



Torino Sassi Neto

A Financeirização das empresas não financeiras na
era neoliberal

Campinas

2018



Torino Sassi Neto

A Financeirização das empresas não financeiras na era neoliberal

Trabalho de conclusão de curso, apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob a orientação da Prof.^a Dra Ana Lúcia Gonçalves da Silva.

Campinas

2018

Resumo

O intenso processo de financeirização das empresas não financeiras tornou insustentável a continuação do projeto Neoliberal e pode ter que ser abandonado ou completamente reformulado. A endogenização da lógica financeira pelas empresas do setor produtivo estabeleceu a primazia das atividades de extração de valor sobre aquelas de criação de valor. A rentabilidade financeira passou a superar a produtiva em diversas indústrias do setor real da economia e a desregulamentação dos mercados financeiros fez com que as operações financeiras se tornassem um fim em si mesmas, deslocando-as do seu propósito inicial de sufragar a produção para transformá-las na principal plataforma de valorização do capital. As empresas não financeiras para sobreviverem em meio a um ambiente econômico progressivamente incerto e instável foram submetidas a um ciclo vicioso de investimentos forçados, remanejamentos internos, redução de recursos humanos, especialização produtiva e terceirização de atividades que produziu uma deterioração do bem estar geral da sociedade. Os salários reais foram comprimidos, a distribuição de renda piorou, a instabilidade dos vínculos trabalhistas se intensificou. A financeirização, juntamente com o acirramento da competição globalizada, provocou a formação de cadeias de valor integradas e distribuídas nas mais diferentes regiões do mundo de acordo com uma filosofia de redução forçada de custos que ignorou características socio econômicas próprias dos diferentes países, realçando as assimetrias existentes entre países desenvolvidos e subdesenvolvidos. Embora não se possa dizer que os processos inovativos tenham sido abandonados, não se pode negar que eles tenham sido profundamente influenciados pelos anseios de extração de valor de seus principais patrocinadores e possam não estar sendo devidamente direcionados para garantir a prosperidade material da sociedade. Portanto, a progressiva deterioração da prosperidade econômica coloca em cheque a financeirização do setor produtivo e torna imperativo a criação de uma nova base institucional capaz de retomá-la.

Palavras-chave: Financeirização. Lógica financeira. Cadeias de valor. Inovação. Extração de valor. Criação de valor.

Abstract

The intense financialization of non-financial corporations has made it unsustainable for the Neoliberal project to continue and thus may have to be abandoned or completely reformulated. The adoption of a predominantly financial logic by the companies of the productive sector established the primacy of value extraction activities over those of value creation. The financial profitability happened to surpass the productive one in many industries of the real sector of the economy and the deregulation of financial markets made it possible for financial operations to become an end in themselves, shifting them from their initial purpose of defraying production to transforming them into the main platform of capital appreciation. As a result Nonfinancial enterprises, to survive in the midst of a progressively uncertain economic environment, were subjected to a vicious cycle of forced investments, internal restructuring, reduction of human resources, productive specialization and outsourcing of activities that ultimately produced a deterioration of the general well-being of society. Real wages have been tightened, income distribution has worsened, labor bond instability has intensified. Financialization, coupled with the intensification of globalized competition, has led to the formation of integrated value chains that span throughout the world according to a philosophy of forced cost reduction that ignored socio-economic characteristics of many different countries, making the existing asymmetries between developed and underdeveloped countries even worse. While it cannot be said that innovative processes have been abandoned, it cannot be denied that they have been profoundly influenced by the value-seeking aspirations of their main sponsors and may not be properly targeted to ensure the material prosperity of society. Therefore, the progressive deterioration of economic prosperity is in direct conflict with the financialization of the productive sector, making it imperative for policymakers to create a new institutional base capable of resuming it.

Keywords : Financialization. Financial logic. Value chains. Innovation. Value extraction. Value creation.

Sumário

Introdução	6
Capítulo 1. A Ideologia da Maximização do Valor do Acionista (MSV).....	11
Capítulo 2. Os principais vetores da MSV	25
Capítulo 3. Apple : Epítome do Narcisismo Corporativo.....	43
Conclusão	56
Referências	57
Bibliografia	60

Introdução

O presente estudo parte de uma perspectiva histórica onde são identificados dois períodos separados por um intervalo de inflexão. O primeiro período se estende do imediato pós segunda guerra mundial até a década de 70 e é conhecido como os “Anos Dourados”, assim denominados pelas elevadas taxas de crescimento econômico e emprego verificadas nas principais economias do mundo. O segundo Período é comumente identificado como “Globalização Neoliberal” que se iniciou na década de 80 e se estende até os dias de hoje, caracterizado pela desaceleração da demanda agregada, baixos níveis de crescimento econômico e altos níveis de desemprego. A década de 70 inteira representou o intervalo de inflexão onde se verificou a transição radical da economia global do primeiro período para o segundo devido à grande instabilidade econômica suscitada pelos choques do petróleo da OPEC que dispararam as taxas de inflação e pressionaram os governos do mundo todo para a desregulamentação financeira e a adesão às reformas liberais que permitissem a preservação das taxas de juros reais em patamares aceitáveis para a rentabilidade financeira. Para tanto, recorreu-se a liberalização das taxas de juros nominais para garantir retornos reais maiores e menos corroídos pela inflação.

Durante os Anos Dourados, o papel central da política fiscal como gestora da demanda agregada permitiu a sustentabilidade do crescimento econômico, garantindo um equilíbrio entre a expansão da capacidade produtiva das empresas não financeiras e a expansão dos seus mercados. Os Estados Nacionais podiam intervir diretamente na economia para a criação de emprego e renda através da realização de obras públicas e constituição de empresas estatais que podiam ser utilizados para contrarrestar quedas do investimento no setor privado.

Os programas de transferência de renda para as camadas menos abastadas da sociedade dotadas de maiores propensões ao consumo, contribuía para compensar eventuais desequilíbrios entre a oferta e a procura de bens e serviços.

A criação de subsídios às exportações e a imposição de taxas alfandegárias eram vistas como necessidades estratégicas para proteger e fomentar o desenvolvimento de indústrias nacionais que criassem mercados domésticos para mão de obra especializada e não qualificada. A prosperidade do setor real da economia era, portanto, retroalimentada pelas condições favoráveis das variáveis reais macroeconômicas que eram administradas pelos Estados nacionais intervencionistas.

O sistema de Bretton Woods com taxas de câmbio fixas e o controle sobre os fluxos de capital transfronteiras, emprestava estabilidade ao sistema econômico mundial e permitia o planejamento da produção em um horizonte de longo prazo relativamente estável.

Microeconomicamente, a estrutura acionária das empresas não financeiras era bastante pulverizada entre diversas famílias que, ao adquirirem ações com suas próprias poupanças financeiras, assumiam um comprometimento duradouro de sustentar os projetos de investimento com vistas à participação nos ganhos futuros auferidos da inovação e do desenvolvimento dos departamentos de P&D. Havia uma separação bem definida entre a propriedade acionária e o controle gerencial. Isso significava que a gerência detinha a prerrogativa e autonomia de utilizar significativas parcelas dos fluxos de caixa para a perseguição dos mais diversos objetivos relacionados à expansão das atividades produtivas e dos processos de inovação.

As empresas não financeiras investiam grandes parcelas de seus lucros retidos em recursos humanos complementares, expansão da capacidade produtiva, inovação e treinamento de trabalhadores não especializados e a sua estrutura de capital era, no geral, pouco alavancada. Além disso, a forte regulação dos mercados financeiros significava que elas podiam contar com linhas de financiamento de longo prazo e com taxas de juros tabeladas quando julgassem necessário recorrer ao capital de terceiros. Os mercados financeiros não eram uma fonte relevante de financiamento corporativo, mas sim um instrumento para que gestores das empresas pudessem obter recursos pela troca de controle sobre equipamentos ilíquidos ou estruturas e as famílias pudessem armazenar valor por longos períodos de tempo.

A estabilidade do sistema econômico significava que os trabalhadores especializados e não especializados podiam contar com empregos estáveis, postos de trabalho abundantes, e salários reais elevados o que contribuía para uma melhor distribuição de renda e a diminuição da desigualdade. Os incentivos para os trabalhadores eram diretamente ligados à produção, uma vez que derivavam da construção de carreiras profissionais dentro das empresas, onde as remunerações aumentavam de acordo com a senioridade.

Com o advento da Globalização Neoliberal a partir da década de 1980, no entanto, a política fiscal foi asfixiada e relegada ao papel de fiadora do espaço de valorização do capital.

O pensamento hegemônico passou a ser aquele da disciplina fiscal, da obrigação da formação de superávites primários a qualquer custo que pudessem fazer frente ao encarecimento do endividamento estatal provocado pelo aumento das taxas de juros. A diminuição radical dos gastos estatais passou a ser vista como condição primordial para a

preservação da confiança dos investidores. As supostas virtudes do Estado mínimo foram continuamente enaltecidas em detrimento da desaceleração da demanda agregada que, a partir de então, passou a ser progressivamente desamparada pela política orçamentária estatal.

O Estado deixou de intervir na economia para assegurar níveis de emprego e renda elevados e a principal preocupação dos bancos centrais passou a ser aquela da preservação do poder de compra da moeda mediante o controle da inflação a qualquer custo que impedisse a corrosão da rentabilidade dos ativos financeiros.

A abertura financeira que se operou tornou imperativo se assegurar do acesso à poupança externa através de garantias dadas aos investidores estrangeiros de que receberiam elevados retornos financeiros, principalmente, no curto prazo. A suspensão das barreiras aos fluxos financeiros transfronteiras permitiu a criação de um espaço global de arbitragem de taxas de juros e câmbio que aumentou a vulnerabilidade de economias emergentes, estimulou a atividade especulativa e gerou um ambiente de instabilidade econômica que passou a fomentar a mentalidade curto prazista tanto de investimentos no setor real da economia como da aplicação financeira. A nova lógica financeira que nascia no bojo da neoliberalização impunha a perseguição de ganhos rápidos, remanejamentos forçados de investimentos, antecipação à provável reação dos mercados à volatilidade das variáveis macroeconômicas.

A abertura comercial com a emergência de novas empresas de países, inclusive em desenvolvimento, significou um acirramento sem precedentes da concorrência entre as empresas não financeiras em escala global. Tais empresas foram compelidas a praticar precificações predatórias e investimentos forçados para garantir parcelas de mercado, se utilizando de horizontes de planejamento cada vez mais reduzidos. As empresas não financeiras passaram a ser, juntamente com as famílias, proprietárias de ativos financeiros e começaram a adotar práticas financeiras para aumentar sua rentabilidade com estruturas de capital cada vez mais alavancadas.

A desregulamentação financeira permitiu que grandes investidores institucionais (bancos de investimento, fundos de pensão, fundos mútuos, companhias de seguro, etc.) que dispunham de grande volume de recursos, se apropriassem das ações antes detidas, individualmente, pelas famílias e se tornassem os principais credores e acionistas das empresas não financeiras.

Tal concentração acionária conferiu a esses grandes investidores institucionais maior poder de voto e maior capacidade para disciplinar a gerência das empresas não financeiras de maneira que os fluxos de caixa fossem utilizados de maneira funcional a seus

próprios interesses. A cooptação da gerência das grandes corporações não financeiras se deu pelo crescente papel das ações para fins de remuneração dos integrantes da gerência que se tornaram, eles mesmos acionistas. Dessa forma, a antiga separação entre propriedade acionária e controle gerencial foi dissolvida e uma nova ideologia de governança corporativa, guiada pela maximização do valor do acionista, emergiu. Conseqüentemente o investimento no setor real da economia deixou de ser uma prioridade e os recursos retidos foram cada vez mais empregados no pagamento de juros, dividendos e na recompra de ações, sempre visando a maximização dos retornos para os acionistas.

As reestruturações internas das empresas não financeiras, com demissões em larga escala de trabalhadores especializados e não especializados, vendas de ativos físicos, desmonte ou deslocamento de plantas, terceirização de atividades e linhas de fornecimento, passaram a ser práticas comuns que visavam compensar a deficiente e desacelerada demanda agregada, diminuindo custos e liberando maiores quantidades de recursos a serem distribuídos entre os acionistas. Isso implicou, no entanto, na deterioração das condições do mercado de trabalho, caracterizado por maiores taxas de desemprego, pior distribuição de renda, menores salários reais e maior instabilidade e incerteza para os trabalhadores que podiam ver seus postos de trabalho destruídos ou repentinamente transferidos de uma cidade a outra, de um estado a outro, ou até mesmo de um país a outro.

A partir destas considerações históricas, busca-se apontar as principais modificações operadas nas empresas não financeiras durante a transição dos Anos Dourados para a Globalização Neoliberal, principalmente aquelas concernentes ao intenso processo adaptativo de financeirização pelo qual foram voluntariamente ou involuntariamente submetidas.

A questão central a ser respondida é: A crescente endogenização da lógica financeira pelas empresas não financeiras na era Neoliberal é economicamente sustentável?

O estudo proposto neste trabalho se recobre de particular importância pela atualidade dos questionamentos trazidos que colocam em cheque a sustentabilidade do projeto neoliberal globalizador que já completou 38 anos de existência. Neste período verificou-se em muitas economias um aumento vertiginoso das taxas de desemprego, piora da distribuição de renda, deterioração de direitos trabalhistas e desaceleração ou estagnação do crescimento econômico.

Portanto, com a exposição do estudo de importantes autores de opiniões nem sempre consensuais, espera-se que este trabalho possa ser uma pequena contribuição para se

entender como os atuais conglomerados financeiros-produtivos relativamente desregulamentados se formaram e, via suas operações mundializadas, geraram efeitos deletérios sobre o nível de investimento, renda, demanda agregada e o financiamento dos Estados nacionais.

A Ideologia da Maximização do Valor do Acionista(MSV)

Qualquer trabalho que se proponha a estudar a financeirização das empresas do setor produtivo no mundo globalizado atual ,estaria incompleto sem antes identificar a base ideológica sobre a qual um novo consenso foi cuidadosamente fabricado para subverter a ordem produtiva mundial que, até então, orientava o capitalismo e o conduzia aos processos inovativos que tornavam possível a sua própria reprodução.

Em um passado não muito distante, as grandes empresas produtivas adotavam um modelo de governança corporativa que se baseava na cultura do “reter e reinvestir”, onde os ganhos eram canalizados para a manutenção das vantagens competitivas já adquiridas e para os processos inovativos que proporcionavam a elaboração de novos produtos de qualidade superior a preços unitários menores. O ciclo de alocação de recursos era virtuoso enquanto os investimentos de “hoje” garantiam a acumulação do” amanhã”.

Tal modelo, obviamente, pressupunha que as grandes corporações produtivas tivessem capacidade suficiente de acumulação de recursos que pudessem ser sistematicamente reinvestidos nas atividades produtivas e inovadoras, o que não as impedia de recompensar seus acionistas em um horizonte de longo prazo e, no meio tempo, perseguir objetivos diversos de expansão ou preservação de market share, investimento em capital humano, lançamento de novos produtos e serviços.

Com a generalização das operações financeiras e a desregulamentação do mercado financeiro na década de 70, obtida mediante intenso lobby de Wallstreet nos EUA para garantir a rentabilidade financeira durante este conturbado período de estagflação, um novo modelo de “Reduzir e distribuir” passou a ser intensa e subrepticamente difundido. A idéia principal era a de criar um consenso que favorecesse práticas financeiras parasíticas voltadas à extração de valor no curto prazo e legitimasse uma transformação radical da administração das empresas produtivas em prol do enriquecimento, sem precedentes, de agentes econômicos já detentores de vultosos recursos. Para tanto, uma nova ideologia imbuída do pensamento liberal precisava emergir com vistas a promover a constante drenagem de recursos da esfera produtiva da economia para a financeira.

A ideologia da maximização do valor do acionista surgiu nos EUA na década de 80 e tem sido, desde então, o principal instrumento legitimador das práticas rentistas de

administração dos recursos das grandes corporações do setor produtivo. Com efeito, preconiza que o fim último de qualquer empresa é aquele de assegurar o maior retorno possível para os seus acionistas mesmo que, para tal fim, torne-se necessário operar modificações radicais no regime de alocação de recursos, de maneira a desvirtuá-lo de seu propósito inicial de sustentar a produtividade e a inovação, para deslocá-lo em direção a propósitos puramente pecuniários.

Com a consagração desta ideologia nos EUA e sua difusão por todo o mundo, em maior ou menor grau, o antes reconhecido objetivo da obtenção de lucro que governava as operações de qualquer empresa produtiva privada passou a ser relegado a um segundo plano.

Uma nova necessidade irrenunciável se criou de recompensar os acionistas a qualquer custo, sendo indispensável que as empresas se conformassem às novas práticas financeiras e administrativas impostas para se tornarem suficientemente atraentes. Dentre tais práticas, merecem destaque a distribuição generosa de dividendos, mesmo no curto prazo, para recompensar os acionistas pela posse das ações e a recompra recorrente e em grandes volumes de ações para manipular o mercado e garantir maiores retornos aos acionistas que desejarem abrir mão de tais ações.

Assim, mesmo diante de eventuais quedas nos lucros, as grandes corporações produtivas, agora profundamente financeirizadas, se viram compelidas a canalizar parcelas crescentes de seus fluxos de caixa em direção às operações financeiras completamente descoladas das atividades produtivas, para as quais originalmente foram concebidas.

