - Fidelity Puritan .....	14 503,4	5,33	14,36	119,78
5 - Vanguard Index 500 .....	14 108,7	7,94	29,59	119,56
6 - Vanguard Windsor .....	13 427,4	7,93	26,29	150,85
7 - 20th Century Ultra .....	13 363,3	15,56	41,77	262,66
8 - Fidelity Contrafund .....	13 279,3	11,08	32,84	219,93
9 - Income Fund of America .....	12 559,9	6,21	20,49	103,02
10 - Fidelity Growth & Income ..	12 298,8	8,80	24,54	159,90
11 - Janus Fund .....	11 747,1	7,82	25,78	124,00
12 - Vanguard Wellington Fund	11 213,4	6,61	23,85	104,19
13 - Fidelity Asset Manager .....	11 064,5	5,14	10,09	98,18
14 - Fidelity Equit-Income II .....	10 807,3	6,83	18,56	177,07
15 - Europacific Growth .....	10 040,1	5,22	8,70	97,64
Média dos Fundos de Ações ....	-	8,91	25,48	128,84
S&P 500 (com dividendos) .....	-	7,94	29,71	121,15

FONTE: LIPPER Analytical Services (1995). **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 11 out.

NOTA: Growth Funds - fundos aplicados em companhias com bom potencial de crescimento no longo prazo.

(1) Dados sobre patrimônio representam situação em 31.08.95.

Tabela 9

Concentração dos investidores institucionais nos EUA — 1987-94

DISCRIMINAÇÃO	EM TERMOS PERCENTUAIS					VARIÇÃO %	
	1987	1990	1992	1993	1994	<u>1994</u> <u>1993</u>	<u>1994</u> <u>1987</u>
50 maiores .....	48,7	50,1	52,1	47,2	52,7	5,5	4,0
100 maiores .....	53,6	54,8	55,5	55,6	58,5	2,9	4,9
250 maiores .....	52,8	54,8	55,6	58,0	59,5	1,5	6,7
500 maiores .....	51,8	52,9	55,3	57,8	58,8	1,0	7,0
750 maiores .....	49,6	51,1	53,6	57,1	58,7	1,6	9,1
1 000 maiores .....	46,6	49,5	52,8	55,8	57,1	1,3	10,5

FONTE: U.S. corporate governance: the market as monitor (1996). OECD Economic Survey 1995-1996 United States. Paris. p. 127.

## 4 - O papel dos investidores institucionais no mercado de capitais

O crescimento dos investidores institucionais — fundos mútuos, de pensão e das companhias de seguro — constitui um dos aspectos centrais no processo contemporâneo de finanças diretas. Então, vejamos a composição dos investimentos dos principais investidores institucionais norte-americanos diante da necessidade de valorizar o patrimônio e pagar os benefícios contratuais. As companhias de seguro de vida investem, preferencialmente, em títulos de renda fixa, combinando com suas necessidades de desembolsos de longo prazo. Assim, o percentual de ações no *portfolio* das companhias de seguro de vida tende a ser pequeno — 9,6% em 1989 —, comparado com 55,1% em instrumentos de renda fixa (incluindo 41,4% em bônus e 13,7% em títulos públicos) e 35,1% em hipotecas e imóveis (Tabela 10).

Tabela 10

Alocação de ativos das companhias de seguro de vida nos EUA — 1980 e 1989

a) US\$ bilhões

ANOS	TOTAL	AÇÕES	BÔNUS	TÍTULOS PÚBLICOS	OUTROS (1)
1980	480	47	179	33	219
1989	1 299	125	538	178	57

b) percentagem

ANOS	TOTAL	AÇÕES	BÔNUS	TÍTULOS PÚBLICOS	OUTROS (1)
1980	100,0	9,8	37,2	6,9	45,6
1989	100,0	9,6	41,4	13,7	35,1

FONTE: BRANCATO, C.; GAUGHAN, P.(1991). Institutional investors and capital markets. Update, Columbia University/Center for law and Economics.

(1) Inclui hipotecas e imóveis.

As principais formas de investimentos dos fundos mútuos e de pensão são os bônus e as ações. Nas carteiras dos fundos mútuos, esses ativos representam cerca de dois terços, sendo o restante composto por instrumentos do mercado monetário; nos fundos de pensão, os títulos e as ações encontram-se nas mesmas proporções (Tabelas 11 e 12). Ademais, podemos observar que os fundos de pensão transferiram recursos de suas carteiras do mercado de bônus (títulos de renda fixa) para o mercado de ações (títulos de renda variável). Em 1950, os fundos de pensão detinham apenas 6% dos seus ativos em ações e 56% em bônus. Em 1990, a participação em ações subiu para 39% e dos bônus caiu para 32% do total.

Sobressai, ainda, uma outra característica-chave dos fundos de pensão norte-americanos: a recusa de qualquer empréstimo que se assemelhe aos créditos bancários clássicos. Os fundos de pensão norte-americanos não empregam um único dólar de seus imensos volumes líquidos (0% na Tabela 13) em operações de empréstimos. Isso obviamente não significa que os investidores institucionais norte-americanos ignoram a esfera da produção, pelo contrário, mas o fazem em condições muito peculiares, isto é, impondo-lhes suas pró-

prias regras de rentabilidade. De fato, ao privilegiarem as *securities* (bônus e ações) em vez de fornecerem créditos, os fundos de pensão e de investimento defrontam-se com duas grandes vantagens. Em primeiro lugar, ao contrário do crédito, a forma *security* permite um desdobramento do uso, visto que os títulos (ações e bônus) adquiridos podem também servir como meio de pagamento. Em segundo lugar, favorece a compra e venda (de curto prazo), uma atividade altamente especulativa e fundamental do ponto de vista dos investidores institucionais (FARNETTI, 1996, p. 198).

Tabela 11

Ativos líquidos dos fundos mútuos norte-americanos — 1960-96

ANOS	AÇÕES (US\$ bilhões)	BÔNUS (US\$ bilhões) (1)	MERCADO MONETÁRIO (US\$ bilhões)	TOTAL (US\$ bilhões)	NÚMERO
1960	11,9	5,1	0,0	17,0	-
1965	25,2	10,1	0,0	35,2	-
1970	38,5	9,1	0,0	47,6	-
1975	32,4	9,8	3,7	45,9	-
1980	41,0	17,4	76,4	134,8	564
1985	116,9	134,8	243,8	495,5	1 528
1990	245,8	322,7	498,4	1 066,9	3 105
1991	411,6	441,4	542,4	1 395,5	3 427
1992	522,8	577,3	546,2	1 646,3	3 850
1993	749,0	761,1	565,3	2 075,4	4 558
1994	866,4	684,0	611,0	2 161,5	4 700
1995	1 269,0	798,3	753,0	2 820,3	5 655
1996	1 750,9	886,5	901,5	3 539,2	-

FORNE: STATISTICAL ABSTRACT OF THE USA (1994). THE ECONOMIST (1995). 21 out.

(1) Inclui bônus e outros fundos de renda fixa.

Tabela 12

Composição dos ativos dos fundos de pensão norte-americanos — 1950-1990

ANOS	US\$ BILHÕES					Total
	Ações	Bônus	Cash	Outros	PIGA (1)	
1950	1,1	9,8	0,4	0,6	5,6	17,5
1955	6,3	21,0	0,6	1,3	11,3	40,5
1960	17,1	35,8	0,8	4,1	18,9	76,7
1965	43,3	53,2	1,3	10,7	27,4	135,8
1970	81,0	77,0	2,5	16,7	36,0	213,1
1975	141,0	133,7	23,3	43,2	58,5	399,9
1980	284,1	278,3	53,4	81,8	127,4	824,9
1985	543,5	509,3	124,0	146,2	273,2	1 596,3
1986	647,2	546,8	121,0	156,7	319,9	1 791,6
1987	695,0	591,2	131,4	146,3	370,5	1 934,5
1988	802,0	653,3	152,7	137,6	417,9	2 163,5
1989	1 023,3	719,3	131,7	144,8	465,0	2 484,1
1990	961,8	782,6	122,5	144,9	465,0	2 476,8

ANOS	EM PORCENTAGEM DO TOTAL				
	Ações	Bônus	Cash	Outros	PIGA
1950	6	56	2	3	32
1955	16	52	1	3	28
1960	22	47	1	5	25
1965	32	39	1	8	20
1970	38	36	1	8	17
1975	35	33	6	11	15
1980	34	34	6	10	15
1985	34	32	8	9	17
1986	36	31	7	9	18
1987	36	31	7	8	19
1988	37	30	7	6	19
1989	41	29	5	6	19
1990	39	32	5	6	19

FONTE: BRANCATO, C.; GAUGHAN, P. (1991). Institutional investors and capital markets. **Update**, Columbia University./Center for Law and Economics.

(1) Private Insured General Accounts.