A maximização do valor dos acionistas foi também essencial para justificar a concentração acionária que se verificou na década de 80, em que grandes investidores institucionais se aproveitaram da desregulamentação dos mercados financeiros para se apropriarem, através de sua imbatível capacidade de mobilização de recursos, de inteiros setores industriais. Para tanto, a identificação do acionista como o único agente econômico verdadeiramente empreendedor que supostamente era prejudicado pelos assim chamados “custos de agência” foi essencial para dissolver a antiga separação entre a gerência e a propriedade acionária das empresas, em favor da última. De fato, antes da generalização da MSV¹, os acionistas eram vistos como investidores passivos que buscavam armazenar valor por longos períodos de tempo e aos quais não se permitia ou esperava qualquer ingerência significativa sobre as atividades administrativas das empresas, que ficavam a cargo dos executivos da administração.

¹ Do Inglês “*Maximizing Shareholder’s Value*”, esta sigla será daqui para frente utilizada para se referir a ideologia da Maximização do valor do acionista.

A gerência detinha autonomia para perseguir os mais diversos objetivos relacionados ao crescimento das empresas via expansão de atividades e ao investimento em inovação nos departamentos de P&D mesmo que, para tanto, a recompensa aos acionistas só pudesse se materializar na forma de dividendos e valorização das ações no longo prazo. Como descrito em Lazonick (2000):

Durante as décadas de 50 e 60, existiam restrições legais à extensão através da qual companhias de seguro de vida e fundos de pensão podiam incluir ações corporativas nos seus portfólios de investimento, enquanto fundos mútuos cumpriam um papel limitado, embora crescente, na mobilização da poupança das famílias. (Lazonick, 2000, p.16)

O fato de as ações, por determinações legislativas, serem muito mais pulverizadas entre as famílias, empresas, bancos e outros investidores institucionais, favorecia este tipo de organização empresarial, não detendo qualquer um desses agentes de maioria suficiente de votos para pressionar a gerência a priorizar atividades rentistas de curto prazo. Tal pulverização das ações pela sociedade, inclusive, entreteu a imaginação de muitos estudiosos de que a socialização da estrutura produtiva fosse concretizável, com os ganhos das grandes empresas produtivas sendo partilhados por diferentes classes da sociedade.

Com a criação da teoria da agência já em um contexto cuidadosamente preparado de maximização do valor dos acionistas, no entanto, defendeu-se veementemente que a autonomia da gerência gerava ineficiências na alocação de recursos, impedindo que os acionistas, enquanto principais patrocinadores e únicos tomadores de risco fossem devidamente e meritocraticamente recompensados pela sua visão audaz e empreendedora de disponibilizar recursos sem a garantia de retornos. Tentava-se tornar implícita à relação entre gerentes e acionistas um risco moral que supostamente impelia os primeiros a conduzir os negócios em detrimento dos últimos, gerando uma seleção adversa de investimentos que tornava imperativa a cooptação da gerência para que os interesses de ambos os agentes fossem alinhados. O problema foi resolvido mediante à incorporação das ações como parte integrante da remuneração dos executivos da administração, criando-se incentivos diretos para que as decisões administrativas priorizassem a extração de valor à criação de valor.

O novo raciocínio impunha que a passividade dos acionistas frente ao poder de decisão da gerência criava incentivos para que esta última investisse indiscriminadamente os recursos das empresas e dissuadisse os acionistas de exigir aquilo que lhes pertenceria por direito: os maiores retornos financeiros imediatos possíveis. Um verdadeiro culto ao acionista foi fabricado simultaneamente à vilificação dos gerentes, encarados como profissionais de

administração cuja verdadeira função de servir aos seus patrões tinha sido distorcida por motivações pessoais e egoístas de carreira. Conseqüentemente, a concentração acionária passou a ser bem vista pelos mercados, na medida em que proporcionava maior controle sobre a gerência, obrigando-a a priorizar um regime de alocação de recursos que maximizava o valor dos acionistas sem que, com isso, necessariamente os lucros aumentassem ou a própria empresa se tornasse efetivamente mais competitiva no mercado de atuação. Ao acionista foi associada a imagem de um personagem virtuoso, disposto a arriscar recursos em prol do avanço material da sociedade, mesmo sem a certeza de retorno, e cuja sede de ganhos deveria ser devidamente compensada para que a sociedade pudesse continuar se beneficiando de seu espírito empreendedor.

Desta maneira, abriram-se as portas para a exploração de toda a estrutura produtiva mundial por uma classe rentista que prioriza ganhos de natureza especulativa no curto prazo e que conduz seus negócios por todo o mundo, sem qualquer consideração sobre os problemas sociais e econômicos que suas atividades extrativas suscitam. É evidente, portanto, que a construção do pensamento econômico mainstream, apoiado no tripé macroeconômico e na MSV, buscou criar um receituário de política econômica que favorece os interesses velados desta classe dirigente financeira. Com efeito, a política econômica, em suas três principais frentes (política monetária, cambial e fiscal) foi completamente subordinada à sede implacável de valorização do capital financeiro. Com o sistema de metas de inflação, logrou-se promover a estabilidade monetária em detrimento da criação de renda e emprego, visando assegurar, em primeiro lugar, a rentabilidade dos ativos financeiros. Com o câmbio flexível criou-se um ambiente econômico incerto e instável, propício à especulação, enquanto a exigência dos superávites primários cumpre o papel de erradicação da soberania fiscal dos Estados nacionais.

A MSV também foi fundamental para lançar as bases ideológicas necessárias para legitimar a crescente internacionalização produtiva e impulsionar ainda mais o então embrionário projeto de globalização. A externalização de atividades, a especialização e o deslocamento de inteiras plantas produtivas para outros países passaram a ser facilmente justificadas pela necessidade imperativa de recompensar ao máximo os acionistas através do esmagamento de custos. O objetivo era o de desnacionalizar as estruturas produtivas, permitindo que os fluxos financeiros se deslocassem, desimpedidos, rumo aqueles territórios que lhes garantissem a maior valorização. Os impactos deletérios óbvios sobre o nível de emprego e a geração de renda nos países abandonados por essas empresas, podendo ser eles desenvolvidos ou subdesenvolvidos, passaram a ser considerados como colaterais, cabendo

apenas aos respectivos governos a responsabilidade social de promover condições de negócios mais favoráveis no livre jogo de arbitragens tributárias, taxas de juros e salários, capazes de atrair as grandes corporações produtivas multinacionais que se formavam .

Todos os problemas sociais e econômicos passaram a ser uma questão de “business” e de interação entre os “players” do mercado. A MSV eximiu, assim, os principais conglomerados multinacionais produtivos da responsabilidade de seus próprios atos e imputou apenas aos Estados nacionais a responsabilidade pelos eventuais colapsos sociais e econômicos produzidos. Uma nova etapa da batalha discursiva foi inaugurada, onde os discursos nacionalistas de defesa da soberania nacional, industrialização, independência tecnológica, encadeamentos produtivos e autarquia, foram considerados retrógrados, pois constituíam uma ameaça à nova ordem plutocrática imposta. Alguns círculos liberais passaram a defender, ainda com mais vigor, as economias de serviços e a especialização de inteiras nações nas atividades que oferecessem o menor custo de oportunidade, se utilizando de argumentos puramente utilitaristas para encobrir a verdadeira agenda de destruição das economias nacionais em favor de um sistema produtivo globalizado e desenraizado, onde as pessoas não mais seriam vistas como cidadãs, mas sim consumidoras: Era a ascensão do homem econômico.

Os debates suscitados pelo Brexit² são muito emblemáticos, muitos dos que se posicionavam contrariamente à saída da Grã Bretanha da União Européia argumentavam, contra qualquer razão, que a ruptura com o acordo de livre movimentação de pessoas dentro da UE restringiria o mercado de trabalho fazendo com que os salários aumentassem, o que repeliria as grandes multinacionais e tornaria a Grã Bretanha pouco competitiva no cenário internacional.

Tais liberais ignoravam completamente os impactos deletérios que a livre movimentação de pessoas e a imigração descontrolada já haviam causado no padrão de vida e nos salários dos britânicos, somente para enaltecer os benefícios auferidos sobre o PIB.

Assim, abria-se espaço para discussões em que o bem estar geral da população passava a ser sacrificável para atrair os negócios da classe rentista dirigente de acionistas, preocupada mais com seus custos e sem qualquer comprometimento, com os países onde seus negócios eram conduzidos, que transcendesse a perseguição mais imediata de lucros.

A ideologia da maximização do valor do acionista é um produto direto do fundamentalismo de mercado, que ignora o papel do Estado como organismo essencial para o

² Referendum sobre a permanência do Reino Unido na União européia que teve lugar em 23 de junho de 2016

fomento da inovação e, portanto, do desenvolvimento do capitalismo e hipócritamente promove o proselitismo do livre mercado. Da mesma maneira que os pensadores liberais defendem veementemente que apenas a iniciativa privada, livre da ingerência do Estado, assume coragiosamente os riscos inerentes ao empreendedorismo, a nova ideologia da MSV se baseia inteiramente na irracional e perversa premissa de que apenas ao acionista, enquanto supostamente o único tomador de riscos e disponibilizador dos recursos, compete a recompensa por “investir” ou, mais corretamente, aplicar financeiramente nas empresas.

As empresas devem apenas recompensar seus acionistas, não devendo esboçar qualquer resquício de dever ou responsabilidade social de geração de emprego e renda. Tais sofistas liberais conscientemente ignoram as contribuições da sociedade e do Estado para o sucesso das empresas privadas, seja no campo do financiamento público às pesquisas aplicadas e de base, das quais a iniciativa privada se aproveita enormemente no desenvolvimento de suas linhas de produtos e serviços, seja com relação à onerosa carga tributária de impostos coletivamente paga pelos cidadãos para financiar a construção de infraestrutura, concessão de subsídios, demanda pública pelos bens produzidos, créditos tributários, que impulsionaram e continuam criando as condições para o desenvolvimento de qualquer empresa privada.

Como descrito na incisiva crítica de Lazonick(2013) ao suposto protagonismo dos acionistas:

Através de investimentos e subsídios públicos, os contribuintes frequentemente financiam empresas sem garantia de retorno. Como tomadores de risco, portanto, contribuintes têm direito de participação sobre os lucros corporativos se e quando eles forem gerados. Além disso, através do exercício de habilidades e esforços para além dos níveis requeridos que justificam seus salários correntes, trabalhadores frequentemente fazem contribuições produtivas para as empresas que os contrataram sem qualquer garantia de retorno, mas com a expectativa de ganhos futuros na forma de maiores salários e benefícios, maior segurança de emprego e melhores condições de trabalho.(Lazonick , 2013, p.889, nossa tradução).

Mais grave ainda é o não reconhecimento do Estado desenvolvimentista e empreendedor, que não só se utiliza dos instrumentos indiretos já citados, mas também se manifestou durante toda a evolução do capitalismo na constituição de empresas públicas de liderança, no investimento em setores que jamais teriam sido explorados pela iniciativa privada, na formação de capital humano através da educação de qualidade gratuita e, portanto, na formação ativa de novos mercados. Em oposição a tudo isso se construiu falsamente a imagem do Estado como um Leviatã inerte, burocrático e ineficiente, ao qual, no limite, competiria a resolução de falhas de mercado e a garantia de contratos para que as livres forças de mercado

trouxessem naturalmente, através da perseguição de seus próprios interesses, a tão sonhada prosperidade econômica .

Evidentemente , a idéia de um Estado intervencionista e defensor da soberania nacional, preocupado com a plena utilização das potencialidades nacionais é execrável para os negócios das empresas multinacionais financeirizadas. Um Estado fraco e impotente é muito mais atraente, enquanto mais facilmente subjugável às determinações plutocráticas vindas de uma elite financeira, cuja dominação hostil da estrutura produtiva mundial jamais passaria pelo crivo das urnas.

Um Estado enfraquecido e com poucas atribuições tem poucos motivos para incrementar suas receitas, se preocupar com os níveis de emprego, ou defender a própria soberania nacional. Afinal de contas, para a elite financeira global pouco importa se grande parte da estrutura produtiva ocidental se deslocou para o oriente, principalmente a China, desencadeando intensos processos de desindustrialização em diversos países ou se na África tornou-se prática comum a inauguração de plantas produtivas que permanecem operantes em um determinado país apenas durante o período de vigência dos generosos incentivos fiscais, pare serem, logo depois, transferidas para o país africano sucessivo³.

Tão pouco importa a esta elite financeira se os IDEs na América Latina são dirigidos, principalmente, para a exploração dos mercados nacionais e do bloco do Mercosul, sem que sejam providenciadas as disposições necessárias para a transferência de tecnologia para esses países latinos ou a formação de parques industriais de exportação para o resto do mundo⁴.

O próprio Brasil é um exemplo clássico de submissão a interesses privados internos e externos, por vezes não condizentes com os anseios do povo. Um país onde as taxas de juros são historicamente as mais altas do mundo para manter apreciada a moeda nacional e controlar a inflação de custos ,de maneira a favorecer uma indústria nacional dependente, com altíssimo coeficiente importado e baixa diferenciação de sua estrutura produtiva. Além disso, as taxas de juros elevadas cumprem o importante papel de converter os ganhos de investidores e aplicadores financeiros de reais à dólares com as menores perdas cambiais possíveis. Tudo isso

³ Mais informações no documentário *The Tax Free Tour* disponível em <https://www.youtube.com/watch?v=d4o13isDdfY&t=581s>

⁴ Mais informações em LAPLANE, M. e SARTI, F. "Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90". *Economia e Sociedade*, vol. 8, jun. 1997.

em prejuízo da competitividade das exportações e da criação de condições favoráveis ao investimento em tecnologias nacionais⁵.

A crise recente pela qual passa o país é resultado direto da proposição neoliberal de desmonte do aparelho estatal que, em um primeiro momento, fez com que o Estado passasse de protagonista no cenário econômico de 2007-2010, quando diversos investimentos públicos foram realizados, para coadjuvante de 2011-2014, quando o governo de Dilma cedeu à agenda Fiesp e apostou apenas nos subsídios e desonerações para estimular o setor privado a compensar as decrescentes taxas de investimento. Assim, o governo Dilma incorreu no velho erro, apontado por Keynes, de considerar o investimento privado como uma função simples dos juros e da tributação, ignorando a influência determinante dos “animal spirits”. Infelizmente os acionistas das empresas atuantes no Brasil viram tais desonerações como uma oportunidade de esmagamento de custos e aumento dos mark-ups e não contemplaram qualquer retribuição à sociedade na forma de mais empregos ou investimentos. No governo sucessivo de Temer as reformas neoliberais têm sido impostas com um véu democrático, merecendo destaque a PEC241 que não congela os gastos públicos pelos próximos 20 anos, mas sim os reduz, já que os atrela erroneamente ao IPCA para compensar a inflação, ao invés do deflator implícito do PIB⁶.

As reformas de Temer no Brasil, na verdade, fazem parte de uma tendência mais abrangente que se observa no mundo todo em debilitar os estados nacionais e diminuir sua capacidade de intervenção na economia. Outro exemplo é o Fiscal Compact⁷ que entrou em vigor em 2013 na Europa e impõe o equilíbrio fiscal através da exigência de um orçamento público superavitário ou, pelo menos, em perfeito equilíbrio, além do conseguimento da relação dívida pública/PIB em 60%, como suposta solução para controlar os altíssimos níveis de endividamento observados em alguns países como a Itália. No entanto, o objetivo real do Fiscal compact é a cessão da soberania fiscal dos diferentes países europeus a uma Europa cada vez mais dirigida por organismos supranacionais que defendem os interesses privados de uma classe rentista financeira que procura obstar qualquer ingerência Estatal em seus negócios.

⁵ Para uma discussão mais aprofundada ler CARNEIRO, R “Impasses do desenvolvimento brasileiro: a questão produtiva”. IE-UNICAMP, Texto para Discussão 153.

⁶ Para melhor compreensão das colocações aqui expostas, recomenda-se a leitura da revista de economia política “Austeridade e Retrocesso”, disponível em <http://library.fes.de/pdf-files/bueros/brasilien/12834.pdf>

⁷ Para mais informações sobre os principais elementos deste pacto fiscal acessar https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb201203_focus12.en.pdf?0ea5f8ccbeb103061ba3c778c8208513

O que os formuladores de tal medida ignoram é que o endividamento do setor público nestes países só cresceu de maneira expressiva após o resgate público que se fez necessário com o aumento descontrolado da dívida do setor privado ocorrida após a crise de 2008⁸. Infelizmente o “Fiscal Compact” prioriza a disciplina fiscal em detrimento do gasto público à déficit para estimular a demanda agregada e sua inserção na constituição destes países pode resultar, no longo prazo, na dissolução do Estado social e na incapacidade do setor público de gerar medidas anticíclicas.

Trata-se, na verdade, de mais um produto da interpretação equivocada de que o setor público deva ser administrado como uma empresa ou uma casa, onde o equilíbrio orçamentário se faz necessário para se garantir uma suposta “sustentabilidade da dívida pública”, cuja própria definição esbarra na carência de parâmetros universalmente aceitos para medí-la. No caso do Estado, no entanto, os gastos públicos podem superar as receitas se forem direcionados produtivamente na economia para a geração e circulação de maiores quantidades de bens e serviços que proverão os cofres públicos com futuras receitas tributárias e um incremento significativo do PIB, que pode ser obtido, inclusive, com a participação conjunta de um setor privado mais estimulado a investir. O aumento da atividade econômica resultante, dissolve a participação da dívida pública na razão Dívida Pública/PIB, contribuindo para a suposta sustentabilidade da mesma.