Entretanto, dadas as dificuldades de avaliação do mercado, alguns investidores institucionais têm direcionado 70% a 80% de seus investimentos para ações em fundos com "índices de mercado". Nessa estratégia de composição de *portfolio* chamada de *indexing* (indexação), o investidor procura imitar um índice de mercado. Em princípio, compõe seu *portfolio* com as mesmas ações

em que o índice foi estruturado. Esse método de investimento de capital não envolve informações específicas sobre qualquer corporação, tampouco tem interesse na performance de uma determinada empresa, mas no mercado como um todo. Esse padrão de gestão dos ativos fica explícito na composição dos investimentos dos fundos de pensão. Os 15 maiores fundos de pensão com investimentos no mercado acionário, em 30.09.90, possuíam US\$ 143,6 bilhões alocados em ações, ou 41,3% do total de ativos. Destes, US\$ 89 bilhões estavam aplicados em índices de ações. Assim, os índices de ações representavam 62% do volume de ações e 25,6% do total de ativos (Tabela 14).<sup>31</sup>

Tabela 13

Composição dos *portfólios* dos fundos de pensão nos EUA — 1990

PAÍSES	ATIVOS LÍQUIDOS	TÍTULOS	EMPRÉSTIMOS	IMÓVEIS	AÇÕES (%)
Reino Unido .....	7	14	0	9	63
Estados Unidos ..	9	36	0	-	46
Alemanha .....	2	25	36	6	18
Japão .....	3	47	13	2	27
Canadá .....	11	47	0	3	29
Países Baixos ....	3	23	39	11	20
Suécia .....	3	84	10	1	1
Suíça .....	12	29	14	17	16
Dinamarca .....	1	67	1	-	7
Austrália .....	23	20	-	16	27
Itália .....	21	45	1	32	2

FONTE: DAVIS, E. P. (1996). The role for institutional investors in the evolution of financial structure and behavior. In: CONFERENCE HELD AT THE RESERVE BANK OF AUSTRALIA. **The future of the financial system**; proceedings. Sydney : RBA. (mimeo). P.161.

A partir dos anos 80, aumentou consideravelmente a capacidade de os administradores de *portfolios* utilizarem ações nas carteiras de ativos associada a técnicas de monitoramento do risco, incluindo os instrumentos derivativos. Os administradores de *portfolio*, periodicamente, reavaliam suas carteiras de ativos e promovem ajustes nos volumes e nas alocações em diferentes ações, de acordo com as condições esperadas pelo mercado. A participação

<sup>31</sup> De modo geral, segundo a revista **The Economist** (1994, p. 6), cerca de 25% das ações detidas pelos fundos de pensão estão relacionadas a esses mecanismos de indexação.

acionária na alocação de um *portfolio* está relacionada à performance de cada ação, comparativamente a um índice de valorização do mercado considerado *benchmark index* (por exemplo, o índice de rentabilidade Standard & Poor's 500).<sup>32</sup> Estrategicamente, os investidores procuram reproduzir o índice de valorização do mercado e/ou utilizam os instrumentos derivativos para atingir o grau desejado de retorno e risco.

Tabela 14

Majores fundos de pensão com investimentos em índice de ações nos EUA — 30.09.90

FUNDOS	ATIVOS TOTAIS (US\$ milhões) (A)	AÇÕES (US\$ milhões) (B)	ÍNDICES DE AÇÕES		
			(C)	C/B	C/A
1 - New York State .....	43 737	18 938	13 914	73,5	31,8
2 - California Employees .....	54 000	21 508	13 800	64,1	25,6
3 - New State Teachers .....	26 689	141 451	3 019	92,0	48,8
4 - California State Teachers .....	30 140	11 122	9 175	82,5	30,4
5 - A T & T .....	38 876	16 312	7 639	46,8	19,6
6 - Florida State Board .....	19 268	8 863	5 868	66,2	30,5
7 - General Electric .....	27 108	9 386	3 641	38,8	13,4
8 - NYNEX .....	14 383	6 300	3 372	53,5	23,4
9 - Du Pont .....	17 728	6 182	3 246	52,5	18,3
10 - Ford Motor .....	20 800	9 295	3 000	32,3	14,4
11 - Virginia Retirement .....	10 687	5 434	2 869	52,8	26,8
12 - Maryland State .....	10 761	3 067	2 485	81,0	23,1
13 - Washington State Board .....	12 839	3 800	2 439	64,2	19,0
14 - Southwestern Bell .....	8 303	4 249	2 382	56,1	28,7
15 - Minnesota State Board ..	12 098	5 010	2 188	43,7	18,1
<b>TOTAL</b> .....	<b>347 417</b>	<b>143 611</b>	<b>89 037</b>	<b>62,0</b>	<b>25,6</b>

FORNE: BRANCATO, C.; GAUGHAN, P. (1991). Institutional investors and capital markets. **Update**, Columbia University/Center for Law and Economics.

<sup>32</sup> Os índices são indicadores utilizados para medir e relatar mudanças de valor ocorridas em grupos representativos de ações. São também utilizados como valor subjacente dos futuros de índices de ações e índices de opções ou opções sobre futuro de índice, que permite aos investidores "apostar no mercado" ou fazer *hedge* de uma posição contra um movimento geral do mercado. Há uma grande quantidade e variedade de índices, dentre os quais citamos os que seguem. O índice S&P 500, amplamente reconhecido como um barômetro do mercado acionário. É um índice de capitalização formado pelo preço multiplicado pelo estoque de ações de 500 corporações norte-americanas, sendo 400 empresas industriais, 40 do setor serviços, 20 de transporte e 40 instituições financeiras. Há ainda o tradicional Índice Dow Jones, que constitui uma média ponderada das 30 ações de primeira linha mais negociadas, principalmente do setor industrial, mas também inclui a American Express Company e a American Telephone and Telegraph Companys. Essas *blue chips* — que mudam periodicamente — representam entre 15% e 20% do valor de mercado das ações negociadas na New York Stock Exchange. O Índice de Preços Nasdaq-OTC baseia-se em dados fornecidos pelo sistema automatizado de cotações da Associação Nacional de Corretoras de Valores (Nasdaq) e inclui todas as ações domésticas negociadas no mercado de balcão (*over the counter*), totalizando 3.500 ações. Os futuros do AMEX Major Market Index são negociados na Chicago Board of Trade; etc.



Essa dinâmica aumentou a volatilidade dos mercados de ativos com impacto no processo de gestão da riqueza. A estratégia de “compra e manutenção” (*buy and hold*) dos títulos em carteira, característica das famílias (no imediato Pós-Guerra), foi transformada num monitoramento mais ativo pelos diversos investidores institucionais, ampliando as transações (*professional and performance-oriented asset management*). A ênfase sobre a performance de *portfolio* combinada às comissões mais baixas para a negociação das ações levaram a um aumento da rotatividade (*turnover*) nos mercados de ações desde 1980. Atualmente, as ações norte-americanas são mantidas nos *portfolios* por um período de 500 dias em média, enquanto, nos anos 60, esse indicador era de sete anos (US corporate..., 1996, p. 155).<sup>33</sup> Os fundos mútuos e ativos administradores de fundos de pensão (que detinham cerca de 70% das ações detidas pelos investidores institucionais) mantinham um horizonte de investimento extremamente reduzido (1,9 ano) em 1990 (Tabela 15). No mesmo sentido, uma pesquisa da revista **Fortune** (nº 25, de 25.12.1995) mostrou o elevado percentual de rotatividade das carteiras de ativos dos fundos mútuos. Em alguns fundos, o giro anual dos ativos (percentagem da carteira de ativos comprada e vendida durante o último ano) chegou a 603% no fundo Strong Corporate Bond, classificado entre os que aplicam em títulos de empresas privadas (Corporate General), e a 479% no fundo Strong Government Securities, entre os aplicadores em títulos públicos (Government General).

A análise da composição dos *portfolios* desses novos atores das finanças diretas permite-nos descortinar suas intenções. De fato, o princípio da liquidez rege inteiramente a política de investimento dos investidores institucionais, colocando-os nas antípodas das recomendações keynesianas.<sup>34</sup> A predileção pela securitização (ações e títulos) favorece todas as formas de especulação, o que explica a intensa atividade nas Bolsas norte-americanas, à medida que detém grande parte da taxa de capitalização. Além disso, as participações dos investidores institucionais são caracterizadas por uma forte dispersão, o que induz uma forma específica de controle das empresas, em que uma pequena participação no capital permite exercer um poder de controle significativo, dado o volume agregado (FARNETTI, 1996, p. 211).

<sup>33</sup> No mesmo sentido, os dados apresentados por Barber e Ghilarducci (1993, p. 297) comprovam que, em média, os fundos e os demais investidores institucionais vendem 40% de seus estoques de ações dentro de um ano após a compra.

<sup>34</sup> A exigência básica dos fundos de pensão é justamente a liquidez, ou seja, a capacidade de negociar grandes volumes de papéis sem mover negativamente os preços e com baixos custos de transação.

Tabela 15

Total de ações e grau de rotatividade, por categoria de investidores, nos EUA — 12 meses com término em 30.09.1990

DISCRIMINAÇÃO	AÇÕES DETIDAS (US\$ bilhões dez./89)	AÇÕES DETIDAS (%)	TAXA DE ROTAÇÃO (%)
<b>Fundo de Pensão</b> .....	957	25,0	45
Ativo .....	766	20,0	53
Indexado (1) .....	191	5,0	14
<b>Fundações</b> .....	82	2,1	22
<b>Famílias</b> .....	2 055	53,7	22
Diretamente .....	1 723	45,0	21
Fiduciários .....	332	8,7	26
<b>Companhias de seguro</b>	211	5,5	40
<b>Fundos mútuos</b> .....	240	6,3	53
<b>Estrangeiros</b> .....	257	6,7	91
<b>Outros</b> .....	11	0,3	103
<b>Subtotal</b> .....	3 813	99,6	36
<b>Bolsa de Valores</b> .....	14	0,4	3 211
<b>TOTAL</b> .....	3 827	100,0	47

  

DISCRIMINAÇÃO	ROTAÇÃO EM US\$ BILHÕES	PARTICIPAÇÃO NO VOLUME GIRADO (%)	HORIZONTE TEMPORAL (meses)
<b>Fundo de Pensão</b> .....	434	32,0	2,2
Ativo .....	406	29,9	1,9
Indexado (1) .....	28	2,0	7,1
<b>Fundações</b> .....	18	1,3	4,5
<b>Famílias</b> .....	447	33,0	4,5
Diretamente .....	361	20,0	4,8
Fiduciários .....	86	6,4	3,8
<b>Companhias de seguro</b>	84	6,2	2,5
<b>Fundos mútuos</b> .....	127	9,4	1,9
<b>Estrangeiros</b> .....	234	17,3	1,1
<b>Outros</b> .....	11	0,8	1,0
<b>Subtotal</b> .....	1 356	100,0	2,8
<b>Bolsa de Valores</b> .....	449	24,9	0,03
<b>TOTAL</b> .....	1 805	100,0	2,1

FONTE: U.S. corporate governance: the market as monitor (1996). OECD Economic Survey 1995-1996 : United States. Paris. p. 180.