Sempre seguindo-se o plano de desmantelamento dos Estado nacionais, nos Eua em 2011 foi aprovado o budget sequestration process⁹:

Nos Eua, o “budget sequestration process”, que foi sancionada em 2011 por um presidente democrático e um senado democraticamente eleito, resultará em um corte de \$95 bilhões de dólares de despesas federais em P&D, de 2013 a 2021.(Mazzucatto, 2014, p.14, nossa tradução)

No meio tempo, nota-se a crescente financeirização das empresas produtivas, com volumes cada vez mais desproporcionais de recursos sendo alocados para a recompra de ações que visam manipular o seu valor de mercado e incrementar a remuneração dos executivos da gerência, enquanto os investimento em P&D e capital humano são preteridos. Como bem observa, mais uma vez Mazzucatto(2014):

⁸ Para mais informações sobre o aumento do estoque de dívida pública nos países europeus após a crise de 2008 recomenda-se a leitura BRESSER-PEREIRA, L. C. ; ROSSI, P. . Sovereignty, exchange rate and the Euro crisis 2014 (FGV/ EESP - Textos para Discussão/ Working Paper Series n370 Out.2014)

⁹ Mais informações disponíveis em <https://www.cbo.gov/topics/budget/sequestration>.

No final das contas , um setor público tímido e guiado pela austeridade , juntamente com um setor de negócios cada vez mais financeirizado, certamente redundará em estagnação secular.(Mazzucatto,2014,p.15,nossa tradução).

É justamente a estagnação secular que tem sido observada em lugares como o Japão e União Européia, onde os massivos programas de quantitative easing têm notoriamente falhado em promover qualquer inflação de demanda, a despeito dos ingentes volumes de recursos injetados nessas economias. De fato, o espectro da deflação ainda ronda estes países justamente porque a abordagem ao problema tem sido completamente equivocada, baseado-se nas operações de mercado aberto e nos juros próximos a zero ou negativos para oferecer recursos baratos a bancos, empresas financeirizadas e investidores institucionais que só se sentem confortáveis em aplicar novamente no setor financeiro em detrimento da premente necessidade de novos investimentos no paralisado setor real , criando um círculo vicioso que reforça ainda mais a estagnação.

A estratégia adotada por estes países cria um risco moral enorme, já que nada garante que os recursos captados mediante taxas tão baixas serão produtivamente reiseridos em circulação em seus próprios territórios ao invés de multiplicados em operações financeiras que vão desde a recompra de ações e distribuição de dividendos até a arbitragem de preços de ativos nos diferentes países e a especulação no mercado cambial através do carry trade. De fato, o compromisso cada vez mais difundido entre os bancos centrais de assegurar prioritariamente a estabilidade monetária juntamente com as taxas de câmbio flutuantes, amplamente advogadas pelos principais organismos internacionais(FMI e BIRD), e o amplo espectro de taxas de juros pelos diferentes países criou a combinação perfeita para que os crescentes fluxos especulativos desfrutem do maior cassino do mundo: o mercado cambial.

Não há surpresa, portanto, no fato de muitas empresas produtivas financeirizadas operarem volumes de recursos em moeda estrangeira que superam em muito suas reais necessidades de importação ou exportação de bens e serviços, já que estes montantes podem ser estravazados para operações financeiras especulativas altamente rentáveis.

Estes programas de quantitative easing acabaram se transformando em fontes baratas de recursos para grandes organizações financeiras e financeirizadas, que os captam a preços baixos nestes países desenvolvidos para aplicá-los em outros países emergentes mais atraentes e compensadores, especialmente em momentos de maior propensão ao risco.

Prova disso é o caso da Turquia, onde uma enxurrada de recursos, típica em países emergentes na cheia dos ciclos de liquidez, fez com que as empresas não financeiras no país aumentassem demasiadamente suas posições em moeda estrangeira entre 2008 e 2013, como foi documentado no relatório da equipe do FMI em 2013 :

“As corporações não financeiras têm substanciais passivos em moeda estrangeira. Em junho de 2013 estes passivos chegaram a \$251 bilhões, comparados a \$87 bilhões em ativos , o que equivale a uma posição líquida de \$164 bilhões. Desde meados de 2008, quando a posição líquida se situava em \$78 bilhões, os passivos corporativos em moeda estrangeira aumentaram em cerca de 50%, enquanto os ativos em moeda estrangeira diminuíram ligeiramente.”(Turkey: Staff Report for the 2013 Article IV Consultation IMF,nossa tradução)

Além disso, a redução radical das taxas de juros para níveis tão baixos, até mesmo negativos nas economias desenvolvidas, caracterizando o que muitos chamaram de um “experimento novo na história”, pode estar muito longe de sua suposta função de estimular as economias duramente afetadas pela última grande crise de 2008. Não somente porque os recursos emprestados não estão sendo produtivamente dispendidos nas economias nacionais onde são obtidos, como exposto acima, mas porque a baixa rentabilidade imposta aos ativos tradicionais, principalmente àqueles de renda fixa ,indexados a estas taxas de juros, faz com que estes se tornem menos atrativos, compelindo muitos investidores institucionais não bancários e empresas não financeiras a se submeterem a complexos ativos financeiros de renda variável e maior risco, cujo real funcionamento, apenas os bancos de investimento compreendem. Consequentemente, o risco sistêmico na economia mundial se eleva significativamente, já que ingentes recursos são aplicados em ativos de alto risco , como derivativos, onde os próprios bancos de investimento, que venderam seus produtos financeiros para seus clientes, podem tomar posições especulativas contrárias a estes porque possuem uma informação mais especializada no assunto e conhecem as posições tomadas por grande parte dos players do mercado. O conflito de interesses é evidente e a história da grande crise de 2008 pode estar muito mais próxima de se repetir do que muitos imaginam.

A já conhecida penetração do mercado financeiro nos governos mundo a fora, explicitada pela assunção de cargos públicos de prestígio, nos bancos centrais e órgãos de regulação, por executivos de grandes bancos de investimento remete à intrigantes reflexões acerca da possibilidade de que medidas como as relacionadas ao quantitative easing , na verdade, foram tomadas para defender interesses velados e privados com uma fachada de reativação econômica.

Na realidade, o mundo todo se transformou em um enorme jogo em que inteiros países são refêns de uma restrita elite de bilionários, cujas decisões de investimento e aplicação financeira são determinados oportunisticamente pela exploração de “ativos estratégicos” que lhe são generosamente oferecidos pelos governos mundo a fora, podendo ser eles mão-de-obra barata, potencial consumidor dos mercados internos e regionais, recursos naturais, cargas tributárias menos onerosas, receitas em moedas fortes, taxas de juros convenientes e, como se verificou recentemente, a concessão de parte das receitas tributárias a grandes corporações como a Amazon.

De fato, a cidade de Chicago nos EUA oficializou em novembro de 2017 a sua temerária oferta à Amazon que permitiria à corporação reter o valor de 1.32 bilhões de dólares do imposto de renda pago anualmente pelos 50.000 trabalhadores que seriam empregados pela empresa em sua segunda sede a ser construída no país¹⁰. Em outras palavras, uma das maiores cidades americanas permitiria a umas das maiores corporações do mundo a apropriação de recursos que deveriam ser canalizados para a construção de infraestrutura e serviços cívicos sem sequer fazer qualquer consulta à população ou recorrer a outras vias democráticas para tanto. Quando cidadãos são obrigados a pagar impostos para corporações não há dúvidas de que já não se possa mais afirmar que o mundo em que vivemos é democrático, ficando cada vez mais patente que uma nova configuração política nos foi imposta para servir, não ao bem comum e às necessidades coletivas, mas às determinações de uma restrita elite acionária que visa controlar toda a economia mundial.

Desde que seus ganhos sejam maximizados, os maiores acionistas das empresas produtivas relegam a um segundo plano a quantidade de empregos que estão sendo gerados, ou onde eles serão eventualmente transferidos. O caso das demissões massivas de 10.000 empregados da IBM na primeira metade do ano de 2009 nos EUA e Canadá, descrito em Lazonick(2013), é bastante emblemático. Na ocasião, a IBM ofereceu à primeira leva de demitidos o chamado *project match*¹¹:

O propósito do *Project Match* era o de “auxiliar vocês, empregados a localizar potenciais oportunidades de trabalho em mercados emergentes, onde a demanda pelas

¹⁰ A oferta da cidade de Chicago está entre as inúmeras ofertas formuladas por diversas cidades americanas que buscam atrair a construção da segunda sede da Amazon em território americano. Esta oferta gerou bastante polêmica e foi amplamente veiculado nos mais diversos meios de informação, podendo ser encontrada, dentre muitos outros sites, em <http://www.businessinsider.com/amazon-headquarters-hq2-city-incentives-taxes-2017-11>.

¹¹ O *project match* gerou muita polêmica na época de seu lançamento e notícias sobre o tema ainda podem ser encontradas nos sites das principais redes de jornalismo internacional como a CNN.

suas habilidades, está em alta”.Um documento interno , afirmava: “Caso você aceite uma posição em um desses países, a IBM oferece assistência financeira para arcar com os custos da transferência, suporte para os documentos da imigração, como visas, e outras formas de assistência para facilitar a transição internacional”.(Lazonick,2013,p.895, nossa tradução)

Desta maneira, a IBM, à partir de considerações ligadas à arbitragem de custos, impunha à vários de seus empregados dispensados que desejassem ser readmitidos, a transferência a países emergentes, onde seus salários seriam rebaixados ou as tributações corporativas seriam mais convenientes. Como se já não bastasse a externalização de atividades e a transferência de inteiras plantas para outros países, as grandes corporações se sentiam confortáveis para encorajar os próprios trabalhadores a se submeterem às legislações trabalhistas estrangeiras , na formulação das quais eles não haviam dado qualquer contribuição por vias democráticas.

Isolar os acionistas como o único grupo tomador de riscos e disponibilizador de recursos a ser recompensado é, portanto , perigosíssimo e significa ignorar por completo os esforços estatais em fomentar inteiros setores industriais nacionais de sucesso através da abertura de novos mercados pela via diplomática com países estrangeiros, defesa da propriedade intelectual por meio da formulação de legislação apropriada, além da elaboração e sustentação dos chamados “sistemas nacionais de inovação” que conjugam universidades públicas e privadas, agências públicas e privadas de financiamento e pesquisa, programas governamentais, em um único esforço de mobilização e integração dos meios produtivos, científicos e financeiros de uma nação .Como descrito em Mazzucatto(2014):

(...) a imagem fabricada de um Estado inerte e um setor privado dinâmico permitiu que alguns agentes na economia se descrevessem como “os criadores de riqueza” e extraíssem , por meio desta retórica , uma enorme quantidade de valor da economia em nome da “inovação”.(Mazzucatto ,2014,p.3,nossa tradução).

A ideologia da Maximização do valor do acionista é fruto de uma radicalização da interpretação de que o setor privado é o verdadeiro responsável pelos processos inovativos , quando na verdade, eles sempre dependeram de diretrizes econômicas públicas direcionadas tanto ao fomento da demanda quanto da oferta para qualquer novo bem produzido.Com efeito, sempre coube ao Estado formular políticas econômicas para prover o necessário capital paciente à descoberta e produção de novos bens e serviços,principalmente através da atuação de bancos

de investimento públicos, enquanto outras políticas econômicas públicas, igualmente importantes, eram destinadas ao fomento do consumo das novas tecnologias. Um exemplo atual e muito contundente é o das tecnologias baseadas em energia renovável como os painéis solares e as turbinas eólicas, cujo progresso depende da atuação firme dos diversos Estados nacionais na formulação de incentivos que tornem sua produção possível e o seu consumo financeiramente menos oneroso, já que a utilização de combustíveis fósseis ainda se apresenta como uma alternativa mais barata. Para tanto, em muitos países, subsídios são oferecidos às empresas que se dedicam à produção desses bens, enquanto incentivos tributários são concedidos aos consumidores que optam pela utilização destes produtos.

Apesar de todo o suporte histórico do Estado às empresas privadas, assiste-se hoje à esquemas de evasão fiscal desconcertantes que evidenciam a verdadeira intensão dos propagadores desta ideologia liberal de se apoderarem ilícitamente de todos os ganhos materializados.

Diante disso, mesmo sem se apelar para qualquer argumento de ordem moral, as grandes corporações produtivas deveriam formular diretrizes de investimento que recompensassem os países que as acolhem, abrem seus mercados para seus produtos e as suportam das maneiras mais variadas imagináveis. Parece absurdo se afirmar que apenas os acionistas são os agentes tomadores de risco, sendo imperativo quebrar o atual paradigma da MSV e recuperar o devido reconhecimento da ação estatal e do coletivo de cidadãos para a construção da prosperidade econômica, recompensando-os com maior geração de renda, maiores níveis de emprego, vínculos empregatícios mais fortes, receitas tributárias mais substanciais e não afetadas pela evasão fiscal.

Em suma, a maximização do valor do acionista, desde sua inepção pela elite financeira mundial, cumpriu um duplo propósito: Possibilitar a financeirização do setor produtivo, desnacionalizando-o pelo enaltecimento do “Estado mínimo”; além de promover a concentração acionária das maiores empresas produtivas nas mãos de uma restritíssima classe rentista.

No próximo capítulo serão explorados os principais vetores da maximização do valor dos acionistas: A recompra de ações e a distribuição de dividendos.

Os principais vetores da MSV

Para se entender como as recompras de ações se transformaram em armas de manipulação de mercado e extração de valor é preciso se fazer uma breve reconstituição de sua história nos EUA, onde a MSV originalmente impregnou o mercado financeiro e o setor real da economia. Até os anos 80 as recompras de ações eram pouco utilizadas como um meio de se extrair valor para os acionistas. Na realidade, empreendedores de pequenas e médias empresas buscavam levantar fundos através da emissão de ações no mercado de balcão para financiar a expansão de seus negócios, sendo muito comum a recompra de ações no curto para o médio prazo para a retomada do controle acionário. As recompras de ações eram realizadas em volumes pouco significativos, principalmente para os padrões atuais e se destinavam exclusivamente à reversão da dissolução acionária que tinha sido temporariamente operada.

De fato, as regras impostas pela “Securities and Exchange Commission” (SEC), equivalente à “Comissão de Valores Mobiliários” brasileira, identificavam grandes volumes de recompras como tentativas ilícitas de manipulação do preço de mercado das ações e as proibia terminantemente. Como descreve Lazonick(2013):

Seção 9(a)(2) da lei de Securities Exchange Act de 1934 especificamente proíbe uma pessoa de efetuar “uma série de transações em qualquer título registrado numa bolsa de valores nacional com vistas a criar negociações aparentes ou efetivas neste título ou aumentar/deprimir o preço do mesmo, com o propósito de induzir a compra ou venda por outros”.(Lazonick,2013,p.880,nossa tradução).

No entanto, imbuída da nova ideologia da MSV e cedendo às pressões do mercado financeiro, a SEC em 1982 promulgou a lei 10b-18 que permitia às grandes corporações produtivas a recompra diária de ações em um volume que não excedesse os 25% de ações negociadas durante as quatro semanas anteriores e desde que não fosse realizada logo na abertura ou fechamento das bolsas¹². Entendia-se que a recompra de ações conferia um benefício material aos acionistas análogo à distribuição de dividendos e que, por isso, sua prática precisava ser sancionada por uma flexibilização maior da legislação vigente. Na realidade a lei 10b-18 foi muito mais do que uma mera flexibilização legislativa e representou um marco importante na financeirização das empresas produtivas que passaram a poder operar, dia após

¹² Existem outras restrições ligadas ao preço de negociação e à maneira com a qual as recompras são realizadas. No entanto, pouco servem essas regulações para obstar abusos e ganhos auferidos da manipulação dos mercados. Para mais informações acessar <https://www.sec.gov/rules/final/33-8335.htm>

dia , grandes volumes de recompras em benefício de seus acionistas e executivos . Mais grave ainda , a lei 10b-18 mostrou o grande poder de penetração que o setor financeiro passaria a exercer sobre o poder legislativo americano e que se estenderia ,nos próximos anos, ao judicial e executivo.

Para se compreender melhor o que a lei 10b-18 significou , Lazonick(2013) explica que para 292 empresas incluídas no S&P 500 de 2008 e que estavam publicamente listadas em 1980:

A recompra anual média de ações por empresa de 1981-1982 foi de apenas \$6.7 milhões, ou 3,6% da renda líquida, comparada com dividendos de \$93 milhões, ou 49% da renda líquida. Após a flexibilização criada pela lei 10b-18, recompras aumentaram rapidamente durante 1987. Com muitas empresas recorrendo às recompras para incrementar o preço de suas ações após o colapso do mercado em outubro de 1987, as recompras por empresa alcançaram \$103 milhões ou 35.3% da renda líquida , enquanto os dividendos representaram uma parcela adicional de 48.7%. (Lazonick,2013,p.881, nossa tradução).

Assim, em um intervalo de tempo de apenas 5 anos desde que a nova lei 10b-18 foi aplicada, grande parte das maiores corporações produtivas do mundo empregavam mais de 80% de sua renda líquida na recompra de ações e distribuição de dividendos para beneficiar seus acionistas e obter convenientes avaliações de mercado. Isso significa que estas empresas podiam contar com menos de 20% de sua renda líquida para o reinvestimento em processos produtivos, inovativos ou na formação de capital humano. Com isso, a própria natureza produtiva das empresas atuantes no setor real da economia passou a ser questionável pela generalização de práticas que empregavam vultosos recursos em operações financeiras que muito pouco contribuíam para geração de empregos ou para uma distribuição mais funcional de renda na economia que permitisse aos extratos menos favorecidos da sociedade, dotados de maiores propensões ao consumo, desempenhar o seu importante papel de sustentação da demanda agregada para os produtos e serviços postos em circulação.

Nas próximas décadas este narcisismo¹³ corporativo impregnou ainda mais profundamente o mercado financeiro, fazendo com que as recompras de ações superassem, em valor, a distribuição de dividendos e se tornassem, apesar de todo o suposto controle da SEC, em instrumentos de extração de valor que comprometiam mais de 100% da renda líquida das

¹³ O termo “narcisismo corporativo” é empregado aqui com o intuito de, figuradamente, traçar um paralelo com o mito de Narciso. As recorrentes recompras de ações podem ser vistas como produto direto da adoração patológica pela imagem da empresa.

empresas e atingiam valores estratosféricos da ordem de várias centenas de bilhões de dólares que eram apropriados por um restrito grupo de acionistas abastados.

O desvio enorme de recursos produtivos do setor real para a realização de operações financeiras que visam concentrar renda nas mãos de acionistas, cuja contribuição certamente não foi mais ou menos significativa do que a de milhares de trabalhadores e colaboradores empregados por essas empresas em diversas atividades produtivas e de prestação de serviços é ainda mais repreensível quando se constata que os salários na indústria em muitos países têm sido significativamente afetados pelas terceirizações de atividades e transferências de plantas produtivas, condicionadas pelo novo modelo econômico de negócios que busca alocar seus investimentos de acordo com a melhor relação baixos salários/qualificação encontrada nos diversos países.

A recompra de ações passou a ser, paradoxalmente, uma das principais práticas das grandes corporações produtivas e movimentou grandes volumes de recursos próprios e de terceiros. Na atualidade, observa-se que muitas empresas não financeiras se alavancam para poder recomprar ações para que não tenham que repatriar muitos de seus recursos dispersos pelo mundo afora, evitando as maiores taxas tributárias corporativas. Além disso, quando não dispõem de caixa suficiente, principalmente em períodos de crise, se alavancam para realizar as recompras visando sinalizar ao mercado que a aplicação nas suas ações ainda se apresenta como uma compensadora opção mesmo em meio à estagnação econômica. Um exemplo bastante contundente é o da situação recente da General Electric, gigante empresa americana de conglomerados industriais que apresentou, no período de 2011 a 2016, uma queda de 38% de sua renda líquida acompanhada por um aumento em 36% dos dividendos distribuídos e de 1022% na recompra de suas ações¹⁴, fazendo com que o total de recursos alocados para recompensar seus acionistas no ano de 2015 e 2016 correspondessem a, respectivamente, 540% e 350%¹⁵ da renda líquida anual.

Logrou-se desta maneira alterar completamente a medida pela qual as empresas são apreciadas por investidores, uma vez que os indicadores de desempenho como lucros, fluxos de caixa, receitas, nível de endividamento, embora ainda largamente utilizados nos modelos de valuation, passaram a um segundo plano diante da contemplação dos mecanismos puramente financeiros empregados para recompensar os acionistas. Com efeito, os modelos de

¹⁴ Os dados utilizados para estes cálculos foram diretamente extraídos dos “Annual Reports” da GE.

¹⁵ O cálculo utilizado foi (Recompra de ações + Dividendos distribuídos)/Renda líquida

valuation, embora utilizem grande quantidade de dados quantitativos, são muitas vezes elaborados para corroborar um juízo pré-estabelecido sobre o valor das ações de uma empresa.

Em muitos casos a decisão acerca do valor de inteiras corporações é mais condicionada pelos mecanismos empregados para recompensar seus acionistas do que pelas suas atividades produtivas ou capacidade de atrair mais consumidores. Muitos analistas de equity research produzem modelos viesados porque estão sob constante pressão por parte de gestores de portfolio que assumem grandes posições nas ações de uma determinada empresa. A este respeito, Damodaran(2012) argumenta que os analistas de equity research estão muito mais propensos a emitir recomendações de compra do que de venda de ações, em uma proporção que supera 10 para 1, anualmente. Isso pode ser explicado, em parte, pelas dificuldades de acesso a informações confiáveis emitidas pelas próprias empresas avaliadas e também, recentemente, pela influência de negócios relacionados aos ramos de investment banking. Sob este ponto de vista não é exagerado se afirmar que muitos analistas de equity research tenham se transformado em meros vendedores de ações que tentam, através da engenharia financeira, gerar mais demanda para os negócios dos bancos para os quais trabalham.

Assim, estes modelos servem mais para criar um consenso fabricado, que legitime avaliações positivas de empresas financeirizadas, do que para realizar uma apreciação imparcial do mercado. As recompras de ações, portanto, se transformaram em instrumentos estratégicos importantes para sinalizar ao mercado que a MSV foi devidamente incorporada pela empresa e que os interesses dos acionistas serão, em todo caso, sempre priorizados. Logo, o poder de capitalização de mercado de grandes empresas passou a ser afetado pela frequência e volume de recursos que são dispendidos em operações financeiras e, não necessariamente, produtivas.

As recompras são justificadas, geralmente, como um instrumento para se aumentar o valor das ações de uma empresa quando se acredita que elas não estão sendo devidamente precificadas no mercado. Mas essa é apenas uma das razões que acaba encobertando uma série de interesses privados de agentes financeiros que podem auferir enormes ganhos pela exploração e manipulação de seus preços de mercado. O fato de muitos investidores institucionais terem se transformado simultaneamente em acionistas e credores de grandes corporações produtivas financeirizadas, faz com que a alavancagem combinada à recompra de ações se transforme em uma operação altamente lucrativa, que lhes rende juros pelos recursos emprestados às empresas para a realização das recompras, dividendos mais substanciais pela distribuição dos lucros a

uma quantidade menor de acionistas e receitas maiores obtidas com as eventuais vendas das ações em suas carteiras a preços mais elevados.

De fato, os acionistas podem auferir grandes ganhos na eventual venda de suas ações, cujos preços aumentam pelo simples anúncio público de que a empresa em questão recomprará suas ações ou, posteriormente, pelo choque positivo de demanda provocado. Para os acionistas que decidam preservar as ações em sua posse, os dividendos são incrementados não necessariamente por um aumento dos lucros da empresa, mas sim pela concentração acionária promovida pelas recompras que fazem com que os ganhos por ação aumentem. Além disso, a recompra de ações representa, do ponto de vista da arbitragem tributária, uma maneira mais vantajosa de se recompensar acionistas do que a distribuição de dividendos, sobre a qual incide, normalmente, uma carga tributária mais onerosa resultante da diferença entre as maiores taxas do imposto de renda cobradas sobre os dividendos distribuídos e as menores taxas do imposto sobre ganhos de capital que incidem sobre os valores recebidos das vendas das ações. Este raciocínio, no entanto, não se aplica à realidade brasileira, onde os ganhos derivados de dividendos não são sequer taxados.

No entanto, o principal motivo para o crescimento exponencial da recompra de ações nos últimos anos foi a prática, cada vez mais difundida pelas empresas, de remunerar seus executivos da gerência com suas próprias ações, principalmente através das stock options ¹⁶e, mais recentemente, através das stock awards ¹⁷para alinhar as práticas administrativas da gerência com a necessidade de maximização de ganhos dos acionistas segundo os parâmetros de eficiência econômica impostos pela MSV. Até a década de 80 o sucesso da carreira profissional era significativamente associado a senioridade dos trabalhadores, isto é, os salários tendiam a crescer à medida que os anos de contribuição para as atividades empresariais também se elevavam. Após a financeirização das empresas do setor produtivo, a remuneração desses executivos passou a ser preponderantemente afetada pelas flutuações no preço das ações das empresas que os empregam. Novos incentivos foram, então, criados para a adoção de estratégias que comprometiam a prosperidade econômica porque priorizavam a distribuição de ganhos aos

¹⁶ Um derivativo muito utilizado na compensação de executivos, cujo funcionamento será explicado nas próximas páginas.

¹⁷ Stock awards se referem a um pacote de ações que geralmente são concedidas a um executivo na forma de RSUs (Restricted Stock Units) ou PSUs (Performance Share Units) sujeitas a determinadas condições para que sejam transferidas em uma data a ser acordada.

acionistas e a perseguição de interesses privados em detrimento da expansão de atividades e inovação de processos produtivos direcionados ao bem estar material da sociedade.

Como explica Crotty(2002):

A proporção média dos rendimentos percebidos pelos mais importantes CEOs que foi obtida através do exercício de stock options foi de 22% em 1979, uma porcentagem não significativa. Essa proporção aumentou substancialmente para cerca de 50% no final dos anos 1980s. No período do boom financeiro, que se estendeu de 1995 a 1999, essa média aumentou para 63%. Enquanto isso, a remuneração média dos maiores CEOs percebida em todas as formas aumentou de \$1.26 milhões em 1970 para \$37.5 milhões em 1999.(CROTTY, 2002, p.24 nossa tradução)

A decisão de remunerar os profissionais da gerência com stock options lhes permitiu dispor de derivativos para especular sobre flutuações induzidas por eles próprios no preço das ações das empresas que lhes empregam, sem nem sequer possuí-las. De fato, as stock options são contratos financeiros que concedem aos seus detentores o direito de compra ou venda de ações a um preço futuro pré-determinado e durante um período pré-acordado.

Os profissionais da gerência, compensados com stock options, podem exercer seu direito de compra das ações a um preço inferior ao de mercado logo após um grande volume de recompras ter sido operado pela empresa. Dessa maneira, esses executivos podem enriquecer vendendo as ações adquiridas com “desconto”, pelo preço mais alto de mercado que foi induzido pela recompra das ações. Essa combinação entre a recompra de ações e o exercício das stock options permitiu, através de uma operação praticamente livre de riscos, que muitos CEOs e outros profissionais da gerência se enriquecessem de uma maneira nunca antes vista através de uma operação que deveria ser ilegal, enquanto equivalente a qualquer outra operação financeira ilícita que se baseia na aquisição antecipada de informações privilegiadas.

As stock awards são pacotes de ações geralmente concedidos aos executivos na forma de RSUs ou PSUs. Se popularizaram muito, nos últimos anos, como uma forma de compensação alternativa às stock options, mas cujo princípio de ganhos é análogo, já que a elevação dos preços das ações concedidas, operada através das recompras, faz com que ganhos maiores possam ser auferidos na venda futura destas ações. Os executivos compensados com stock awards ganham ações da empresa sem ter que desembolsar recursos próprios como no caso do exercício das stock options, mas também têm que respeitar certas condições empregatícias e restrições de tempo para vendê-las. Alternativamente estes executivos podem

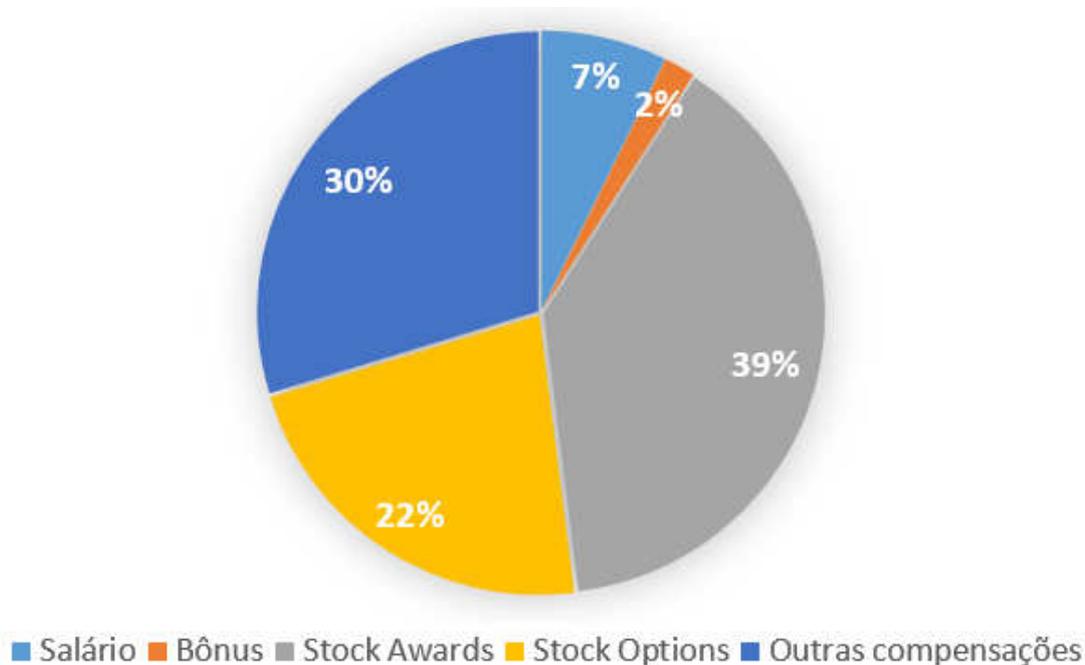
preservar parte destas ações em suas posses, tendo, de qualquer maneira, um forte incentivo para alocar recursos corporativos tanto na recompra de ações como na distribuição de dividendos.

Nas últimas duas décadas as stock awards passaram a ser mais largamente utilizadas como compensação baseada em equity do que as stock options, se transformando no principal componente de compensação dos maiores executivos das grandes corporações produtivas com atuação global.

Além da remuneração baseada em equity as grandes corporações produtivas são bastante generosas para com seus principais executivos com relação aos planos de incentivo em espécie concedidos e a outros benefícios como o pagamento de casas, sistemas de segurança, transporte aéreo, carros, aluguéis, além da possibilidade de contratação de planos de aposentadoria e de realização de pagamentos deferidos que só são taxados quando do seu efetivo recebimento em uma data futura.

O gráfico abaixo expõe os principais componentes da compensação dos CEOs de 70 das maiores corporações americanas, listadas no S&P 500, e atuantes nos ramos de TI, semicondutores, engenharia, biotecnologia, exploração de petróleo, indústria farmacêutica, indústria química, varejo, cadeia de restaurantes, hipermercados, indústria aeroespacial e de defesa, Mineradoras, indústria de entretenimento, emissoras televisivas, indústria automobilística e outras :

GRÁFICO 4- Participação dos salários,bônus,Stock Awards,Stock Options e outras compensações¹⁸ na remuneração somada dos CEOs de 70 das maiores empresas americanas, listadas no S&P 500, de 2009 a 2016.



Fonte- Pesquisa própria baseada nos Proxy Statements destas empresas dos anos 2009 a 2016.

O gráfico acima evidencia a relevância alcançada pelas compensações baseadas em equity (stock options + stock awards) que correspondem a impressionantes 61% de todas as remunerações(US\$10.370.562.232,00) recebidas por estes CEOs ao longo de 8 anos. Estes executivos se transformaram em grandes acionistas destas empresas, sendo portanto, diretamente interessados na valorização contínua das ações que tão generosamente recebem.

O CEO da Apple, por exemplo, apenas em 2011 recebeu stock awards no valor de US\$376.180.000,00 , enquanto que os 70 CEOs , ao longo dos 8 anos pesquisados, receberam um total de US\$6.349.776.099,00 em stock options e stock awards. Frente a estas cifras , os salários e bônus (US\$ 937.084.420,00) concedidos empalidecem e passam a ser responsáveis por uma contribuição muito marginal à fortuna destas pessoas, embora ainda alcancem cifras inimagináveis para a maior parte da população mundial.

¹⁸ As "outras compensações",que correspondem a 30% do total de remunerações concedidas ou US\$3.083.701.713,00 , incluem os planos de incentivo em espécie, pagamentos deferidos,planos de aposentadoria com seus respectivos ajustes e outros benefícios já citados como o pagamento pela empresa de sistemas de segurança pessoal,transporte,casas, seguros, dentre outros.

A grande questão a ser respondida é se realmente a contribuição destes executivos, por mais relevante e essencial que possa ser para as empresas que os empregam, é capaz de justificar cifras tão elevadas e desproporcionais quando comparadas às remunerações de milhares de outros empregados.