(1) *Indexing* - estruturação de um *portfolio* para casá-lo com um índice de base ampla como o da Standard & Poor's, a fim de equiparar seu desempenho ao deste, ou comprar ações em um fundo de índice (*index fund*).

Em suma, esperamos ter demonstrado como o crescimento dos fundos de pensão, das companhias de seguro, dos fundos mútuos e dos vários fundos de investimento (aplicação e gestão de *portfolio*) disponíveis na economia norte-americana levaram à centralização de gigantescas massas monetárias

que procuram se valorizar através de formas e critérios estritamente financeiros. “Essas massas buscam a maior rentabilidade e, também, a máxima mobilidade e flexibilidade, sem nenhuma obrigação a não ser a de crescer/valorizar-se. As conseqüências de suas operações sobre a acumulação e o nível de emprego não são de seus interesses” (CHESNAIS, 1995, p. 19).

## 5 - O ativismo dos investidores

O sistema norte-americano de gerenciamento das corporações fundado no mercado (*market based corporate governance*) vem sendo criticado por ser comandado por um mercado excessivamente líquido, com elevado número de transações e preços voláteis das ações. Os executivos, temendo o julgamento do mercado, procurariam manter elevado o preço das ações (no curto prazo, através da distribuição de dividendos), sacrificando aspectos de desenvolvimento a longo prazo, tais como a taxa de investimento e de P&D. Isso determinaria um comportamento das empresas concentrado em ganhos de curto prazo e sujeito a bolhas especulativas periódicas (PORTER, 1992b).

Nos anos 90, algumas alterações na legislação favoreceram uma maior participação dos acionistas (*shareholder activism*), facilitando o exercício do direito de voto. Em 1992, a SEC decidiu modificar a regra de procuração para voto, possibilitando a comunicação entre os acionistas que não buscam o controle acionário. Poder-se-ia, então, através de movimentos conjuntos dos acionistas impedir estratégias de tomada de controle acionário hostil, trocar o executivo, etc. Porém permaneceram as exigências do Parágrafo (*Section*) 13 (d) de se fornecerem informações à SEC de qualquer pessoa física ou jurídica que adquira 5% ou mais do capital de uma empresa. A SEC também promoveu a participação dos acionistas através da Norma (*Rule*) 14A-X, que permite aos acionistas que detêm ações por um período de tempo predeterminado enviarem um pequeno relatório de suas opiniões sobre a qualidade do gerenciamento anexo à procuração para voto.

Ademais, o volume de ações detido por alguns grandes investidores institucionais pode incitar uma atuação mais ativa, pois o impacto de suas operações nas Bolsas de Valores impediria de vendê-las sem um desconto relevante.<sup>35</sup> Eles perderiam, também, se a performance das empresas não correspon-

---

<sup>35</sup> O montante dos ativos de alguns fundos de pensão é tão elevado que descarregar apenas 1% de suas ações poderia gerar mais de US\$ 30 bilhões em vendas. Em um mercado em declínio, tal ordem de venda seria difícil de ser completada.

desse às expectativas. Assim, os fundos de pensão California Public Employees Retirement System (CalPERS), New York State Employees Retirement Fund, College Retirement Equity Fund of the Teachers Insurance and Annuity Association (TIAA-CREF) começaram a monitorar mais acentuadamente as corporações em que detinham ações, uma vez que, de fato, controlavam uma proporção substancial de seus capitais. Era inescapável aperfeiçoar o desempenho das empresas, a fim de aumentar o retorno de seus investimentos. Em 1987, o fundo de pensão CalPERS começou a publicar uma lista anual das empresas em que se empenhava em transformar o gerenciamento (*corporate performance*), apresentando as 50 firmas em seu *portfolio* que apresentavam os piores desempenhos. Após cinco anos, as empresas monitoradas ampliaram seus rendimentos, em média, 6,8% acima do índice S&P 500; sendo que, cinco anos antes, a taxa média de retorno das empresas era de 7,1% a.a., e a do índice S&P 500, 14% (Economist, 1994, p. 16)<sup>36</sup>.

A partir de 1993, o Council of Institutional Investors (CII), uma associação dos 100 maiores fundos de pensão públicos com quase US\$ 1 trilhão de ativos, também começou a divulgar a Focus List com as empresas que apresentavam os piores retornos e, portanto, alvos prioritários para estratégias de monitoramento. O Council of Institutional Investors vem divulgando, também, uma lista de *Director Turkeys*, citando o nome de diretores que participam do conselho administrativo de mais de uma corporação com as seguintes características: o conselho pagou exageradamente o executivo (CEO) em relação ao desempenho de curto e longo prazos, e a empresa está incluída na Focus List.

Em 1995, o fundo de pensão CalPERS decidiu expandir suas atenções além das maiores corporações e da performance dos executivos norte-americanos. Em 1996, anunciou que desenvolveria um programa formal de gerenciamento internacional (*formal international corporate governance programme*) a ser aplicado em 16% de seu *portfolio* em ativos mantidos no Exterior (US corporate..., 1996, p. 138-139). Essa decisão dos fundos de pensão norte-americanos de intervir na forma de gestão das firmas estrangeiras é claramente reivindicada e reafirmada pelos defensores do *corporate governance*. Assim, N. Rosner, administrador dos fundos de pensão da Cidade de Nova Iorque, afirmou sem rodeios:

---

<sup>36</sup> Charpentier (1997, p. 100) denomina essas listas de “empresas postas no pelourinho” (*clouées au pilori* no original em francês), o que sugere um elevado grau de violência com que esses fundos procuram aumentar a rentabilidade das empresas.

“(…) nos Estados Unidos, os fundos de pensão públicos são atualmente os maiores defensores desse movimento (isto é, do valor das ações para os acionistas), que aliás se propaga à medida que outros investidores institucionais os imitam. Não vejo por que as transformações que despontam nos Estados Unidos não possam ser ‘exportadas’” (ROSNER, *apud* FARNETTI, 1996, p. 206).

As intervenções dos investidores (*shareholder activism*) possibilitaram o desenvolvimento de apostas em empresas com baixo desempenho, transformando suas formas de gerenciamento e obtendo um lucro substancial, quando o valor da empresa se alterasse no mercado. Essas estratégias foram chamadas de *corporate governance funds*. Em junho de 1995, o fundo de pensão CalPERS decidiu investir US\$ 200 milhões num desses fundos, destinados a recuperar uma empresa e vender suas ações, quando o mercado julgar que a reestruturação foi bem-sucedida.<sup>37</sup>

A combinação de instituições financeiras ativas e competitivas, que estariam aumentando o monitoramento do desempenho das corporações, cujas ações se encontram em seus *portfolios*, e a estrutura de gerenciamento das corporações centrada no *shareholder value* poderiam sinalizar um aperfeiçoamento do padrão de gestão empresarial norte-americano. Porém, a maioria dos fundos de pensão apresentam maior aversão a riscos, e o CalPERS parece ser mais uma exceção. Em 1990, o mesmo CalPERS informou possuir ações em mais de 2.000 corporações norte-americanas, sendo que a maior participação representava 0,71% das ações de uma empresa (PORTER, 1992b, p. 69). O TIAA-CREF, o maior fundo de pensão privado do mundo, administrando ativos de US\$ 153,6 bilhões, tem exercido seu direito de voto por procuração para assegurar mudanças nos conselhos de administração, mas não se compara à atuação mais direta do CalPERS. Como afirmou um executivo do fundo mútuo Fidelity, após atuar na mudança do conselho de administração da Kodak, em agosto de 1993: a intervenção não se transformará numa regra, “(...) usually, if it sees problems, Fidelity just sells” (Economist, 1994, p. 17).

---

<sup>37</sup> Na imprensa internacional, essas operações são conhecidas também por *private equity*. Trata-se de formas de investimento que injetam recursos e reestruturam empresas (geralmente de capital fechado) com problemas, para realizar um ganho de capital mais à frente, vendendo parte ou toda sua participação. As empresas objeto dessas operações podem ser de diversos tamanhos, mas preferencialmente devem estar situadas em segmentos em expansão e com potencial de retorno. Esses fundos cresceram vertiginosamente nos mercados emergentes, com a participação de capitais externos.

Noutras palavras, os investidores institucionais, a despeito de deterem grandes volumes de ações, continuam confiando nas negociações de mercado como um meio de maximizar o retorno de curto prazo de seus clientes. Segundo o Employee Benefits Research Institute (US corporate..., 1996a, p. 138, nota 108), um terço dos investidores institucionais não tem diretrizes específicas sobre as votações nas assembleias de acionistas das empresas em que detêm ações, e 31% nem mesmo sabem se houve votação.