Um estudo conduzido por Isac Shapiro¹⁹, citado em Mazzucato(2011) investigou a discrepância entre a remuneração dos 9 principais executivos da Apple e o salário médios dos trabalhadores empregados nas fábricas chinesas da Foxconn onde os produtos da empresa são manufaturados:

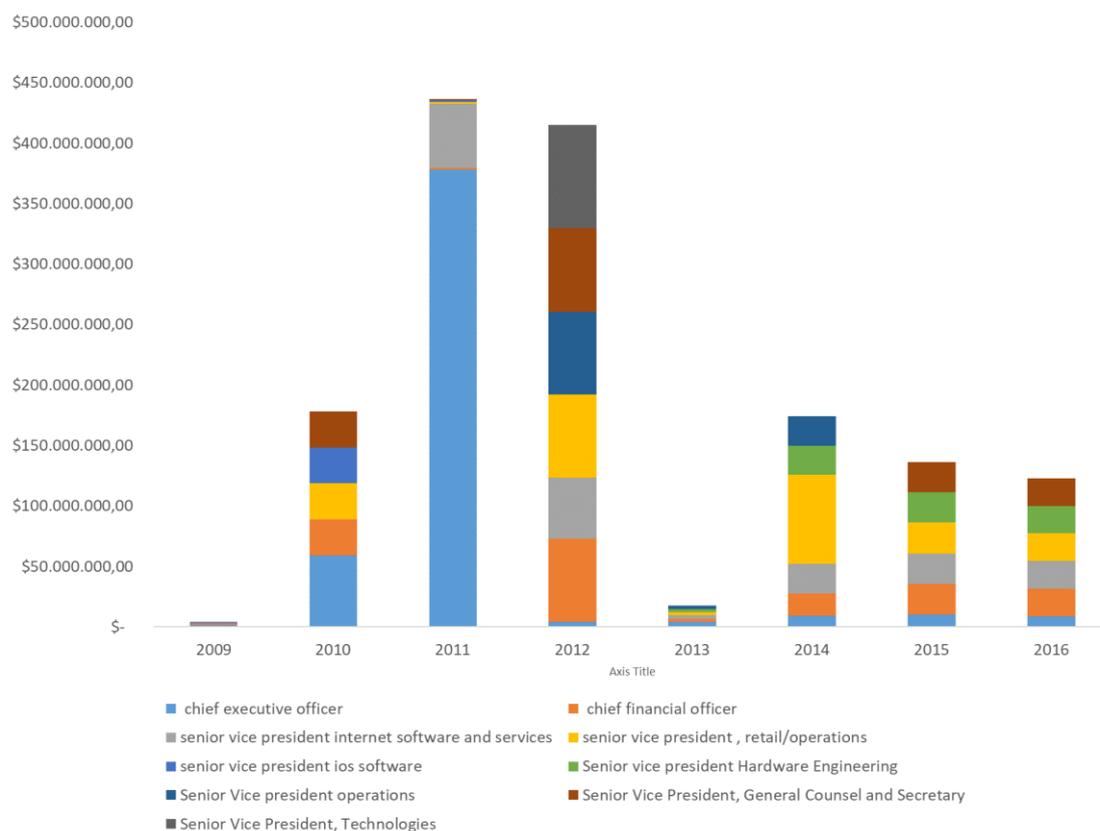
Em 2011, os 9 maiores executivos da Apple receberam um total de \$440.8 milhões, enquanto que, em 2012, o pacote de compensações para estes executivos foi de \$411.5 milhões. Para se ter noção do que isto significa, o salário anual médio de um empregado na Foxconn é de \$4.622,00, o que faz com que a compensação dos 9 maiores executivos da Apple seja equivalente ao montante, em salários, recebido por 95.000 trabalhadores em 2011 e 89.000 trabalhadores em 2012. (MAZZUCATO, 2011, p.185, nossa tradução)

Mazzucato(2011) também menciona que esta descomunal discrepância de compensações persiste entre os maiores executivos e a maior parte dos empregados nas lojas de varejo da empresa que não recebem qualquer plano de compensação baseado em stock options ou grandes aportes derivados das comissões de vendas. Não há dúvidas de que estes ingentes recursos concentrados nas mãos destes nove executivos, cumpririam um papel muito mais relevante para a criação e circulação de bens e serviços na economia mundial, se tivessem sido, pelo menos em parte, distribuídos aos diversos trabalhadores que contribuem para o sucesso das operações da Apple, assim como também poderiam ter sido reinvestidos em processos inovativos que permitissem a conversão de novas tecnologias em produtos comercializáveis. O gráfico abaixo estima o valor total, anualizado, das compensações recebidas pelos nove maiores executivos da Apple. Os dados foram obtidos a partir das informações disponibilizadas aos investidores pela própria empresa nos “Definitive Proxy Statement-Apple Investor Relations” dos anos 2009 a 2016²⁰:

¹⁹ Shapiro, I. 2012. “Comparing the Pay of Apple’s Top Executive to the Pay of the Workers Making its products”. Economic Policy Institute, 30 April 2012. Disponível online em <http://www.epi.org/publication/apple-executives-pay-foxconn-workers/>

²⁰ Infelizmente, os valores recebidos por alguns destes executivos não estavam disponíveis em todos os anos. No entanto, o gráfico ainda cumpre o propósito de evidenciar ao leitor os ingentes recursos dedicados à compensação destas pessoas.

GRÁFICO 5- Compensação total e anualizada dos nove maiores executivos da Apple



Fonte- Definitive Proxy Statement-Apple Investor Relations,2009-2016.

Com o crescente escrutínio público acerca da compensação de seus principais executivos, a Apple decidiu em 2015 conceder RSU²¹'s a vários de seus empregados que podem ser vendidas após um período de 3 anos, durante os quais estes colaboradores devem continuar a trabalhar na empresa. Evidentemente trata-se de uma medida para tergiversar as críticas recebidas nos últimos anos por práticas desproporcionais de compensação, já que a iniciativa, embora interessante, ainda assim é eclipsada pelos bônus, as stock options e as stock awards²² concedidas aos maiores executivos da empresa. Obviamente, estes nove executivos só conseguiram se apropriar de centenas de milhões de dólares porque oportunisticamente exerceram as suas stock options, embolsando os spreads resultantes de suas operações

²¹ Sigla em inglês referente a *Restricted Stock Units* que consiste na concessão futura de um pacote de ações da empresa, sujeita a determinadas condições (empregabilidade, desempenho, etc) e em um valor que, neste caso, se situa entre mil e dois mil dólares por empregado.

²² Stock awards se referem a um pacote de ações que geralmente são concedidas a um executivo na forma de RSUs (Restricted Stock Units) ou PSUs (Performance Share Units).

financeiras ou porque venderam suas stock awards dentro dos intervalos de tempo estabelecidos pela empresa.

A este propósito, Lazonick(2013) explica que uma nova emenda ²³foi criada pela SEC em 1991 para permitir aos executivos recompensados com stock options a venda das ações imediatamente após o exercício da compra prevista nos contratos de stock options, prática que antes era compreensivelmente proibida pela seção 16(b) do “Securities Exchange Act” de 1934 que requeria um intervalo de tempo de pelo menos seis meses entre estas duas operações para qualquer acionista que possuísse mais de 10% das ações da empresa em questão. Como justificativa, alegava-se que no caso das stock options, por se tratarem de derivativos, o período de seis meses requerido deveria começar a ser contado no momento do recebimento destes contratos financeiros e não a partir do seu exercício. Ignorou-se por completo o fato de a maior parte das stock options serem concedidas um ano antes do período permitido pela empresa para o seu exercício, efetivamente tornando nulo qualquer efeito da seção 16(b) quando reinterpretada para derivativos.

Além disso, embora a SEC exija que os programas de recompra de ações sejam antes aprovados pelo conselho administrativo das empresas e anunciados publicamente ao que concerne tanto a sua extensão quanto ao prazo de vigência, os executivos da gerência dispõem de plena autonomia para realizar as recompras no momento e nas quantidades que julgarem mais convenientes. Logo, apenas os gerentes sabem realmente em quais momentos e volumes as ações serão efetivamente recompradas, o que abre espaço para um risco moral enorme relacionado ao comércio paralelo e ilícito de informações privilegiadas que podem ser vendidas a terceiros ou utilizadas para que estes executivos possam embolsar os spreads criados pela diferença entre o preço de mercado e o preço contratual acordado para as stock options recebidas.

Ainda mais surpreendente é que todas essas sutis modificações e reformulações legislativas até aqui citadas foram criadas pela SEC que, paradoxalmente, é a instituição supostamente criada para regular o mercado financeiro na maior economia do mundo, o que só demonstra a sua deplorável subserviência a interesses privados que visam sistematicamente sucatear todas as barreiras historicamente criadas na década de 30 para regular um mercado financeiro autofágico, capaz de criar enormes crises como a de 1929.

²³ Lazonick se refere às leis 16b-7 e 16b-3 da SEC, cujas especificações podem ser examinadas em <https://www.sec.gov/rules/final/33-8600.pdf>.

Cumpra destacar, que as recompras não são apenas utilizadas indiscriminadamente pela gerência para seu próprio enriquecimento e benefício dos acionistas. A recompra de grandes volumes de ações pode também ser utilizada pelos gerentes como mecanismo de proteção contra tomadas hostis (Hostile takeovers) que ameassem seus postos de trabalho. Os chamados “corporate raiders” são agentes financeiros interessados em adquirir uma grande parcela da propriedade acionária de empresas com vistas a obter grande poder de voto e influência sobre a gerência. Quando bem-sucedida, a tomada hostil de uma empresa pode implicar na demissão de muitos executivos e em uma reestruturação geral dos quadros de administração corporativa.

Conseqüentemente, a gerência pode ser ver repentinamente compelida a autorizar grandes recompras visando pressionar o preço das ações de sua empresa, de maneira a tornar menos atrativa a sua compra a preços mais elevados. Outra estratégia que pode ser adotada é a concessão de dividendos especiais para dissuadir os acionistas a não vender as ações em suas posses. A imprevisibilidade e a necessidade de grandes recursos para realizar essas recompras e conceder esses dividendos especiais, torna praticamente imprescindível o recurso ao capital de terceiros e acaba implicando em um grande aumento do endividamento dessas corporações. Além disso, o fato de muitas tomadas hostis serem financiadas a partir da contração de enormes empréstimos por parte dos corporate raiders cria um risco adicional para a empresa adquirida que pode ter muito de seus ativos vendidos para pagar as dívidas. Crotty afirma que :

Raiders dependiam primordialmente do capital de terceiros para financiar as tomadas hostis, aumentando o nível de endividamento das empresas não financeiras para níveis de alta históricos. No caso da tomada hostil da Nabisco em 1998, a maior tomada hostil da história até aquela data, \$23 bilhões dos \$25 bilhões do preço de compra foram financiados por meio de contração de dívidas. Os gerentes das empresas que estavam sendo tomadas frequentemente defendiam seu território alavancando fortemente suas firmas para efetuar recompra de ações ou conceder dividendos extraordinários para dissuadir raiders potenciais. Só no período de 1984-1989, um trilhão de dólares foi emprestado para empresas não financeiras para o financiamento de tomadas hostis ou para a defesa contra as mesmas. (CROTTY, 2002, p.21 nossa tradução)

Assim, a perseguição de interesses financeiros privados comprometem o desempenho e a situação patrimonial das empresas do setor produtivo, aumentando o grau de alavancagem e deslocando cada vez mais recursos, que poderiam ser produtivamente empregados, para o pagamento de juros. Com efeito, a fusão entre gerência e propriedade acionária desencadeou esta espiral especulativa que é constantemente alimentada por operações financeiras que drenam os recursos das atividades produtivas e os redirecionam para o enriquecimento ou a defesa de interesses privados daqueles que têm o poder de decisão sobre a alocação de recursos corporativos.

Naturalmente, todas as operações que visem maximizar o valor dos acionistas, sejam elas recompras de ações, distribuição de dividendos ou venda de ações, dependem, em alguma medida, da existência de um mercado que seja a todo momento líquido para as ações negociadas. Deve-se criar uma espécie de fetiche corporativo que garanta que as ações de qualquer empresa se tornem objeto de desejo por parte dos diversos agentes financeiros, independentemente de sua situação patrimonial, do ânimo dos mercados e da economia em geral. A este propósito, a gerência das grandes corporações se vê pressionada e incentivada a assegurar, a qualquer custo, que os rendimentos reportados pelas empresas onde trabalham sejam superiores ou, pelo menos, compatíveis com as expectativas do mercado. Como descreveu Crotty:

No anos 90, os preços das ações flutuavam apenas em resposta às mudanças nos rendimentos trimestrais reportados pelas empresas ou, mais acuradamente, em resposta à relação entre rendimentos reportados e as expectativas do mercado com relação a eles. Nada mais parecia importar. Gerentes tinham, portanto, o incentivo mais forte possível para garantir que os rendimentos reportados continuassem a aumentar sem interrupção, não importando o que eles tivessem que fazer para cumprir tal meta. (CROTTY, 2002, p.26 nossa tradução)

A esse respeito, Crotty (2002) argumenta que as crescentes fraudes contábeis no período recente são, em grande medida, fruto da busca incessante por boas apreciações do mercado. A pressão para que essas empresas sejam bem avaliadas pelo mercado financeiro leva a um aumento vertiginoso das fraudes contábeis e, conseqüentemente, a uma precificação equivocada dos ativos que pode levar à formação de bolhas. Tal constatação é corroborada por inúmeros casos reais de empresas fantasmas ou agonizantes que, apesar de sua situação patrimonial real comprometida, conseguem se capitalizar iludindo investidores e colocando em cheque o mecanismo estabilizador do mercado tão defendido por muitos economistas ortodoxos. Como diz Crotty:

Nós agora sabemos que fraudes contábeis e trapaças ocorreram em larga escala, especialmente depois de 1997, na medida em que as equipes de gerência se utilizaram de todos os truques disponíveis por uma regulação leniente, princípios contábeis elásticos e a inerente complexidade da “engenharia financeira” para incrementar receitas reportadas e ocultar custos e endividamento, crescentes. (CROTTY, 2002, p. 32 nossa tradução)

No entanto, todas essas operações ilegais utilizadas para enganar o mercado não resultaram apenas da engenhosidade da gerência das empresas envolvidas, mas jamais teriam sido possíveis sem o aval de grandes empresas de contabilidade, uma regulação deficiente ou

inexistente por parte dos governos e as avaliações tendenciosas dos departamentos de equity research de muitos bancos de investimento. As grandes firmas de contabilidade, embora tenham que zelar por sua reputação, são incentivadas a ser coniventes com essas falsificações das demonstrações financeiras da gerência porque, muitas vezes, auferem maiores ganhos dos contratos de consultoria com as empresas que as contratam do que com contratos de auditoria.

Os bancos de investimento, por sua vez, têm um interesse direto de emitir recomendações de compra para ações de uma empresa específica que lhes tenha contratado para atividades diversas de investment banking como o lançamento de uma IPO²⁴. Essa complexa rede de interesses interligados e interdependentes faz com que muitos lobbies políticos sejam feitos para obstar qualquer projeto de lei que almeje aprofundar regulações do mercado financeiro. No caso do mercado financeiro americano:

O Congresso derrotou todas as propostas para forçar firmas a fornecer informações acuradas sobre o rendimento e o balanço patrimonial e aprovou uma legislação em meados dos anos 90 que fez com que fosse quase impossível para os acionistas processar a gerência por fraude ou trapaça. Além disso, em 1999 removeu todas as barreiras de segurança que separavam os bancos comerciais dos bancos de investimento, porque as indústrias de contabilidade e financeira estão entre as principais contribuintes dos políticos de Washington em uma era em que as eleições são obscenamente dispendiosas. (CROTTY, 2002, p.33 nossa tradução)

Essa relação espúria entre política e os diversos interesses privados do mercado financeiro levou a um aumento significativo do risco sistêmico na economia mundial. A deliberada ausência de regulação e mecanismos de fiscalização eficientes provoca distorções de preços e uma alocação inadequada de recursos que podem comprometer o desempenho do setor real da economia e gerar crises de proporções nunca vistas. Em 2012 o então presidente Obama dos EUA, em resposta às acusações contundentes de concessão de favores por parte de multinacionais aos senadores americanos, assinou a lei S.2038 conhecida como Stock Act²⁵ que proibia aos membros do congresso a utilização de informações privilegiadas para a obtenção ilícita de ganhos no mercado financeiro. Alguns anos depois foi sancionada a emenda S.716²⁶ que permitia aos assessores ou empregados de gabinete dos senadores americanos não expor suas posses financeiras publicamente, sob a fraca alegação de que estas informações poderiam ser utilizadas indiscriminadamente por criminosos.

²⁴ Sigla inglesa para "Initial Public offering" referente ao primeiro lançamento no mercado das ações de uma empresa.

²⁵ Disponível para consulta em <https://www.congress.gov/bill/112th-congress/senate-bill/2038/text> .

²⁶ Disponível para consulta em <https://www.congress.gov/bill/113th-congress/senate-bill/716/text?q=%7B%22search%22%3A%5B%22S716%22%5D%7D&r=3> .

Desta maneira, logrou-se criar uma fachada de compromisso do governo contra a corrupção, enquanto os senadores poderiam se utilizar de seus assessores para ocultar os ganhos auferidos pelo recebimento de informações privilegiadas do mercado financeiro, concedidas por empresas que, por sua vez, retribuíam favores recebidos pelos próprios senadores. Soma-se a tudo isso a formulação de uma legislação extremamente leniente, em muitos países, que permite a transferência de direitos de propriedade intelectual de muitas empresas as suas subsidiárias instaladas em países estrangeiros que apresentam menores cargas tributárias corporativas, de maneira a facilitar a geração de fluxos financeiros que visam evadir recursos devidos ao fisco. Essa prática é recorrente entre as maiores empresas multinacionais e globalizadas do mundo, que pagam ingentes recursos em royalties e superfaturam vendas internas, entre uma sede e outra para mover recursos de um território a outro segundo suas próprias estratégias de arbitragem tributária, sempre egregiamente assessoradas pelas empresas mais prestigiadas de consultoria do mundo como Ernst&Young , Deloitte, PwC, KPMG, Bain dentre outras, cúmplices nessas formas institucionalizadas de fraude fiscal e toleradas pelos governos mundo a fora.

Fluxos financeiros ilícitos que nascem de estratégias complexas de evasão fiscal por meio do pagamento de royalties de propriedade intelectual e outros, agora não se limitam mais às empresas de tecnologia e são reproduzidas com cada vez mais frequência e requinte por gigantes do ramo de bens de consumo e serviços como o recente escândalo da Starbucks no Reino Unido em 2012 demonstrou. De fato, a empresa começou suas operações no Reino Unido em 1998 e de lá até 2012 logrou uma receita estimada em mais de 3 bilhões de libras esterlinas em vendas de café, pagando no entanto , apenas 8,6 milhões de libras em impostos sobre a renda corporativa e declarando, durante a maior parte do período, prejuízos recorrentes na ordem de dezenas de milhões de libras. Um dos muitos canais utilizados para se deduzir ao máximo a renda disponível para ser taxada no Reino Unido foi o pagamento, que era feito também por todas as unidades da empresa operantes na Europa , de royalties de propriedade intelectual pelo “ uso da marca e do modelo de negócios “que incidem sobre a receita bruta e se destinavam a uma subsidiária da multinacional com sede em Amsterdã na Holanda, onde os impostos cobrados para esse tipo de renda são reconhecidamente baixos e, com toda a certeza , muito inferiores às taxas cobradas no Reino Unido²⁷.

²⁷ O escândalo da evasão fiscal perpetrada pela Starbucks no Reino Unido de 1998-2012 foi amplamente coberto pelo jornais internacionais de maior prestígio , tendo os números , dados e informações aqui

É notória a conivência dos governos de diversos países do mundo com esse tipo de comportamento de multinacionais poderosas que é descaradamente ignorado por anos até que o escândalo seja descoberto e as autoridades sejam pressionadas a tomar uma posição. No meio tempo, os negócios mais onerados pelos tributos são as médias e pequenas empresas que no Brasil, quando optam pelo Simples Nacional, são taxadas mensalmente com base na receita bruta acumulada nos últimos 12 meses sem que qualquer fator deflacionário seja considerado na equação. Isso significa que os tributos cobrados dessas pequenas empresas não refletem o desempenho financeiro real das mesmas e são especialmente onerosos quando a inflação se eleva ou as receitas caem abruptamente de um mês a outro em um contexto de recessão econômica como o atual enfrentado pelo país. Ao que tudo indica, as pequenas e médias empresas têm que suportar o ônus de arcar com cargas de impostos cada vez mais inclementes enquanto ingentes recursos são evadidos, com a conivência dos governos democraticamente eleitos em todo o mundo, para países estrangeiros com legislações fiscais extremamente lenientes ou até mesmo paraísos fiscais, sempre a prejuízo dos cidadãos e em benefício de uma classe rentista desenraizada de acionistas abastados.

Cumprе retomar também, a esse respeito, o já citado e curioso fato de os acionistas no Brasil serem isentos de pagamento de impostos sobre os dividendos distribuídos pela justificativa de que isso se constituiria em dupla taxaço uma vez que os dividendos são pagos a partir da renda líquida corporativa que já foi obtida após a dedução dos impostos pagos pelas empresas. Enquanto isso, ironicamente, cidadãos brasileiros que recebem um montante equivalente a dois salários mínimos²⁸ são compelidos a pagar imposto de renda e a arcar com o ônus de uma estrutura tributária brasileira altamente regressiva que incide preponderantemente sobre o consumo e não faz qualquer distinção de renda entre os consumidores, de maneira que uma pessoa abastada pague, proporcionalmente, muito menos impostos sobre um mesmo produto adquirido por uma pessoa pobre.

Soma-se a isso o fato de a tabela de imposto de renda da pessoa física não ser corrigida anualmente pela inflação por parte da receita federal, fazendo com que muitas pessoas, antes isentas por receberem valores iguais ou inferiores aos R\$ 1.903,98, passem a pagar o imposto equivalente a 7,5% do rendimento quando seus salários são eventualmente ajustados pelas empresas empregadoras para compensar a inflação. Sem contar o absurdo de se tributar uma

reportados sobre o assunto sido extraídos da seguinte página :
<https://www.express.co.uk/news/uk/1020131/starbucks-accused-corporation-tax-avoidance>

²⁸ O salário mínimo no Brasil se situa , no presente momento 07/10/2018 , em 954 reais.

camada tão vulnerável e miserável da população que tem seus salários descontados por impostos sem a perspectiva de qualquer retorno na forma de serviços públicos de saúde, educação de qualidade, saneamento básico e outros :

TABELA 1-Incidência Mensal Imposto de renda Pessoa Física

Tabela de incidência mensal
A partir do mês de abril do ano calendário de 2015

Base de Cálculo	Alíquota (%)	Parcela a deduzir do IRPF(R\$)
Até 1.903,98	-	-
De 1.903,99 até 2.826,65	7,5	142,8
De 2.826,66 até 3.751,05	15	354,8
De 3.751,06 até 4.664,68	22,5	636,13
Acima de 4.664,68	27,5	869,36

Fonte <http://idg.receita.fazenda.gov.br/acesso-rapido/tributos/irpf-imposto-de-renda-pessoa-fisica>

Ainda mais grave é o efeito que os pagamentos cada vez mais generalizados de cartões de crédito e débito têm exercido sobre o nível de preços já que é cobrada uma taxa sobre cada transação efetuada, cujos proventos se destinam às empresas detentoras das máquinas de cartão, e que é repassada aos produtos adquiridos via aumento de preços pelas empresas que vendem produtos e serviços que, naturalmente, repassarão ao consumidor final todo e qualquer custo incorrido.

Assim, os mais pobres são os que mais são onerados já que pagam impostos sobre rendas muito baixas, arcam com uma carga de imposto sobre o consumo que é proporcionalmente muito maior que os mais abastados e ainda são taxados indiretamente por empresas privadas de máquinas de cartão quando compram bens e serviços.

Todas essas anomalias do sistema tributário tornam imperativa uma reforma tributária, igualmente intransigente com a evasão fiscal das pequenas e grandes empresas, nacionais ou estrangeiras, que finalmente preze pela justiça social e fomenta principalmente o Trabalho, único verdadeiro gerador de emprego e renda, sobre o qual as verdadeiras democracias são fundadas. Até que isso seja feito, infelizmente, as classes rentistas de acionistas continuarão a se constituir em castas privilegiadas e o sistema político supostamente democrático tão aclamado no ocidente será marcado pela subordinação do trabalho a práticas rentistas de uma oligarquia financeira cuja sede de ganhos através da espoliação de inteiras nações é implacável.

A incidência de impostos sobre a renda da pessoa física deveria ser, primeiramente, governada pelo tipo de atividade desempenhada pela dita pessoa e a contribuição da mesma para a geração de emprego e renda na economia e não apenas pela mera apreciação quantitativa de sua renda. Especuladores e outros rentistas que auferem renda sem o exercício de qualquer trabalho, ou seja, sem o desempenho de qualquer atividade de natureza produtiva seriam sujeitos às alíquotas maiores como meio de inibição da difusão e o prosseguimento dessas práticas. Indivíduos diretamente envolvidos nas atividades produtivas, representados por trabalhadores, empresários e até mesmo executivos, seriam sujeitos, proporcionalmente é claro, às menores alíquotas. Desta maneira o Estado poderia se utilizar da política tributária não apenas como um meio de financiamento mas também para fomentar atividades produtivas, criando incentivos para que seus cidadãos e agentes estrangeiros se envolvam com práticas sustentáveis que criam e agregam valor.

Apple : Epítome do Narcisismo Corporativo

O presente capítulo visa, à título de ilustração da financeirização radical por qual passa a economia mundial, apresentar como a mais rica corporação da história tem recentemente empregado seus colossais recursos para maximizar a extração de valor da economia real aos seus acionistas. As informações que serão apresentadas se revestem de particular importância para demonstrar ao leitor como a vigente ideologia de maximização do valor dos acionistas impregnou radicalmente as decisões alocativas de recursos da Apple nos últimos anos, desvirtuando seu caráter notavelmente inovador e criador de valor .

A Apple foi fundada em 1976 e se notabilizou pelo caráter visionário de seu fundador e CEO Steve Jobs que esteve à frente da empresa após um prolongado período de afastamento, de 1997 a 2011. Sob sua magistral direção, na década de 2000, a empresa lançou produtos de enorme prestígio tais como o Ipod, Iphone e Ipad, que conjugavam inovação e praticidade na medida certa para atender às demandas de uma massa de indivíduos ansiosos por dar vazão aos seus interesses individualistas e ansiosos por incorporar novas tecnologias às necessidades do dia a dia. De fato, a genialidade da Apple se expressou tanto na escolha da letra “i” que remete ao pronome “I” (do inglês “eu”) que antecede o nome de grande parte de seus produtos, reforçando o seu caráter individual , como na formulação de novos meios de interação digital, com a incorporação da tecnologia touchscreen, SIRI e GPS que criaram enorme apelo no mercado consumidor, permitindo maior imersão na interface digital através de um contato mais direto, quase humano, entre aparelho e usuário. O sucesso foi tão grande que permitiu a revolução completa do mercado de smartphones e criação de um segmento completamente novo de computadores portáteis conhecidos como Tablets²⁹.

Apesar de grande parte das tecnologias utilizadas em seus produtos terem sido originalmente desenvolvidas por programas chefiados ou financiados pelo governo americano, é mérito incontestável da Apple ter logrado incorporar e adaptar o Touchscreen, GPS, SIRI e a Internet em produtos comercializáveis de tamanho sucesso, de linhas limpas e design tão atraente. Nesse sentido a Apple se apresenta como um exemplo de sucesso industrial e

²⁹ Embora a Apple não tenha sido efetivamente a pioneira na criação do primeiro Tablet, cujo conceito já havia sido inclusive explorado pela Microsoft uma década antes sem sucesso , é indiscutível que a empresa conseguiu ser a primeira a comercializar com tamanho prestígio e apelo de mercado a nova tecnologia.

comercial fruto da parceria público-privada que em um primeiro momento, por um esforço preponderantemente estatal, cria as tecnologias do futuro que serão, em um segundo momento, incorporadas, adaptadas e aprimoradas pela iniciativa privada em produtos comercializáveis inovadores de qualidades progressivamente superiores e custos unitários progressivamente menores.

Muito perspicaz também foi o desenvolvimento estratégico de serviços complementares como o iTunes e a Appstore que fidelizam os consumidores de seus produtos oferecendo-lhes a possibilidade de explorar uma vasta gama de músicas, vídeos e aplicativos que reforçam o compromisso da Apple de se tornar muito mais que uma mera produtora de aparelhos eletrônicos e que a elevam à posição de agregadora de valor tanto nas esferas da produção quanto na oferta de serviços.

Durante toda a frutífera década de 2000 que assistiu à criação e introdução no mercado de produtos revolucionários, a Apple, sob a firme direção de Steve Jobs e orientada por uma política de governança corporativa criadora de valor, desafiou a axiomática prática financeira de agressivamente recompensar os acionistas e curiosamente canalizou pouquíssimos recursos para a distribuição de dividendos e recompra de ações.

Durante todo o período compreendido entre 2000 e 2011 a empresa não distribuiu dividendos e dispendeu meio bilhão de dólares na recompra de ações, o equivalente a uma média de aproximadamente 40 milhões de dólares por ano sendo que, em contra partida, investiu cerca de 11 Bilhões de dólares em P&D no mesmo período. Os recursos da empresa foram, portanto, prioritariamente destinados à pesquisa e desenvolvimento em uma razão de 22:1, ou seja, dispendendo anualmente em média, 22 vezes mais em P&D do que recompensando pecuniariamente seus acionistas :

Tabela 2-comparação gastos em P&D vs Recompra de ações 2000-2011

Ano	P&D	Recompra de Ações
2000	\$ 380.000.000,00	\$ 116.000.000,00
2001	\$ 430.000.000,00	\$ -
2002	\$ 446.000.000,00	\$ -
2003	\$ 471.000.000,00	\$ 26.000.000,00
2004	\$ 489.000.000,00	\$ -
2005	\$ 535.000.000,00	\$ -
2006	\$ 712.000.000,00	\$ 355.000.000,00
2007	\$ 782.000.000,00	\$ 3.000.000,00
2008	\$ 1.109.000.000,00	-
2009	\$ 1.333.000.000,00	-
2010	\$ 1.782.000.000,00	-
2011	\$ 2.429.000.000,00	-
Total	\$ 10.898.000.000,00	\$ 500.000.000,00
Média Anual	\$ 908.166.666,67	\$ 41.666.666,67

Fonte Apple Sec Fillings Annual reports 2000-2011

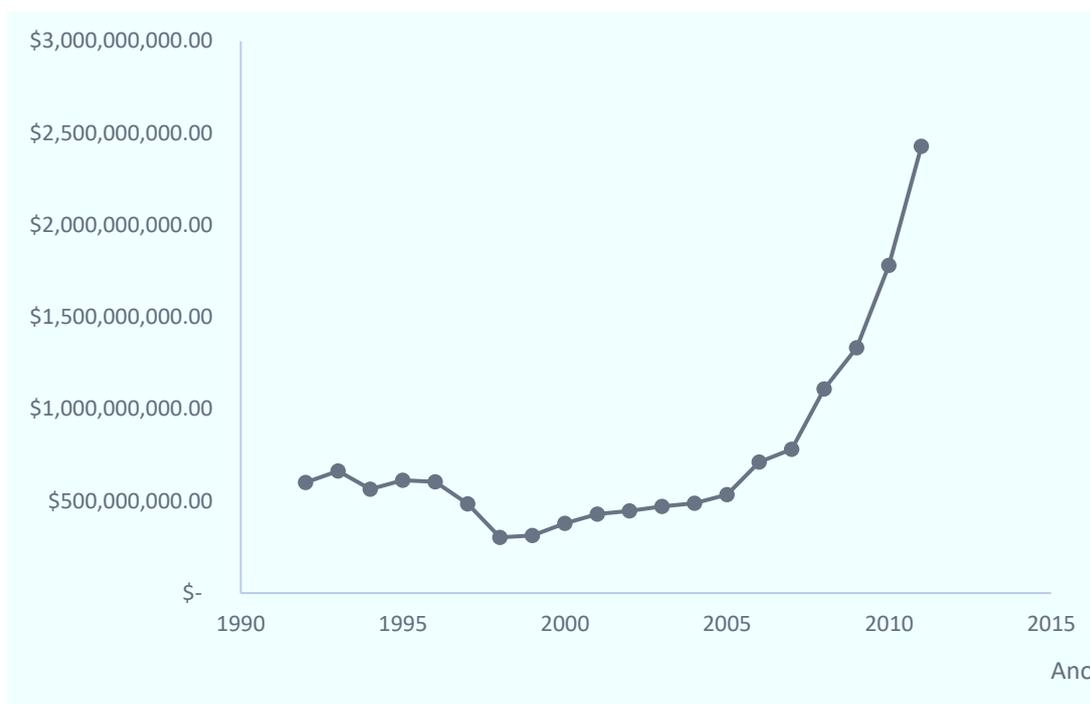
Particularmente merecedores de destaque foram os anos de 2001, 2002, 2003 e 2004 nos quais os gastos com P&D variaram de 22% a 35% da margem bruta da empresa. Durante esses 4 anos a média de recursos empregados em P&D como porcentagem da margem bruta foi de impressionantes 28%, o que significa que a Apple empregava de um quarto a um terço de tudo o que sobrava de suas vendas líquidas, após a dedução dos custos relacionados aos bens finais produzidos e vendidos, em pesquisa e desenvolvimento.

A ênfase na criação de valor para a empresa que caracterizou toda a gestão de Steve Jobs de 1997 a 2011, juntamente com o relativo abandono das distribuições de dividendos e da recompra de ações, permitiu que a Apple reduzisse radicalmente seu endividamento durante a primeira década de 2000. É importante precisar que, quando Jobs assumiu o comando da empresa em 1997, herdou uma dívida de aproximadamente 1 bilhão de dólares, cifra alcançada após a empresa em 1994 ter emitido 300 milhões de dólares em notas promissórias que pagavam juros semestralmente e venciam 10 anos depois em 2004, que foram posteriormente incrementadas por mais uma emissão em 1996 de 661 milhões que também pagavam juros semestralmente e venciam em 2001. Na realidade, as contas da empresa se deterioravam rapidamente desde 1993, a renda líquida auferida parecia bastante instável variando de cerca de 530 milhões em 1992 para superávits de 87 milhões em 1993 e adentrando território negativo em -816 milhões (1996) e -1 bilhão em 1997.

Apesar da vertiginosa queda da renda líquida, A Apple havia destinado a seus acionistas no período compreendido entre 1992 e 1996 mais de 727 milhões de dólares em dividendos e recompra de ações, ou seja, cerca de 227 milhões de dólares a mais do que a empresa retornaria a seus acionistas ao longo dos 12 anos de 2000 a 2011 sob as gestão de Steve Jobs.

O desafio de Jobs era, portanto, bastante árduo sendo forçado, durante os primeiros anos de sua gestão, a reestruturar a empresa e reduzir gastos produtivos e não produtivos. Em 2004 o endividamento de longo prazo, herdado da gestão anterior, foi praticamente extinto e os gastos com P&D puderam, a partir de então, gradualmente alcançar, em números absolutos, o nível verificado no início dos anos 90 para, em 2006 com a recuperação mais robusta da margem bruta, superá-los definitivamente

Gráfico 6- Gastos em P&D da Apple 1992 - 2011



Fonte: Apple SEC Filings Annual Reports 1992 - 2011

Após o pagamento de 300 milhões de dólares em 2004 a gestão Jobs conseguiu finalmente desonerar o passivo da empresa de qualquer dívida de longo prazo e assumiu o firme compromisso de não contrair mais dívidas nos anos que se seguiram até o afastamento definitivo de Steve Jobs em 2011, o que permitiu à Apple não canalizar qualquer fração de seus recursos para o pagamento de juros, desalavancando-a significativamente.

Ao contrário do que se pode inferir, o endividamento contraído pela empresa na década de 90 não era um detalhe trivial, as já citadas notas promissórias emitidas pela Apple em 1993 e 1996 tiveram como resultado o enorme montante de 300 milhões de dólares em juros pagos de 1996 a 2004 e a empresa chegou a se alavancar em 1997 ao ponto de apresentar 2,53 dólares de passivo para cada 1 dólar de patrimônio líquido.