Uma visão mais favorável é defendida por Useem (1996). Segundo esse autor, do ativismo dos investidores institucionais, sobretudo dos fundos de pensão, aperfeiçoando as estruturas de *corporate governance* estaria emergindo um novo modelo de capitalismo nos Estados Unidos, o *investor capitalism*. Um capitalismo investidor, ágil e dinâmico que se contrapõe ao capitalismo administrado e burocrático do Segundo Pós-Guerra. Os investidores institucionais estariam gradualmente adotando uma postura de acionistas ativos, criando mecanismos mais eficazes para monitorar e, quando necessário, disciplinar os executivos das empresas em seus *portfolios*.<sup>38</sup> Estas, por sua vez, estariam começando a apreender a necessidade de manter boas relações com seus principais acionistas e procurar soluções de compromisso face às exigências desses acionistas. Portanto, estaria ocorrendo com os acionistas institucionais uma reversão da “regra de Wall Street”, em que o descontentamento com a gerência de uma corporação seria acompanhado pela venda de suas ações. Dado o tamanho das participações acionárias dos fundos de pensão, uma rolagem muito freqüente do *portfolio* poderia não ser a estratégia mais rentável, e a tentativa de traduzir o descontentamento em atitudes para influenciar a administração das empresas constituiria uma alternativa economicamente racional (RABELO, 1996). O certo é que os investidores institucionais conservam em seus *portfolios* as ações das corporações de primeira linha (*blue chip*, tais como GM, IBM, GE, etc.), as quais são constantemente avaliadas.

Como mostramos acima, observa-se também a proliferação das estratégias de indexação. Como poucos fundos têm conseguido rotineiramente superar o desempenho de certos índices do mercado de ações, tem-se difundido a estratégia de atrelar o *portfolio* a um índice (Standard & Poors 500, por exemplo), o que significa pouca negociação das ações de *portfolio*. O fundo tornar-se-

<sup>38</sup> No mesmo sentido, afirma Charpentier (1997, p. 100): “(...) um fenômeno novo nesses últimos anos é o fato dos representantes fiduciários dos poderosos fundos de pensão não evitarem mais intervir nas assembleias gerais e exercer seus direitos de voto para obter modificações nas estratégias das empresas, **segundo seus interesses** (grifo nosso).”

-ia, então, "preso" a essas ações, estimulando uma possível atividade de monitoramento. O estímulo fundamental teria sido a percepção por parte de alguns fundos de que o desempenho corporativo estaria relacionado à gestão da empresa. E o que intentam os fundos de pensão? Na visão daqueles que adotam a postura de investidor ativo, o envolvimento com *corporate governance* é especificamente um meio para aumentar o desempenho financeiro. A idéia não é estabelecer novas regras, mas simplesmente garantir que as existentes sejam rigorosamente aplicadas. Nesse sentido, a ação dos fundos ativos, geralmente, visa garantir um número mínimo de diretores independentes (não executivos) no conselho administrativo das empresas, estabelecer votações secretas de resolução de votos por procuração e obter informações precisas sobre a remuneração dos executivos. Acrescenta-se, ainda, uma pressão para que a remuneração dos executivos esteja cada vez mais vinculada ao desempenho financeiro da empresa. Os fundos que adotam tal postura pretendem, sobretudo, se fazer ouvir pelos executivos das corporações. Não há interesses em um envolvimento na gestão das empresas e nem em informações detalhadas sobre os processos decisórios do conselho administrativo.

De outra perspectiva, é verdade que os fundos de pensão norte-americanos controlam quase um terço das ações disponíveis. Porém, nenhum deles possui posições suficientemente grandes a ponto de potencializar uma postura mais ativa em relação às empresas de seus *portfolios*. Apenas uma pressão contínua de um investidor importante seria capaz de exercer algum efeito sobre a empresa-alvo, e, dada a relação adversa risco-retorno para os administradores desses fundos, uma atitude dessa natureza é pouco provável.<sup>39</sup> Uma ação mais permanente sobre uma grande corporação pode provocar pressões políticas sobre os diretores dos fundos públicos. Nos fundos privados, esse aspecto ainda é mais sensível, devido ao temor de represálias comerciais da empresa-alvo sobre a empresa patrocinadora do fundo. Não é por acaso que praticamente não se verifica nenhum ativismo por parte dos fundos de pensão privados norte-americanos. A maioria dos grandes investidores institucionais adotam, e continuarão adotando, uma postura passiva no que se refere ao *corporate governance*.

---

<sup>39</sup> Nessa questão, está presente também o problema do *free-rider*, ou seja, a indisposição de um investidor incorrer em custos de monitoramento diante da possibilidade de que outros se beneficiem, sem ônus, dos seus resultados. Dessa forma, qualquer contestação da administração deve ser compartilhada por todos os acionistas. Face às dificuldades de aglutinação de todos os acionistas, o efetivo poder só pode ser exercido pelos maiores, dificultando aos pequenos e dispersos o exercício de seus direitos.

Em resumo, as discussões sobre reformas no sistema de gerenciamento das empresas norte-americanas concentram-se na possibilidade de fortalecer ainda mais alguns mecanismos que ampliam a participação dos acionistas (*shareholder voice*), sobretudo dos investidores institucionais (por exemplo, relaxar algumas regras de prudência do ERISA, exigindo a diversificação dos *portfolios*), a fim de permitir maior monitoramento das empresas, bem como reduzir as restrições sobre os grandes bancos comerciais (Glass-Steagall Act) no que se refere às operações com *securities* (subscrever ações e títulos de dívidas). Em 1996, foi aprovado o National Securities Markets Improvement Act (NSMIA), com o objetivo de aprofundar os mercados de valores mobiliários. Essa lei reduziu os procedimentos formais (documentos, prospectos e registros) de um processo de emissão de ações. Inclusive a oferta pública até US\$ 6,00 por ação evita as exigências de divulgação financeira da empresa. Esse limite gerou um debate entre os estados, que regulamentam a estrutura organizacional das corporações através do North America Securities Administrators Association (instituição que centraliza os órgãos de regulamentação dos estados), e o Senado norte-americano, pois a diminuição no grau de transparência poderia expor o investimento acionário a mais fraudes. As possíveis fraudes originadas por essa lei estão sendo chamadas de “fraude das microempresas” (ANTILLA, 1997).

A discussão sobre o ativismo dos investidores remete-nos à configuração estrutural do capitalismo americano. Hobson (1985) já apontava os elementos básicos que, ainda hoje, podem ser considerados essenciais na morfologia do grande capital monopolista norte-americano. Conforme Tavares (1985, p. xvi) argumenta:

“(...) as mudanças radicais operadas na organização industrial da grande empresa vão acompanhadas do aparecimento de uma ‘classe financeira’, o que tende a concentrar nas mãos dos que operam a máquina monetária das sociedades industriais desenvolvidas, isto é, dos grandes bancos, um poder crescente no manejo estratégico das relações ‘intersticiais’ (intersectoriais e internacionais) do sistema. (...) Hobson coloca o acento na ‘classe financeira’, enquanto retora estratégica da grande empresa, e não no fato de que estejam os bancos comprometidos com a gestão direta da empresa industrial. Em sua perspectiva, a solidariedade entre bancos e empresas se fazia simplesmente através da ‘comunidade de negócios’, já que, por sua forma peculiar de estruturação, a moderna companhia americana tinha se tornado virtualmente possuidora de todo o espectro de atividades estratégicas do capitalismo: minas, transporte, banco e manufaturas”.



Então, Hobson identifica nos Estados Unidos, em vez do conceito totalizante de capital financeiro de Hilferding (1983), “(...) uma classe especial de capitalistas financeiros (...) que exerce uma **dominação financeira** sobre a indústria capitalista”. A especificidade do *truste* norte-americano deve ser buscada no

“(...) papel dominante que exercem os banqueiros (atualmente, os investidores institucionais, tais como fundos mútuos, fundos de investimento, fundos de pensão, companhias de seguro, etc.), transformados numa classe especial de financistas, na orientação e no crescimento da grande indústria capitalista. Não se trata, porém, de uma relação orgânica, mas sim de uma relação funcional de dominação. Hobson tinha em vista uma relação **interna** de dominação que se tornaria geral, mas não orgânica. Ele fala em solidariedade de interesses financeiros da comunidade de negócios, mas não a considera completa: em muitos casos ela representa uma aliança, informal e temporária, não uma  **fusão**” (TAVARES, 1985, p. xviii, xix).

A natureza do grande capital financeiro norte-americano pode ser resumida da seguinte forma:

“(...) o grande capital se desenvolve a partir das fusões de interesses da grande indústria com o capital bancário (mais uma vez, atualmente, com os investidores institucionais), sob a égide de uma ‘classe financeira geral’ que promove a conglomeração e a diversificação das atividades produtivas fundamentais. (...) É a força do grande capital e da classe financeira americana que determina sua expansão e diferenciação, e não a superioridade tecnológica inicial do sistema manufatureiro americano, como querem vários autores que atribuem ao ‘progresso técnico’ o papel desencarnado de Deus *ex-machina*. (...) É na internacionalização do capital americano, como resultante do seu potencial de acumulação e da sua tendência à unificação de mercados, que deve ser buscada a tendência moderna à transnacionalização” (TAVARES, 1985, p. xxi).

## 6 - A estrutura financeira das corporações norte-americanas

Como estamos tentando mostrar, os Estados Unidos possuem um sistema de financiamento das corporações diretamente fundado no mercado, sendo

o mercado de capitais a principal fonte externa (bônus e ações, com participação predominante dos títulos). Porém o autofinanciamento é muito elevado, com destaque para a depreciação acelerada do capital fixo (Tabela 16)<sup>40</sup>. As famílias e os investidores institucionais são os acionistas preponderantes. As empresas captam relativamente pouco financiamento no mercado externo, mesmo se considerarmos que houve uma elevação no grau de endividamento nos anos 80 (WOLFSON, 1987). Para se defenderem de ofertas de aquisição hostil, as empresas endividaram-se, através da emissão de títulos de elevado risco (*junk bonds*), para recomprar as ações de suas próprias empresas. Entre 1980 e 1994, a contribuição das novas emissões de ações ao financiamento líquido foi negativa em nove dos 15 anos decorridos, vale dizer, as novas emissões líquidas foram inferiores às recompras de ações e às aquisições de empresas.