TABELA 3 - Redução do endividamento ,despesa com Juros e desalavancagem da Apple

Ano	Dívida de Longo Prazo	Despesa com Juros	D/E
1996	\$ 949.000.000,00	\$ 60.000.000,00	1,61
1997	\$ 951.000.000,00	\$ 71.000.000,00	2,53
1998	\$ 954.000.000,00	\$ 62.000.000,00	1,61
1999	\$ 300.000.000,00	\$ 47.000.000,00	0,66
2000	\$ 300.000.000,00	\$ 21.000.000,00	0,66
2001	\$ 317.000.000,00	\$ 16.000.000,00	0,54
2002	\$ 316.000.000,00	\$ 11.000.000,00	0,54
2003	\$ 304.000.000,00	\$ 8.000.000,00	0,61
2004	\$ -	\$ 3.000.000,00	0,59
2005	\$ -	\$ -	0,55
2006	\$ -	\$ -	0,72
2007	\$ -	\$ -	0,74
2008	\$ -	\$ -	0,88
2009	\$ -	\$ -	0,50
2010	\$ -	\$ -	0,57
2011	\$ -	\$ -	0,52

Fonte Apple Sec Fillings annual reports 1996-2011

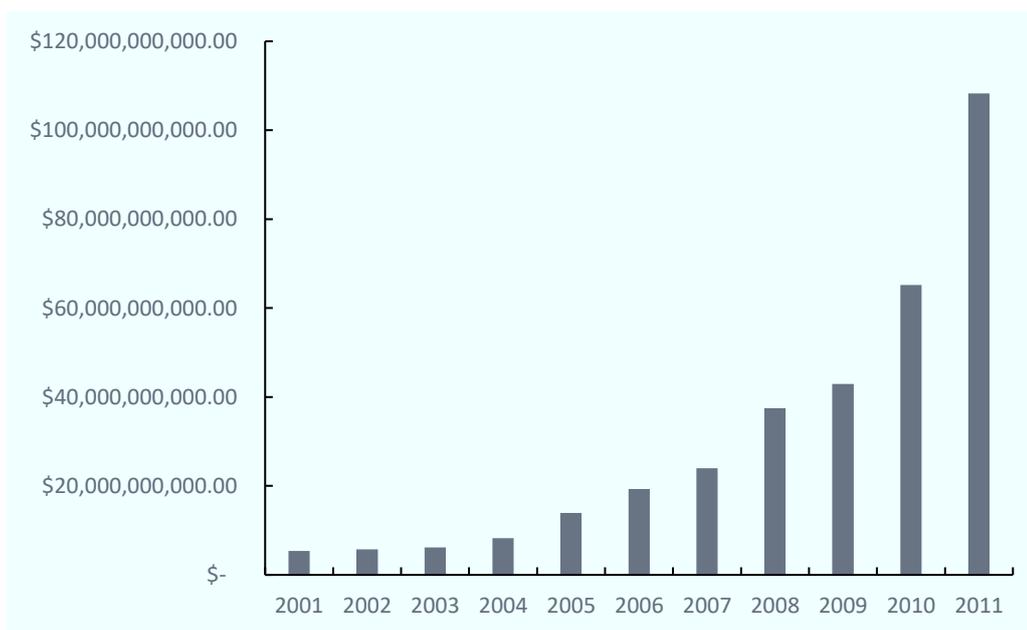
Os anos que se seguiram a 2004 foram marcados pela gestão pouco ortodoxa de Jobs que extinguiu a despesa com juros, não contraiu qualquer dívida de longo prazo e desalavancou a empresa. De fato, de 2004 até 2011 o passivo da Apple não apresentou qualquer emissão de títulos ou notas promissórias, figurando no passivo corrente obrigações com fornecedores e despesas de accrual e no passivo não corrente receitas e obrigações tributárias deferidas.

A desoneração do passivo da empresa, livre do pagamento de juros derivados de contração de dívidas no longo prazo bem como o abandono das práticas financeiras voltadas a proporcionar retornos progressivamente maiores aos acionistas a qualquer custo no curto prazo, permitiu a Apple lograr rendas líquidas cada vez maiores, endereçando-a rumo à recuperação definitiva de suas contas e proporcionando-lhe um acúmulo de recursos extremamente significativo .

O excepcional regime de alocação de recursos adotado pela gestão Jobs que desafiava a ideologia de maximização de valor dos acionistas, já consolidada e imbuída no modus operandi de todas as grandes corporações americanas permitiu, através do estancamento das anteriormente constantes sangrias de recursos para credores e acionistas, a retenção e reinvestimento de ganhos no desenvolvimento de produtos inovadores e revolucionários.

Foi justamente este comprometimento financeiro que priorizou a sustentação das capacidades produtivas para materialização e comercialização dos novos produtos no longo prazo, que tornou possível o lançamento do itunes e ipod em 2001, do navegador Safari em 2003, do iphone e Apple TV em 2007, App store em 2008, Ipad em 2010 e iCloud em 2011, permitindo a diversificação da empresa e um aumento das vendas sem precedentes já que a exclusividade e qualidade superiores destes produtos justificavam a apresentação de preços mais elevados do que os praticados pelos concorrentes.

GRÁFICO 7 – Evolução vendas líquidas da Apple de 2001 - 2011



Fonte: Apple SEC Filings Annual Reports 2001 - 2011

A primeira década do século XXI foi tão frutífera para Apple que os produtos acima mencionados continuam, ainda nos dias de hoje, com suas versões mais atualizadas e, por vezes marginalmente aprimoradas, a garantir receitas cada vez mais expressivas para a empresa.

No entanto, a gestão de Tim Cook, sucessor de Steve Jobs que foi afastado da empresa em 2011 pelo agravamento de um câncer pancreático que acabou por ceifar-lhe a vida, tem levantado sérios questionamentos sobre a capacidade da Apple de sustentar as atividades inovadoras responsáveis pelo lançamento de produtos de tamanho prestígio.

Embora a atual gestão Cook continue dedicando vultosos recursos para pesquisa e desenvolvimento³⁰ a empresa vem anunciando programas extremamente agressivos de recompra de ações e concessão de dividendos que podem ameaçar as contas de uma empresa tão rica quanto a Apple se o ritmo de progressão corrente for reproduzido nos próximos anos.

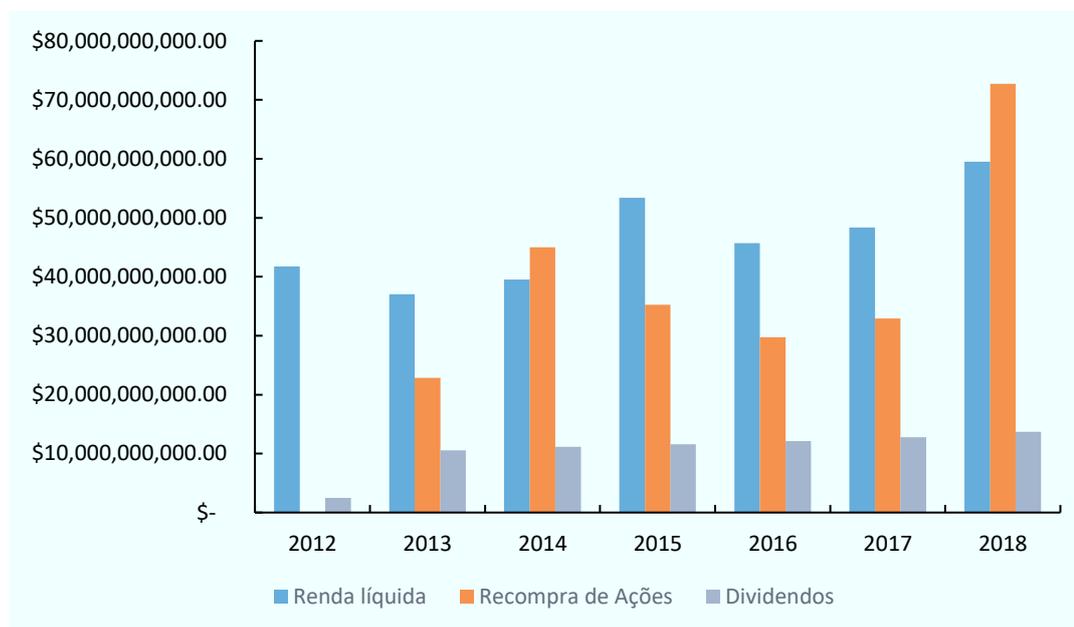
De fato, a Apple parece finalmente ter cedido, após cerca de 15 anos de excepcional gestão corporativa de Jobs, à ideologia de maximização do valor dos acionistas que era incessantemente imposta à empresa pelos meios de comunicação, operadores de Hedge Funds, bancos, magnatas financeiros e diversos outros investidores institucionais sedentos por extrair valor da maior empresa, por valor de mercado, da história. Em agosto de 2018 a Apple atingiu, pela primeira vez na história, a capitalização de mercado de 1 trilhão de dólares.

A lógica financeira batia às portas da Apple, reclamando a já tardia extração de ingentes recursos que lhe haviam sido proibidos pela gestão Jobs. Eminentemente figuras do mercado financeiro ocupavam grandes espaços nos principais meios de comunicação censurando a Apple por não retornar suficientemente aos virtuosos acionistas os recursos que lhes pertenciam por direito, outros frisavam o enorme acúmulo de ativos líquidos da empresa frente aos pouco expressivos retornos concedidos aos acionistas até então.

Como resultado a Apple destinou, sob nova direção e após se abster por 15 anos de distribuir dividendos, no período compreendido entre os anos fiscais de 2012 a 2018, cerca de 74 bilhões de dólares em dividendos e dedicou o colossal montante de cerca de 238 bilhões de dólares às recompras de ações para manipular seu preço de mercado e recompensar egregiamente especuladores e executivos.

³⁰ Os gastos com P&D da Apple no período compreendido entre os anos fiscais de 2012 a 2018 foi de cerca de 58 bilhões de dólares.

GRÁFICO 8 – Evolução Renda líquida , recompra de ações e dividendos da Apple



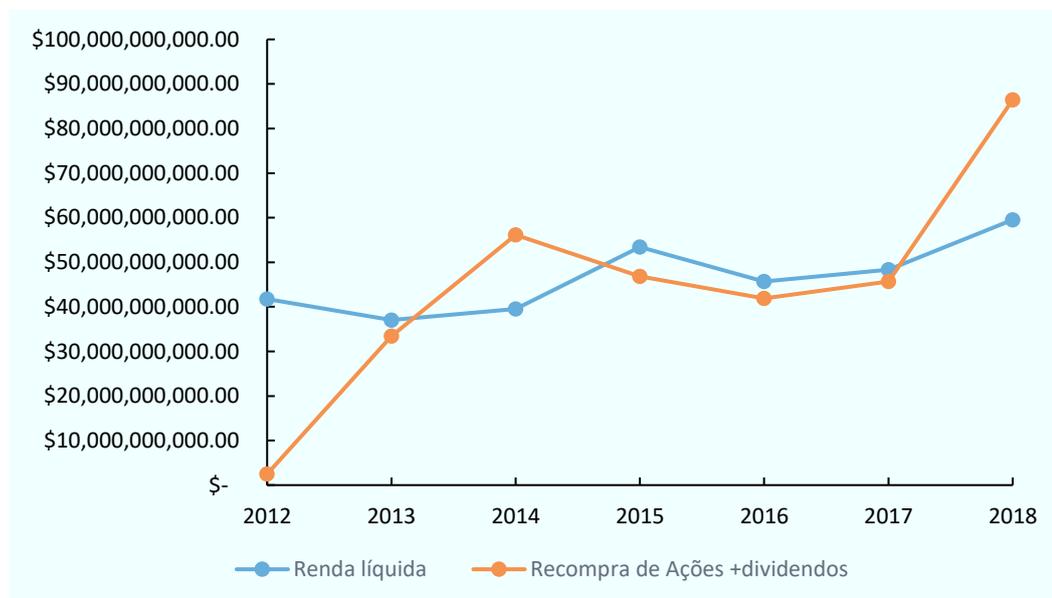
Fonte: Apple SEC Filings Annual Reports 2012 - 2018

A observação dos montantes destinados aos acionistas na forma de dividendos e recompras revela o enorme descompasso com a evolução da renda líquida que, embora bastante significativa, foi em números absolutos superada pelos radicais programas de recompra de ações e distribuição de dividendos que encontraram, no regime alocativo praticado pela gestão Cook, terreno fértil para se desenvolverem. A nova palavra de ordem para os altos executivos da Apple era clara : priorizar o retorno aos acionistas e especuladores no curto prazo e promover, via a prática leviana das recompras, a manipulação do preço das ações da empresa para garantir remunerações estratosféricas resultantes da venda das ações recebidas a preços progressivamente maiores ou do conveniente exercício das stock options a preços, naturalmente, inferiores aos vigentes no mercado.

Desde o ano fiscal de 2012 quando o Board de diretores aprovou o primeiro programa, em anos, de recompra de ações da empresa novos programas bilhonários foram sendo sucessivamente anunciados com montantes cada vez mais expressivos, desencadeando uma das maiores espoliações financeiras da história. Com isso, através da cooptação da liderança executiva da Apple, grandes investidores institucionais como bancos de investimento e Hedge Funds puderam ceifar ingentes recursos da empresa e da economia real sem precisar contribuir diretamente por meio de qualquer via produtiva com o sucesso da Apple. Ironicamente, os contribuintes americanos e de diversos outros países onde a empresa atua, por vezes lesados

pelos já conhecidos esquemas de evasão fiscal praticados pelas grandes corporações, nos quais a Apple certamente não é nenhuma exceção, foram os que menos se beneficiaram da escalada de financeirização selvagem atuada .

GRÁFICO 9 – Comparação entre Renda líquida e retorno aos acionistas



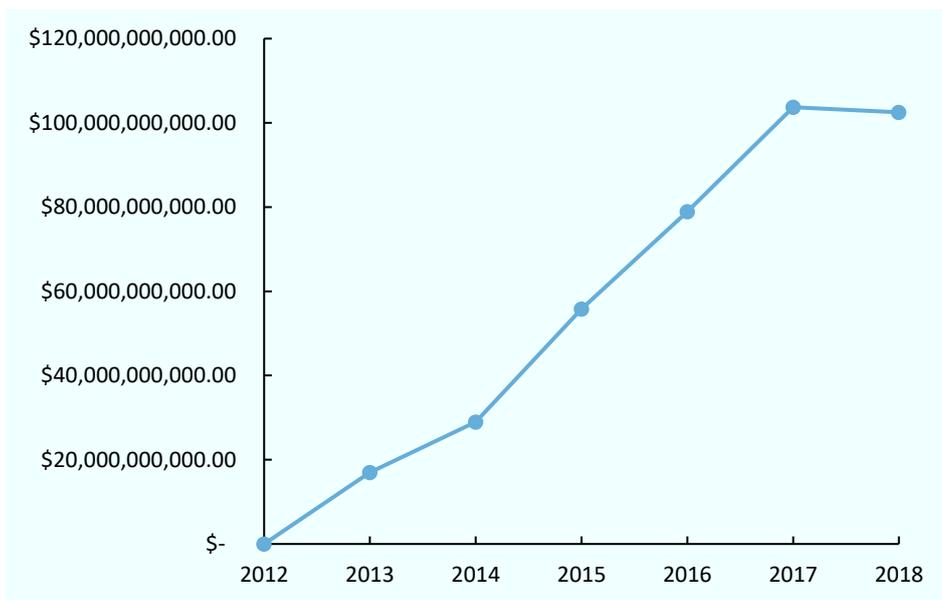
Fonte: Apple SEC Filings Annual Reports 2012 - 2018

Apenas no mais recente ano fiscal de 2018 a Apple recomprou o equivalente a 73 bilhões de dólares de suas próprias ações que, juntamente com a distribuição de cerca de 14 bilhões de dólares em dividendos, representou um montante de recursos equivalente a 145% da renda líquida auferida no período e 150% de todos os gastos em P&D atuados pela gestão Cook de 2012 a 2018. Em maio de 2018 o Board de diretores autorizou um adicional programa de recompra de ações comuns da empresa de 100 bilhões de dólares, dos quais 29 bilhões já foram comprados no ano fiscal de 2018 que terminou em setembro, restando ainda 71 bilhões de dólares em recompras de ações a serem empregados nos próximos anos fiscais.

Cumpra-se notar que as enormes recompras de ações dos últimos anos não têm sido, ao contrário do que se pode inferir, financiadas predominantemente pela renda líquida auferida mas sim pela contração de dívidas através de títulos emitidos pela Apple. Tais recompras não são financiadas via contração de dívidas apenas porque superam ou consomem grande parte da renda líquida auferida, mas principalmente, porque a Apple não deseja repatriar grande parcela dos seus lucros espalhados pelo mundo em inúmeras jurisdições de baixa tributação corporativa, para os EUA onde a taxa de imposto para rendimentos corporativos é bem maior.

Consequentemente, a empresa que de 2004 a 2012 não apresentou qualquer dívida de longo prazo, hoje exibe um passivo significativamente onerado pelas contrações de dívidas voltadas ao financiamento de vastos programas de retorno de valor aos acionistas e especuladores. Em 2013 a Apple já apresentava uma dívida de longo prazo de cerca de 17 bilhões de dólares que foi sendo ulteriormente incrementada ao longo dos anos até atingir a espantosa cifra de 103 bilhões de dólares em 2018, ou seja um crescimento de 506% em 6 anos.