As dívidas das corporações (*nonfarm, nonfinancial corporate business*) cresceram 74,1%, isto é, de US\$ 1,58 trilhão para US\$ 2,75 trilhões entre 1979 e 1994 (muito acima dos 40,7% da taxa de crescimento real do PIB). A participação dos bancos na emissão dessa dívida, com empréstimos bancários domésticos, caiu de 19,6% para 14,5% (Tabela 17). As corporações encontraram outras fontes de financiamento: as operações de *commercial papers* no mercado monetário quase duplicaram, e os lançamentos de *corporate bonds* subiram de 41,2% em 1979 para 45,6% em 1994. Por sua vez, as hipotecas declinaram de 15,4% para 5,7%. Observamos, ainda, um crescimento expressivo nos empréstimos dos bancos estrangeiros, que cresceram 7,8 pontos percentuais, ou seja, de 5,6% para 13,4% do total de dívida das corporações norte-americanas, no mesmo período. Grande parte desse crescimento originou-se de empréstimos *off-shore* mais do que *onshore*. Aqueles incluem empréstimos de bancos estrangeiros a partir de seus países de origem e de agências e filiais de bancos estrangeiros nos EUA, mas que contabilizam suas operações em escritórios *off-shore*, sobretudo localizados no Caribe, a fim de obter vantagens fiscais e regulatórias. Dessa forma, os empréstimos de bancos estrangeiros às corporações praticamente alcançaram o volume de empréstimos dos bancos domésticos. Em suma, as corporações, sobretudo as grandes, encontraram outras fontes de financiamento em concorrência com o crédito bancário, quais sejam, emissões de *commercial papers* no mercado monetário doméstico, emissões de títulos nos mercados de capitais, emissões de notas de médio prazo nos mercados internacionais, empréstimos das instituições não bancárias, etc.<sup>41</sup>

<sup>40</sup> A Tabela 16 evidencia, ainda, a importância dos ativos financeiros na estrutura de ativos das corporações norte-americanas (BRAGA, 1993).

<sup>41</sup> Para uma análise sobre a estrutura de ativos e passivos das empresas entre 1980 e 1992, em um nível mais desagregado, ver Cintra (1998).

Tabela 16

Fontes e usos de recursos das empresas não-financeiras<sup>1</sup> norte-americanas — 1950-1993

ANOS	TOTAL (2)	FONTES				
		Internas				Externas (4)
		Total	Lucros retidos	Depreciação	Lucros no exterior (3)	
1950	100,0	43,3	33,0	28,1	0,7	56,6
1955	100,0	56,2	25,4	33,0	1,4	43,7
1960	100,0	75,6	21,8	52,1	2,4	24,3
1965	100,0	62,9	24,5	32,8	1,4	37,1
1970	100,0	58,2	11,4	44,9	2,9	41,8
1975	100,0	78,3	27,1	57,7	5,0	21,6
1980	100,0	59,4	20,5	51,5	5,5	40,5
1985	100,0	71,2	4,3	51,8	4,0	28,7
1990	100,0	76,8	3,8	60,9	7,9	23,1
1991	100,0	90,8	0,9	71,7	10,0	9,6
1992	100,0	78,2	5,3	62,3	6,6	21,8
1993	100,0	82,9	3,1	64,1	9,1	17,0

  

ANOS	USOS		
	Total	Capital Fixo (5)	Ativos Financeiros
1950	100,0	59,5	40,4
1955	100,0	66,5	33,4
1960	100,0	90,8	9,1
1965	100,0	73,7	26,2
1970	100,0	81,7	18,3
1975	100,0	74,5	25,4
1980	100,0	75,4	24,5
1985	100,0	79,2	20,7
1990	100,0	82,4	17,5
1991	100,0	87,2	12,7
1992	100,0	73,1	26,8
1993	100,0	84,1	15,8

FONTE: BOARD of governors of the Federal Reserve System (1995). In: ANNUAL REPORT OF THE COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS. **Economic report of the president.**

(1) Trata-se da rubrica *nonfarm nonfinancial corporate business*. (2) Fontes - usos = discrepância estatística. (3) Inclui lucro e dividendos de filiais de empresas norte-americanas no Exterior. (4) Inclui *securities*, empréstimos bancários, créditos comerciais, impostos a pagar, contribuições a fundos de pensão e investimento estrangeiro direto nos Estados Unidos. (5) Inclui investimentos em equipamentos, estruturas residenciais, etc.

Tabela 17

Estrutura de endividamento das corporações norte-americanas<sup>1</sup> — 1979-1994

DISCRIMINAÇÃO	1979	1980	1982	1985
<b>Total (US\$ bilhões)</b> .....	1 578	1 557	1 601	2 055
<b>Empréstimo de banco comercial norte-americano (%)</b> .....	0,196	0,205	0,259	0,237
<b>Empréstimo de banco estrangeiro (%)</b> .....	0,056	0,061	0,060	0,075
<i>Onshore</i> .....	0,053	0,055	0,040	0,038
<i>Offshore</i> .....	0,004	0,005	0,020	0,036
<b>Instituições de poupança (%)</b> .....	0,001	0,002	0,003	0,010
<b>Commercial Papers (%)</b> .....	0,030	0,032	0,035	0,047
<b>Companhias financeiras (%)</b> .....	0,082	0,080	0,076	0,083
<b>Bônus (%)</b> .....	0,412	0,413	0,396	0,376
<b>Industrial Revenue Bonds (%) (2)</b> .....	0,043	0,052	0,070	0,083
<b>Hipotecas (%)</b> .....	0,154	0,128	0,072	0,063
<b>Outros</b> .....	0,025	0,029	0,030	0,028
DISCRIMINAÇÃO	1987	1990	1992	1994
<b>Total (US\$ bilhões)</b> .....	2 486	2 722	2 632	2 746
<b>Empréstimo de banco comercial norte-americano (%)</b> .....	0,197	0,171	0,142	0,145
<b>Empréstimo de banco estrangeiro (%)</b> .....	0,092	0,123	0,136	0,134
<i>Onshore</i> .....	0,048	0,056	0,063	0,060
<i>Offshore</i> .....	0,044	0,067	0,073	0,075
<b>Instituições de poupança (%)</b> .....	0,010	0,007	0,002	0,002
<b>Commercial Papers (%)</b> .....	0,037	0,048	0,042	0,051
<b>Companhias financeiras (%)</b> .....	0,087	0,096	0,094	0,098
<b>Bônus (%)</b> .....	0,398	0,412	0,457	0,456
<b>Industrial Revenue Bonds (%) (2)</b> .....	0,059	0,047	0,045	0,041
<b>Hipotecas (%)</b> .....	0,097	0,079	0,066	0,057
<b>Outros</b> .....	0,022	0,017	0,015	0,015

FONTE: BERGER, Allen N.; KASHYAP, Anil K.; SCALISE, Joseph (1995). The transformation of the U.S. banking industry: What a long strange trip it's been. **Brookings Papers on Economic Activity**, Washington, DC.: Brookings Institution, n.2, p.170-171, tab. A8.

(1) Trata-se da *nonfarm, nonfinancial corporate*. (2) Modalidade de obrigação municipal de receita emitida para financiar ativos fixos, sendo, então, arrendadas a sociedades privadas, cujos pagamentos são utilizados para amortizar a dívida.

## 6.1 - A liberalização financeira e a expansão dessa forma de gestão empresarial

A forma de gestão da riqueza norte-americana — produtiva e financeira — a partir da lógica predominante no seu sistema financeiro (*market-based*) caracteriza o que Aglietta (1995, p. 44) denominou de “capitalismo concorrencial”.

“Mesmo se é mais significativo nos Estados Unidos, o financiamento direto através dos mercados de títulos continua minoritário. Pois, uma economia em que as finanças diretas são predominantes constitui uma economia em que o autofinanciamento é elevado. Porém, a despeito de serem marginais no financiamento das empresas, os mercados financeiros desempenham um papel importante na alocação da poupança (financeira). Eles determinam o custo do capital de um lado e o valor das empresas de outro. Formam uma instância anônima que orienta o uso do autofinanciamento das empresas e a realocação dos haveres financeiros das famílias. Ao submeter os executivos das empresas à ameaça de transferência do controle acionário, os mercados representam uma instância mediadora do uso dos recursos à disposição dos executivos. A eficácia dessa disciplina de mercado é reforçada pelo interesse dos executivos no valor de mercado das empresas. As Agências de Classificação de Risco, que forjam critérios padronizados de avaliação das empresas, contribuem para o funcionamento dos mercados, fornecendo informações para construir as avaliações coletivas sobre a rentabilidade. Os bancos de investimentos especializados em fusões e aquisições estimulam um mercado de controle corporativo. Todos esses elementos estão relacionados, de uma forma ou de outra, à formação dos preços dos ativos nos mercados financeiros. A qualidade dessa regulação sobre a acumulação do capital produtivo fica circunscrita à capacidade de esses preços revelarem os determinantes fundamentais da rentabilidade. Demonstrou-se que essa capacidade é mais que duvidosa”.

A desregulamentação e a liberalização dos mercados monetários e de capitais possibilitaram a proliferação dos títulos de créditos negociáveis, dos instrumentos de elevado risco, como os *junk bonds*, dos híbridos entre créditos e ações (ações e títulos conversíveis), dos créditos colateralizados em ativos (*asset-based securities*), das notas e *commercial papers* lançados no mercado de euromoedas, e muitos outros. Houve, então, uma ampliação das possibilidades de financiamento externo e uma redução do custo da intermediação financeira graças ao acirramento da concorrência e à maior liquidez dos instrumentos. O financiamento tornou-se mais flexível, ao mesmo tempo em que a institucionalização da poupança gerou um maior distanciamento nas relações entre os acionistas e os executivos das empresas. Esperamos ter demonstrado que os Estados Unidos levaram ao extremo essa evolução com a explosão das transações com índices de Bolsas e os processos de fusões e aquisições de empresas. As fusões e aquisições suscitaram reações opostas de recompra

das empresas pelos seus dirigentes, ou não, substituindo as ações por dívidas (*leveraged buyouts*). Paradoxalmente, a febril atividade bursátil voltou-se contra os acionistas, favorecendo uma tentativa de autocontrole dos executivos.

Nesse sentido, a capacidade de os mercados de capitais liberalizados orientarem a alocação do capital produtivo precisa ser relativizada. Para fazê-lo convenientemente, deveriam permitir aos acionistas exercer o controle sobre os dirigentes das empresas. Isso significa que os acionistas deveriam ser informados sobre o valor preciso das empresas, e as cotações das ações deveriam refletir os valores fundamentais, isto é, a capacidade futura das empresas de gerar lucros. Porém, os mercados bursátricos possibilitam, a todo momento, a faculdade de os acionistas negociarem seus títulos (de propriedade ou de dívida) nos mercados secundários líquidos; por conseguinte, a maioria dos acionistas não está vinculada às empresas. Eles não possuem a motivação, nem os meios para realizar avaliações próprias da rentabilidade interna dos investimentos escolhidos pelos executivos. Eles se voltam fundamentalmente para as Bolsas. Portanto, estão sujeitos às opiniões coletivas da comunidade financeira, que influencia o conjunto das cotações em Bolsa, mesmo se não tiverem nenhuma relação com a empresa considerada. Diante da instabilidade das antecipações, o mercado bursátrico não fornece uma avaliação dos valores fundamentais das empresas no sentido de proporcionar um mediador eficaz do investimento futuro e do controle das empresas.

Corroborando essa análise, vejamos o comportamento de Wall Street durante março e abril de 1997:

“(...) o Índice Dow Jones tem sido propenso a mudanças e oscilações. No dia 11 de março, registrou sua maior alta em todos os tempos, atingiu 7.085, sinalizando um crescimento de 50% no ano. Até 11 de abril, havia despencado até 6.391, depois de uma queda diária particularmente calamitosa de 48,36 pontos, ficando abaixo de seu nível do início de janeiro. Finalmente, parecia que o grande mercado altista da década de 90 estava acabando. Todavia, desde aquele ponto mais baixo, há apenas três semanas, o Dow Jones ganhou 9,8%, alcançando o pico de 7.008 e pairando sobre o nível dos 7.000 desde então. Tudo isso foi conseguido com uma volatilidade excepcional, com o mercado oscilando em 100 pontos oito vezes num dia” (Finan. Times, 1997). Esses movimentos ciclóticos tornaram-se rotineiros.

Adicionalmente, o desenvolvimento dos mercados financeiros ocasionou uma deterioração das possibilidades de determinados tipos de investimentos e de empresas. Esse é o resultado da obsessão pela liquidez, originada pela própria lógica de formação de preços nos mercados de ativos. Constitui também

a consequência da capacidade de diversificar mais facilmente os riscos de mercado graças à abundância dos novos produtos financeiro. Todas as facilidades oferecidas aos poupadores tornaram-os ainda mais reticentes do que antes para assumirem os riscos industriais, que implicam compromissos financeiros de longa duração em investimentos irreversíveis e de lucratividade incerta. Ou seja, as inovações financeiras tornaram os gestores dos fundos de investimentos mais reticentes para financiarem as inovações produtivas, dada a importância da liquidez para os poupadores. As inovações produtivas acarretam riscos que esses mercados financeiros podem não atribuir aos agentes mais capacitados para suportá-los. É o caso, sobretudo, das inovações efetuadas por pequenas empresas, cujos títulos não podem ser cotados nesses mercados financeiros globais e líquidos. Porém a inovação técnica é a força motriz do crescimento econômico. Como os investimentos mais essenciais ao crescimento — o desenvolvimento de P&D, treinamento de mão-de-obra, etc. — não podem produzir formas líquidas de capital que possam ser negociadas nos mercados de capitais pelos eventuais credores, o crescimento de longo prazo pode ficar comprometido (AGLIETTA, 1995, p. 33-34).<sup>42</sup>

Assim, a liberalização financeira aumentou o poder de coerção dos mercados financeiros sobre as decisões de investimento de longo prazo. Vale dizer, quando o financiamento externo é fornecido pelos mercados de capitais liberalizados, os investidores não possuem outro meio de avaliar a qualidade das empresas, a não ser observar a rentabilidade realizada e esperada. Certas empresas apresentam um rendimento médio positivo, e outras, um rendimento nulo. Porém, entre estas, podem haver firmas não rentáveis e outras que realizaram investimentos de longo prazo de maturação. A ausência de uma fonte interna de informação sobre as corporações impede o mercado de distinguir entre essas duas categorias. Eles, então, se recusam a financiar os investimentos de longo prazo. O investimento fica circunscrito à capacidade de autofinanciamento das empresas e de valorização imediata. Apesar da elevada taxa de autofinanciamento das empresas, a economia pode reduzir sua taxa de crescimento devido à incapacidade de os mercados financeiros aceitarem a incerteza (AGLIETTA, 1995, p. 42). Em suma, os mercados financeiros determinam o comportamento “curtoterminista” dos poupadores e desestimula o financiamento do investimento

---

<sup>42</sup> De acordo com os dados da OECD sobre ciência e tecnologia compilados por Aglietta (1995, p. 18), a taxa de crescimento anual médio das despesas com P&D das empresas norte-americanas caiu de 8,6% no período 1981-85 para 1,3% no período 1985-89 e para -0,8% no período 1989-92. Relatórios recentes da OECD confirmam essa tendência.

produtivo. Os fluxos de capitais aos investimentos, que exigem grandes desembolsos, ficam condicionados pela margem de autofinanciamento das empresas.

O horizonte temporal de valorização do capital industrial, designado pela expressão “curtoterminismo”, salienta os efeitos nocivos sobre o investimento produtivo, tanto tangível como intangível (P&D, treinamento de mão-de-obra, etc.), dos requisitos de valorização impostos pelos investidores institucionais, que entraram maciçamente na propriedade do capital produtivo.

“Ora, o resultado da mundialização financeira, com o predomínio da ‘gestão’ dos fundos de investimento na esfera produtiva foi permitir ao modelo americano ganhar terreno à custa do ‘modelo alemão’, de forma que os horizontes de valorização muito curtos, ditados pelos imperativos financeiros dos movimentos das ações em bolsas e das ameaças de ofertas de aquisição hostil, tendem a determinar o investimento típico do **regime de acumulação financeira mundial** (grifo nosso). As características do investimento produtivo, sob o ângulo de seu ritmo, de seu montante e de sua orientação setorial (com exceção dos semicondutores, da informática, das telecomunicações, do transporte aéreo, das indústrias de mídia e de lazer de massa para uma classe média de aposentados, etc.) levam a formular a hipótese de que, pela primeira vez na história do capitalismo, no centro do sistema, a acumulação do capital industrial não está mais voltada para a reprodução ampliada” (CHESNAIS, 1996b, p. 264).

Enfim, os mecanismos de mercado presentes no sistema norte-americano — oscilações nos preços das ações, ameaças de tomada de controle acionário, dispersão dos acionistas, diversificação de *portfolio* — encurtam o horizonte dos executivos. E os processos de reestruturação através de tomada de controle acionário hostil desenvolveram um genuíno mercado de controle das corporações, altamente especulativo. É essa forma de controle do mercado de corporações e de gestão da riqueza que Minsky (1992, p. 32) denominou de *money manager capitalism*, sendo que os investidores institucionais desempenham os papéis de protagonistas:

“(...) o capitalismo administrador de dinheiro tem características distintas. Os fundos mútuos e de pensão dispõem de somas consideráveis de recursos para aplicar de forma regular. Superaram as carteiras de ações e bônus de boa qualidade, tornando-se um mercado para instrumentos específicos, tais como hipotecas securitizadas, cartões de crédito e *junk bonds*. Também desempenharam um papel-chave no surgimento das transações de *leveraged*



*buyouts*. Um aspecto pouco conhecido desse jogo são os fundos que cada um dos principais jogadores controla. Os diversos *pools* de administradores de dinheiro são em grande parte, embora não na sua totalidade, a fonte de dinheiro disponível para formar posição de capital nessas operações. O aparecimento do capitalismo administrador de dinheiro significa que o financiamento do desenvolvimento do capital da economia converteu-se numa questão secundária diante da busca de retornos de curto prazo”.