GRÁFICO 10 – Evolução do endividamento de longo prazo da Apple

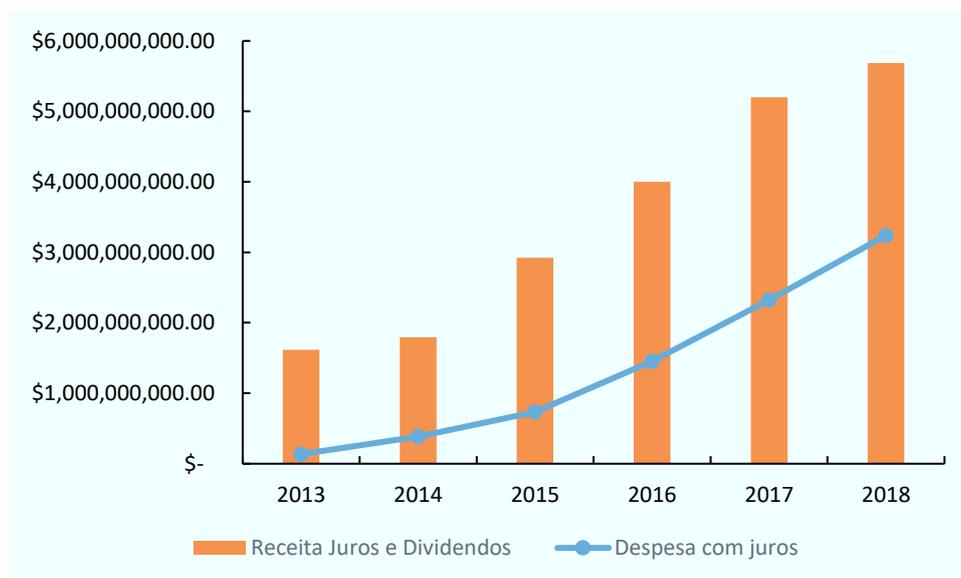


Fonte: Apple Sec fillings Annual Reports 2012 - 2018

As despesas com Juros que haviam sido extintas pela gestão Jobs em 2004, voltaram a se fazer presentes em 2013 e, desde então, alcançaram o montante de pouco mais de 3 bilhões de dólares no ano fiscal de 2018, apresentando um crescimento de 2282%. Embora seja bem verdade que estas despesas são ainda superadas pelas receitas de juros e dividendos que a Apple auferir a partir de suas aplicações financeiras, não se pode deixar de notar que a progressão a longo prazo dessas enormes drenagens de recursos para credores pode gerar efeitos adversos sobre a futura capacidade de geração de valor para a empresa.

Cumpram também ressaltar que as receitas conseguidas mediante aplicações no mercado financeiro estão sujeitas às flutuações da atividade econômica e especulativa, podendo ser afetadas adversamente em um ritmo maior que a capacidade de reação da empresa.

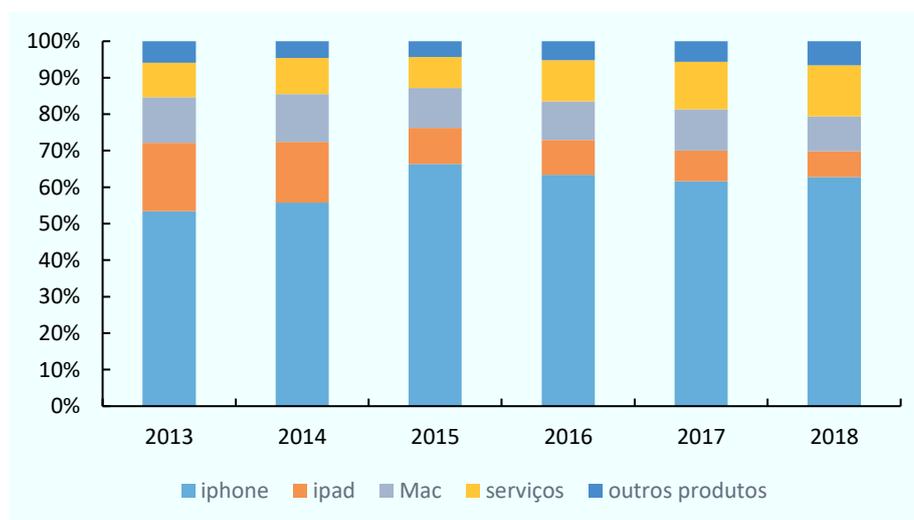
GRÁFICO 11 – Receita de juros e dividendos vs despesas com juros



Fonte: Apple Sec fillings Annual Reports 2012 - 2018

Dos anos fiscais de 2012 a 2018 a gestão Cook dedicou 5,55 vezes mais recursos em recompras de ações, distribuição de dividendos e despesas com juros do que em P&D. Embora os gastos com P&D venham aumentando nos últimos anos chegando ao record histórico da empresa de 14 bilhões de dólares em 2018, a Apple ainda depende em grande medida das receitas proporcionadas por produtos lançados na era Jobs. O iPhone, lançado há mais de 10 anos atrás continua sendo o principal sucesso de vendas juntamente com o iPad e a linha de computadores Mac.

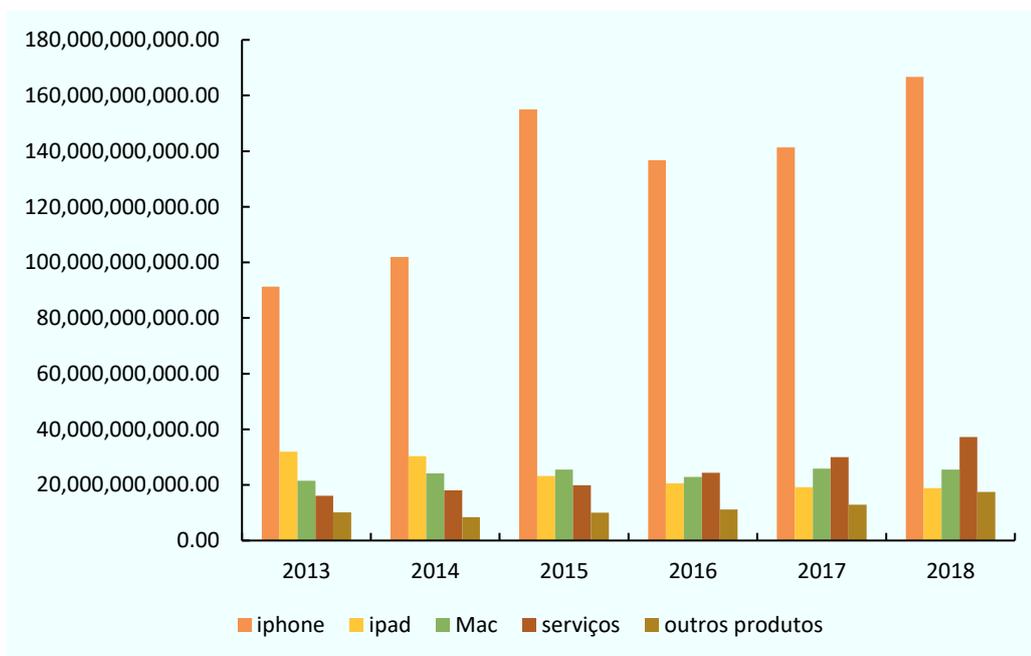
GRÁFICO 12 – Participação dos produtos da Apple nas vendas líquidas



Fonte: Apple Sec fillings Annual Reports 2013 - 2018

Com a disputa cada vez mais acirrada no mercado de Smartphones representada pela crescente oferta de aparelhos por parte de seus competidores, seria de se esperar que a Apple ao longo desses últimos 7 anos nos quais 58 bilhões de dólares foram declaradamente gastos em P&D, tivesse sido capaz de apresentar um novo produto inovador destinado a se transformar no protagonista de vendas. No entanto, os novos produtos apresentados até agora, como os airpods, apple watch e homepods contribuem, apenas marginalmente, para o aumento das receitas. Não se deve esquecer que o sucesso obtido pela Apple nas últimas duas décadas se deveu à ousada decisão da gestão Jobs de colocar em segundo plano o desenvolvimento de computadores para se concentrar na exploração de produtos inovadores que abrissem novos mercados para empresa.

GRÁFICO 13 – Vendas líquidas por produto de 2013 a 2018



Fonte: Apple Sec fillings Annual Reports 2013 - 2018

Os dados até aqui apresentados não servem o propósito de diagnosticar ou projetar um cenário catastrofista para as finanças da Apple que cotinua a ser uma empresa inovadora e extremamente rentável .

No entanto, a recente transição da gestão Jobs para uma nova governança corporativa pautada pela maximização do valor dos acionistas que prioriza práticas financeiras de extração de valor em detrimento do fomento de atividades criadoras de valor é um sinal perigoso para a promoção da prosperidade econômica. Há grande margem para suspeita de que o volume

gigantesco de recursos desviados da esfera real da economia pelas grandes corporações multinacionais como a Apple sejam, em larga medida, responsáveis pela ineficiência de políticas econômicas que visam o fomento da demanda agregada .

Afinal, como podem, por exemplo, políticas de flexibilização monetária adotadas pelos diversos bancos centrais para estimular a atividade econômica ter qualquer sucesso se os diversos agentes são majoritariamente incentivados a interpretar pecuniariamente o rebaixamento de taxas de juros ou a injeção de liquidez gerada pelos programas de quantitative easing, colocando sempre em segundo plano considerações produtivas de criação de valor ?

Certamente a decisão dos executivos da Apple em alavancar a Empresa nos últimos anos para financiar os sucessivos programas de recompras de ações e distribuição de dividendos foi em grande parte, estimulada não apenas por considerações ligadas à arbitragem tributária, mas especialmente, às baixas taxas de juros praticadas na economia americana nos últimos anos e à enorme injeção de liquidez na economia mundial que alargou as linhas de crédito das instituições financeiras tornando muito atrativa a captação e direcionamento de recursos para atividades especulativas.

Se os valores compartilhados pelos agentes econômicos se resumem ao enriquecimento via atividades especulativas predatórias no curto prazo e os incentivos dados àqueles responsáveis pela tomada de decisões do sistema produtivo são exclusivamente ligados à maximização da recompensa dos agentes que não contribuem produtivamente para o avanço material da sociedade, o resultado óbvio será o recrudescimento da desigualdade social e a destruição do maior pilar fundador do mundo civilizado enquanto meio indiscutível de criação, agregação de valor e mutiplicação de emprego e renda: O trabalho.

Conclusão

A financeirização das empresas do setor produtivo, atuada em um ambiente econômico regido pelos ditames neoliberais, produziu efeitos deletérios sobre a sociedade e a economia mundial. A temerária combinação de um ambiente macroeconômico cada vez mais instável e imprevisível, empresas produtivas progressivamente financeirizadas e Estados nacionais inertes e profundamente influenciados pelas políticas de austeridade, gerou maiores taxas de desemprego, maior concentração de renda, fragilização dos vínculos empregatícios e recrudescimento da desigualdade social.

Este fenômeno só se tornou possível com a difusão de uma ideologia criada para promover, veladamente, os interesses de uma restrita classe de acionistas que, através da cooptação dos altos executivos responsáveis pela gestão das empresas produtivas, estabeleceu um novo modelo de governança corporativa funcional aos seus anseios de espoliação da estrutura produtiva mundial. A ampla adoção de regimes de alocação de recursos que priorizam práticas de extração de valor em detrimento do fomento de atividades de criação de valor, favoreceu um mercado financeiro autofágico, multiplicador de recursos que são constantemente drenados da esfera real da economia para favorecer uma classe específica de agentes econômicos, cuja contribuição para a geração de renda e emprego foi distorcida e superestimada.

O novo consenso que emergiu da imposição desta ideologia preteriu deliberadamente a contribuição tanto histórica quanto irrenunciável do Estado e do coletivo de cidadãos para a sustentação do capitalismo, condenando em via definitiva, a continuação do projeto neoliberal que deverá ceder lugar a uma nova base institucional capaz de retomar a prosperidade econômica .

REFERÊNCIAS

APPLE – Investor Relations, Annual 1994 – 2018. Disponível em:<
<https://investor.apple.com/investor-relations/sec-filings/default.aspx>>. Acesso em
Outubro e Novembro, 2018.

APPLE - Investor Relations, Proxy Statements (Definitive) 2009 – 2016. Disponível em:<
<https://investor.apple.com/investor-relations/sec-filings/default.aspx>>. Acesso em
Outubro e Novembro, 2017.

CROTTY, J. *The Effects of Increased Product Market Competition and Changes in Financial Markets on the Performance of Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era*. **Working Paper Series**, University of Massachusetts, Amherst, v. 44, p. 2 – 40, 2002.

DAMODARAN, A. *Investment Valuation*. *Wiley Finance Series*, New Jersey, 2012.

EUROPEAN CENTRAL BANK. *Economic and monetary developments*, **Monthly Bulletin** March, 2012. Disponível em: <
https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb201203_focus12.en.pdf?0ea5f8ccbeb103061ba3c778c8208513>. Acesso em Julho, 2017.

GARFIELD, L. *Chicago wants to give over \$1 billion in taxes from workers at Amazon's new headquarters back to Amazon*. **Business Insider**, 2017. Disponível em:
<<https://www.businessinsider.com/amazon-headquarters-hq2-city-incentives-taxes-2017-11>>. Acesso em Junho, 2018.

GE – Investor Relations, Sec Filings Annual 2011 – 2016. Disponível em:<
<https://www.ge.com/investor-relations/events-reports>>. Acesso em Outubro e
Novembro, 2017.

INTERNATIONAL MONETARY FUND EUROPEAN DEPT. *Turkey: Staff Report for the 2013 Article IV Consultation. Country Report*, n.13/365, Dezembro, 2013. Disponível em: <
<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Turkey-Staff-Report-for-the-2013-Article-IV-Consultation-41135>>. Acesso em Julho, 2017.

LAZONICK, W. *Innovative Enterprise & Shareholder Value. The Academic – Industry Research Network*, Cambridge, Massachusetts, v.1, p. 1-23, 2014.

LAZONICK, W. *The Financialization of the U.S. Corporation What Has Been Lost, and How It Can Be Regained. Seattle University Law Review*, v. 36(2), p. 857 – 859, 2013.

LAZONICK, W; O' SULLIVAN, M. *Maximizing Shareholder Value: a New Ideology for Corporate Governance. Economy and Society*, Boulevard de Constance, v. 29, Number 1, p. 13-35, 2000.

MAZZUCATO, M. *The Entrepreneurial State*. Publica Affairs, New York, 2014.

MILBERG, W; WINKLER, D. *Financialisation and The Dynamics of Offshoring in the USA. Cambridge Journal of Economics Advance Access*, Cambridge, p. 1 – 19, 2009.

SHELDRIK, G. *Fury as Starbucks pays just £4.5m tax on £162m profits. Express, 2018*. Disponível em: <<https://www.express.co.uk/news/uk/1020131/starbucks-accused-corporation-tax-avoidance>>. Acesso em Outubro, 2018.

SECRETARIA DE TRIBUTAÇÃO E CONTENCIOSO. *IRPF (Imposto sobre a renda das pessoas físicas)*. **Receita Federal Ministério da Fazenda, 2018**. Disponível em: <[https:// www.express.co.uk/news/uk/1020131/starbucks-accused-corporation-tax-avoidance](https://www.express.co.uk/news/uk/1020131/starbucks-accused-corporation-tax-avoidance) >. Acesso em Setembro, 2018.

U.S. Government Printing Office. *S.2038 — 112th Congress (2011-2012)*. **Public Law No: 112-105, 2012**. Disponível em: <[https:// www.congress.gov/bill/112th-congress/senate-bill/2038/text](https://www.congress.gov/bill/112th-congress/senate-bill/2038/text) >. Acesso em Setembro, 2017.

U.S. Government Printing Office. *S.716 — 113th Congress (2013-2014)*. **Public Law No: 113-7, 2013**. Disponível em: < <https://www.congress.gov/bill/113th-congress/senate-bill/716/text?q=%7B%22search%22%3A%5B%22S716%22%5D%7D&r=3> >. Acesso em Setembro, 2017.

BIBLIOGRAFIA

AUSTERIDAE E RETROCESSO. Finanças Públicas e Política Fiscal no Brasil. São Paulo, v.1, Setembro, 2016. Disponível em: <<http://library.fes.de/pdf-files/bueros/brasilien/12834.pdf>>. Acesso em Outubro, 2018.

CARNEIRO, R. *Impasses do Desenvolvimento Brasileiro: A Questão Produtiva.* **IE – UNICAMP**, Campinas, n.153, 2008.

LAPLANE, M; SARTI, F. *Investimento Direto Estrangeiro e a Retomada do Crescimento Sustentado nos Anos 90.* **Economia e Sociedade**, vol. 8, jun. 1997.

LAZONICK, W. *Innovative Enterprise & Shareholder Value.* **The Academic – Industry Research Network**, Cambridge, Massachusetts, v.1, p. 1-23, 2014.

LAZONICK, W. *The Financialization of the U.S. Corporation What Has Been Lost, and How It Can Be Regained.* **Seattle University Law Review**, v. 36(2), p. 857 – 859, 2013.

LAZONICK, W; O' SULLIVAN, M. *Maximizing Shareholder Value: a New Ideology for Corporate Governance.* **Economy and Society**, Boulevard de Constance, v. 29, Number 1, p. 13-35, 2000.

MAZZUCATO, M. *The Entrepreneurial State.* Publica Affairs, New York, 2012.