Assim, os investidores institucionais impuseram seus critérios de gestão às corporações, cujos capital e dívida controlam, consagrando a supremacia da lógica financeira de valorização. Vale dizer, a empresa deve ser gerenciada segundo critérios puramente financeiros, pois devem satisfazer os objetivos de rentabilidade financeira de curto prazo dos organismos de gestão coletiva de poupança. Dentro desse sistema, que se desenvolveu a partir dos EUA, mas se expande globalmente, consolidou-se o poder dos administradores dos diversos fundos de investimento, considerados os representantes dos acionistas.<sup>43</sup> Dessa forma, o *corporate governance* consolidou-se como a codificação de uma prática de gestão em que o capital-dinheiro concentrado logrou subordinar frações cada vez maiores do aparelho produtivo (indústrias ou serviços) para seu próprio proveito, tanto em escala nacional quanto internacional (FARNETTI, 1996, p. 208).

Conseqüentemente, a forma de gestão das grandes empresas tende a se homogeneizar.<sup>44</sup> Nas palavras de Braga (1998, p. 24):

---

<sup>43</sup> Uma pesquisa da **Business Week** indica essa “americanização” das empresas européias. De acordo com essa matéria, a onda de investimentos norte-americanos na Europa, principal pólo de atração, basear-se-ia em um novo conjunto de premissas. “Como a competição global aumentou, o clima comercial europeu ficou mais parecido ao dos Estados Unidos — desregulamentado e competitivo em preços e atendimento ao cliente. Isso favorece as empresas americanas fortes em áreas como serviços financeiros, varejo e tecnologia. (...) os americanos estão transformando-se em agentes de mudança na Europa. (...) Em uma grande mudança em relação a 30 anos atrás, muitas empresas européias estão adotando o modelo americano de empresa como sendo talvez o único caminho remanescente para obtenção de lucros e criação de empregos” (JAVETSKI, 1996).

<sup>44</sup> De acordo com a revista **The Economist**, republicado na **Gazeta Mercantil**, (EMPRESAS..., 1997, p. A-12): “(...) os executivos com mestrado em administração de empresas da Europa têm hoje melhor formação e estão mais abertos para o exterior do que nunca. O continente tem uma rede de consultores e banqueiros de investimentos que praticamente inexistia mesmo há uma década. E as empresas, finalmente, são analisadas por investidores profissionais prontos para **disciplinar companhias caprichosas**”.

"(...) é a concorrência financeira que reforça uma tendência à generalização e homogeneização nas formas de organização, operação e comportamento estratégico das corporações e empresas financeiras, em quase todos os países, ainda quando seus sistemas nacionais resistam a essa convergência. Ocorre, contudo, uma pressão por parte dos 'negócios' a favor desta mesma convergência".

Esse processo tendencial de homogeneização fica explícito na análise da OECD (US corporate..., 1996, p. 161): "(...) não é de se admirar que grandes corporações na Europa e no Japão estejam começando a mostrar sinais dessa prática e prestar mais atenção ao *shareholder value* nas suas decisões".<sup>45</sup>

Em suma, a lógica da valorização patrimonial vai-se apoderando de todas as esferas da economia, impondo seus critérios como os únicos aceitáveis em qualquer decisão relativa à posse da riqueza. Não se trata apenas de que o cálculo do valor presente do investimento produtivo seja afetado pelo estado de "preferência pela liquidez" nos mercados financeiros, mas sim que a acumulação produtiva vai sendo crescentemente "financeirizada" (BRAGA, 1992). E o investimento produtivo pode ser afetado de diversas formas: (a) quanto mais longo for o período de maturação dos novos projetos, menores são as possibilidades de financiamento externo; (b) preferência pelas operações de aquisição, fusão e incorporação de empresas produtivas já existentes do que pela geração de nova capacidade produtiva; (c) os excedentes financeiros das grandes empresas sistematicamente superiores aos gastos de investimento produtivo (BELLUZZO, 1998). Isso significa que as empresas são aplicadoras líquidas nos mercados financeiros e de capitais, dedicando uma importante parcela desses recursos à reaqüisição de suas próprias ações.

---

<sup>45</sup> Um exemplo recente pode ser identificado no lançamento do mercado eletrônico de balcão para ações de empresas de segunda linha da Alemanha, chamado de "Novo Mercado". Esse mercado oferece assessoria e publicidade às empresas em ofertas públicas de ações e a garantia de liquidez no início das negociações. Em contrapartida, as empresas devem atender a normas rigorosas de entrada sobre as condições de emissão e transparência para reduzir os riscos, inclusive a publicação trimestral de resultados, e o uso de padrões internacionais de contabilidade; Agência Reuters, republicado na **Gazeta Mercantil**, (1997). No mesmo sentido a oferta agressiva de tomada de controle acionário feita pelo empresário François Pinault ao conglomerado francês Worms, utilizando empréstimos de quatro bancos (Crédit Lyonnais, J.P. Morgan, ING Barings e Crédit Agricole) foi saudada pela revista **Business Week**; republicado na **Gazeta Mercantil**, (1997, p. C-6) como a "chegada do capitalismo anglo-saxão à França", marcando uma mudança na forma como as empresas francesas são compradas e vendidas: "(...) essa oferta mostra a forte propagação do estilo de investimento bancário dos Estados Unidos na Europa".

## Bibliografia

- AGLIETTA, Michel (1995). **Macroéconomie financière**. Paris : La Découverte.
- ANNUAL REPORT OF THE COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS, THE (varios anos). **Economic report of the President..** S.n.t.
- ANTILLA, Susan (1997). Pavor à burocracia reduz transparência nos EUA. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, p.B-20, 31 out. (Publicado no Bloomberg News).
- BALANCE-SHEET restructuring: economic impact and policy respon-ses(1992). **Economic Outlook**, Paris : OECD, n.52, p.41-49, dec.
- BARBER, Randy, GHILARDUCCI, Teresa (1993). Pension funds, capital markets, and the economic future. In: DYMSKI, Gary, EPSTEIN, Gerald, POLLIN, Robert, eds. **Transforming the U.S. financial system**. Armonk, NY : M. E. Sharpe/ Economic Policy Institute.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga Mello (1995). O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados 'organizados'. **Economia e Sociedade**, Campinas : UNICAMP/ IE, n.4.
- BELLUZZO, Luiz Gonzaga Mello (1998). Dinheiro e as transformações da riqueza. In: TAVARES, Maria Conceição, FIORI, José Luís, orgs. **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. Petropolis : Vozes.
- BERNANKE, Ben S., CAMPBELL, John Y. (1988). Is there a corporate debt crisis?. **Brookings Papers on Economic Activity**, Washington, DC. : Brookings Institution, n. 1, p.83-139.
- BERNANKE, Ben S., CAMPBELL, John Y., WHITED, Toni M. (1990). U.S. corporate leverage: development in 1987 and 1988. **Brookings Papers on Economic Activity**,
- BESMAN, Miriam (1995). How pension officer tame risk. In: INSTITUTION Investor, New York, p.111-120, may.
- BRAGA, José Carlos Souza (1992). **A financeirização da riqueza** (a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismo centrais). São Paulo : IESP. (Texto para discussão, n.5).
- BRAGA, José Carlos Souza (1993). A financeirização da riqueza (a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismo centrais). **Economia e Sociedade**, Campinas : UNICAMP/ IE, n.2.

- BRAGA, José Carlos Souza (1998). Produtivismo e especulação na gestão da riqueza: um estudo sobre Estados Unidos, Japão e Alemanha. In: CINTRA, M. A. M., FREITAS, M. C. P. de, orgs. **Transformações institucionais dos sistemas financeiros**: um estudo comparado. São Paulo : FUNDAP/FAPESP.
- BRANCATO, C., GAUGHAN, P. (1991). Institutional investors and capital markets. **Update**, Columbia University/ Center for Law and Economics.
- BUSINESS WEEK (1996). New York : McGraw-Hill, 15 abr.
- CAREY, Mark et al. (1993). The economics of the private placement market. **Staff Study**, Washington : Board of Governors of the Federal Reserve System. (RECENT developments in the market for privately placed debt; resumo publicado no, Federal Reserve Bulletin, v.79, n.2, febr).
- CHANDLER JUNIOR, A. (1988). O desenvolvimento da moderna estrutura gerencial nos EUA e no Reino Unido. In: McCRAW, Thomas K., org. **Alfred Chandler**: ensaios para uma teoria historica da grande empresa. Rio de Janeiro : FGV.
- CHARPENTIER, François (1997). **Retraites et fonds de pension**: l'état de la question en France et à l'étranger. 2.ed. rev. ampl. Paris : Economica.
- CHESNAIS, François (1994). **La mondialisation du capital**. Paris : Syros. (Collection alternatives économiques).
- CHESNAIS, François (1995). A globalização e o curso do capitalismo de fim-de-século. **Economia e Sociedade**, Campinas : UNICAMP/ IE, n.5.
- CHESNAIS, François (1996). **A mundialização do capital**. São Paulo : Xamã.
- CHESNAIS, François (1996a). Introduction générale. In: ——. **La mondialisation financière**: genèse, coûts, enjeux. Paris : Syros.
- CHESNAIS, François (1996b). Mondialisation financière et vulnérabilité systémique. In: ——. **La mondialisation financière**: genèse, coûts, enjeux.. Paris : Syros.
- CINTRA, Marcos Antônio Macedo (1993). A mania das fusões: o processo de tomada de controle acionário entre as corporações americanas no período 1980-1992. In: CINTRA, M. A. M., FREITAS, M. C. P. de, orgs. **Transformações institucionais dos sistemas financeiros**: um estudo comparado. São Paulo : FUNDAP/ FAPESP.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo (1997). **As transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos**: a montagem de um novo regime monetário – financeiro (1980-1995). Campinas : UNICAMP/IE. (Tese de doutorado).

COMMENT, Robert, SCHWERT, G. William (1995). Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth of modern antitakeover measures. **Journal of Financial Economics**, v.39, n.1, sept.

CORPORATE risk management (1996). **The Economist**. London. 10, fev.

CRABBE, Leland E., PICKERING, Margaret H., PROWSE, Stephen D. (1990). Recent developments in corporate finance. **Federal Reserve Bulletin**, Washington, DC., v.76, n.8.

CROTTY, James R., GOLDSTEIN, Don (1993). Do U.S. financial markets allocate credit efficiently? The case of corporate restructuring in the 1980s. In: DYMSKI, Gary A., EPSTEIN, Gerald, POLLIN, Robert, ed. **Transforming the U.S. financial system**. Armonk : M. E. Sharpe/ Economic Policy Institute.

DAVIS, E. P. (1988). Financial market activity of life insurance companies and pension funds. **BIS Economic Papers**, Basle : Bank for international Settlements, n.21.

DAVIS, E. P. (1996). The role of institutional investors in the evolution of financial structure and behavior. In: CONFERENCE HELD AT THE RESERVE BANK OF AUSTRALIA. **Future of the financial system**: proceedings. Sydney : RBA. (mimeo).

ECONOMIST The (1994). London, p.6, 16,17,18, 29 jan.

ECONOMIST, The (1996). London, 10 fev.

EMPRESAS pedem a políticos espaço para agir (1997). **Gazeta Mercantil**, São Paulo, p.A-12, 8 ago.

FARNETTI, Richard (1996). Le rôle des fonds de pension et d'investissement collectifs anglo – saxons dans l'essor de la finance globalisée. In: CHESNAIS, François. **La mondialisation financière**: genése, coûts, enjeux.. Paris : Syros.

FINANCIAL market and corporate governance (1995). **Financial Market Trends**, Paris : OECD, n.62, dec.

FINANCIAL TIMES (1997). 2 maio.

FORTUNE (1995). S.n.t., n.25, 25 dez.

FREITAS, M. Cristina Penido de (1996). **Os fundos de pensão e o financiamento da infra-estrutura**. Brasília : IPEA/ SEPLAN. (Relatorio de pesquisa).

FRYDL, Edward J. (1991). Overhangs and hangovers: coping with the imbalances of the 1980s. **Seventy-seventh Annual Report**, New York : Federal Reserve Bank of New York. p.5-30.

FUKAO, Mitsuhiro (1994). **Financial integration , corporate governance, and the performance of multinational firms**. Washington, DC. : Brookings Institutions. (mimeo).

GAZETA MERCANTIL (1996). São Paulo, 1 jul., p.A-3.

GAZETA MERCANTIL (1996). São Paulo, 22 jan., p.6.

GAZETA MERCANTIL (1997). São Paulo, 11 mar.,

GAZETA MERCANTIL (1997). São Paulo, 11 nov.

GAZETA MERCANTIL (1997). São Paulo, p.C-6, 17 out.

GUTTMANN, Robert (1994). **How credit-money shapes the economy: the United States in a global system**. Armonk, NY : M. E. Sharpe.

HILFERDING, R. (1983). **O capital financeiro**. São Paulo : Nova Cultural. (Os economistas; 1.ed. 1910).

HOBSON, John Atkinson (1985). **A evolução do capitalismo moderno: um estudo da produção mecanizada**. São Paulo : Nova Cultural. (Os economistas; trad.: The evolution of modern capitalism: a study of machine production, de 1894).

INTERNATIONAL banking (1996). **The Economist**. London. 27. abr.

JACOBS, Michael T. (1991). **Short-term America: the causes and cures of our business myopia**. Cambridge : Harvard Business Scholl.

JAVETSKI, Bill (1996). Americanos impõem suas regras à Europa: nova onda de investimento no velho continente introduz o american way of business. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 18 out. (publicado no Business Week).

JENSEN, Michael C. (1988). Takeovers: their causes and consequences. **The Journal of Economic Perspectives**, Nashville : American Economic Association, p.21-48, winter.

KEYNES, John Maynard (1936). **The general theory of employment, interest and money**. London : Macmillan.

- KEYNES, John Maynard (1985). **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo : Nova Cultural. (Os economistas).
- KNEESHAW, J. T. (1995). A survey of non-financial sector balance sheets in industrialised countries: implications for the monetary policy transmission mechanism. **BIS Working Papers**, Basle : Bank for International Settlements, n.25.
- KURZ, Robert (1996). A filosofia míope do capitalismo-cassino. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 27 out. (Cad. Mais).
- MANAGING risk (1994). **Business Week**, New York : McGraw-Hill, 31 out.
- McCUALEY, Robert N., SIMMER, Steven N. (1989). Explaining international differences in the cost of capital. **Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review**, New York, p.7-28, summer.
- MINSKY, Hyman P. (1992). Reconstituting the United States financial structure: some fundamental issues. **Working Paper**, New York : The Jerome Levy Economics Institute, n.69.
- MINSKY, Hyman P. (1993). Finance and stability: the limits of capitalism. **Working Paper**, New York : The Jerome Levy Economics Institute.
- PICKERING, Margaret Hastings (1991). A review of corporate restructuring activity, 1980-90. **Staff Study**, Board of Governors of the Federal Reserve System, n.161.
- PLIHON, Dominique (1996). Déséquilibres mondiaux et instabilité financière: la responsabilité des politiques libérales. In: CHESNAIS, François. **La mondialisation financière: genèse, coûts, enjeux..** Paris : Syros.
- PORTER, Michael E. (1992a). Capital disadvantage: America's failing capital investment system. **Harvard Business Review**, set./out.
- PORTER, Michael E. (1992b). **Capital choices: changing the way American invest in industry**. (A research report presented to the Council on Competitiveness and co-sponsored by the Harvard Business School).
- PROWSE, Stephen D. (1990). Institutional investment patterns and corporate financial behavior in the United States and Japan. **Journal of Financial Economics**, North Holland, v.27, p.43-66.
- PROWSE, Stephen D. (1994). Corporate governance in an international perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany. **BIS Economic Papers**, Basle : Bank for international Settlements, n.41.

- RABELO, Flávio Marcílio (1996). Fundos de pensão, mercados de capitais e corporate governance: lições para os mercados emergentes. In: COUTINHO, Luciano, G., org. **Fundos de pensão: novo fator de desenvolvimento na América Latina**. São Paulo : UNICAMP/ IE, ABRAPP.
- REICH, Robert R. (1991). **The world of nations**. New York : Alfred A. Knopf.
- REMOLONA, Eli M. (1990). Understanding international differences in leverage trends. **Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review**, New York, spring.
- REMOLONA, Eli M. et al. (1992-93). Corporate refinancing in the 1990s. **Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review**, New York, v.17, n.4, winter.
- TAVARES, Maria da Conceição (1985). Apresentação. In: HOBSON, John Atkinson **A evolução do capitalismo moderno: um estudo da produção mecanizada**. São Paulo : Nova Cultural. (Os economistas).
- TRANSNATIONAL corporations in world development; trends and prospects (1988). New York : ONU/ UNCTAD.
- U.S. corporate governance: the market as monitor (1996). **OECD Economic Survey 1995-1996: United States**. Paris.
- USEEM, Michael (1996). **Investor capitalism: how money managers are changing the face of corporate America**. New York : Basic Books.
- VENTURE capital in OECD countries (1996). **Financial Market Trends**, Paris : OECD, n.63, feb.
- WARSHASWKY, Mark J. (1987). Determinants of corporate merger activity: a review of the literature. **Staff Study**, Washington, DC. : Board of Governors of the Federal Reserve System.
- WARSHASWKY, Mark J.(1988). Pension plans: funding assets, and regulatory environment. . **Federal Reserve Bulletin**, Washington, DC., v.74, n.11, nov.
- WELCH, Ivo, NEUBERGER, Anthony (1997). Como levantar capital acionário. In: O DOMINIO da administração. **Financial Times**, n.4. (republicado pela Gazeta Mercantil, 18.9.97).
- WHO'S in the driving seat? A survey of the world economy (1995). **The Economist**. London.
- WOLFSON, Martin H. (1987). **Financial crises**. Armonk, N.Y. : M. E. Sharpe.



- WOLFSON, Martin H. (1990). The causes of financial instability. **Journal of Post Keynesian Economics**, v.12, n.3.
- WOLFSON, Martin H. (1993). The evolution of the financial system and the possibilities for reform. In: DYMSKI, Gary, EPSTEIN, Gerald, POLLIN, Robert, eds. **Transforming the U.S. financial system**. Armonk, NY : M. E. Sharpe/ Economic Policy Institute.
- WORLD investment report 1991: the triad in FDI (1992). New York : ONU/UNCTAD.
- ZWEIG, Phillip L. et al. (1994). Managing risk. **Business Week**, out. (Special Report).
- ZYSMAN, John (1983). **Governments, markets, and growth, financial systems and the politics of industrial change**. Ithaca : Cornell University.

## Abstract

In this article we will explore the corporate finance of the American firms and the interfaces with the financial system. The capital markets in the 80's and 90's became very significant in terms of the amount and extension, determining important impacts under the form of creation and administration of wealth, with a deepening of the capital market-based financial system paradigm. In the new system of highly sophisticated actions and speculations the capital markets adopted the role of main temple of finance, where the market oriented financial system is led to paroxysm. However, most of these actions occur among the financial agents themselves. As to the relationships with the firms we will try to show that the corporations financing pattern, through the so called "external capital market", shows very particular features. Capitals have extreme mobility and fluidity. The resources from the stockholders transfer from one firm to another based on expectations of short run appreciation of their stocks. The firms with stocks traded on the stock market depend on a "transitory" property structure, directed by the institutional investors that act as agents for the individual investors.