

Do Capital Financeiro de Hilferding

Mauricio C. Coutinho*

Resumo

O artigo¹ efetua uma revisão de alguns aspectos da teoria do dinheiro e do crédito do *Capital Financeiro*, de Hilferding, chamando atenção para a forte presença de questões emergentes referidas à economia e à política monetária, mesmo na formulação de conceitos supostamente desenvolvidos a alto grau de abstração. Ele questiona ainda a consistência da noção de “ganhos do fundador”, essencial à caracterização de Hilferding da sociedade por ações e, em decorrência, do capital financeiro. Ao final, o autor faz um comentário sobre a conciliação entre “leis gerais” e os fenômenos contingentes, presente na obra de Hilferding.

Palavras-chave: Hilferding, capital financeiro, ganho do fundador, política monetária
Classificação JEL: B24; G19

Apresentação

Rudolf Hilferding (1877-1941) parece ter passado à história muito mais por suas contribuições ao pensamento econômico do que pela decisiva atuação na política alemã, no quarto de século anterior à ascensão do nazismo. *O Capital Financeiro* (HILFERDING, 1910), cujo centenário de publicação transcorreu em 2010, é a obra que concentra as atenções dos estudiosos. Os historiadores do pensamento econômico destacam ainda a resposta às críticas dirigidas por Böhm-Bawerk a *O Capital* de Marx (HILFERDING, 1904), um precoce comentário marxista à nascente economia marginalista. O conceito de “capitalismo organizado”, outra das contribuições de Hilferding, recebe menos atenção, enquanto quase relegada ao esquecimento foi sua breve

* Professor da UNICAMP.

e inconclusa caracterização do “capitalismo de estado” ou “economia do estado totalitário”, uma suposta convergência entre o dirigismo nazista e o centralismo soviético (HILFERDING, 1940).

Se o reconhecimento do *Capital Financeiro* como o maior legado de Hilferding faz justiça à estatura da obra, não deixa de representar uma diminuição da complexa e diversificada biografia do autor - uma vida de dedicação à social democracia e aos movimentos operários austríaco e alemão em tempos críticos e revolucionários.² Mais parcial ainda é a tendência a enfatizar, na biografia de Hilferding, os fugidios períodos à testa do gabinete econômico da República de Weimar, em 1923 e 1928-29.³ Na verdade, Hilferding foi por três décadas nada menos do que o principal teórico econômico do principal partido operário ocidental, o SPD alemão. Na qualidade de teórico e difusor de ideias, participou do parlamento e de órgãos de direção partidária, tendo sido editor e prolífico articulista de periódicos de esquerda na Áustria e Alemanha, de 1904 a 1933.⁴

Enfim, produziu uma vasta obra, dispersa em incontáveis pronunciamentos e artigos, que tratam de problemas doutrinários e de organização, além de economia e política internacional. No terreno da economia, esteve longe de ser apenas um teórico, já que dedicou expressiva atenção à conjuntura e a questões econômicas emergentes, como recessão, inflação, política monetária, ciclos econômicos. Mesmo tendo sua principal atuação como crítico e formulador de política econômica ocorrido em período posterior à publicação do *Capital Financeiro*, pretendo argumentar que o tratamento das questões econômicas emergentes transparece nos estudos teóricos, supostamente formulados a alto nível de abstração.

Embora as conexões entre *O Capital Financeiro* e os incontáveis textos econômicos sobre matérias diversas permaneça como um tema a descoberto, o presente artigo concentra-se naquela obra. De modo mais preciso, procura dar destaque à estrutura e às ambições do texto, às conexões e contrastes entre a teoria monetária de Hilferding e a de Marx, aos pontos principais da moderna crítica à teoria econômica de Hilferding e, finalmente, aos dilemas das tentativas de conciliar leis gerais da economia com circunstâncias econômicas contingentes. Pretendo argumentar que a este último ponto – como conciliar “leis

gerais” com realidade – tem sido dada atenção insuficiente. Por outro lado, procuro mostrar que o conceito de “ganhos do fundador” (e, por extensão, o de capital financeiro) apresenta falhas que têm escapado à maior parte da copiosa literatura marxista sobre a matéria.

Dinheiro e crédito

Schumpeter (SCHUMPETER, 1954) considera um tanto antiquada a teoria monetária exposta na Primeira Parte (*Dinheiro e Crédito*) do *Capital Financeiro*. Não se estende nas razões, mas acredito que seja por Hilferding permanecer fiel à idéia de que a moeda-ouro é no limite imprescindível. Acredito que seja também por constar desta Primeira Parte um “desenvolvimento” um tanto abrupto do crédito e dos próprios bancos a partir da simples idéia de troca. Em cinco capítulos, Hilferding transita velozmente da troca elementar ao sistema bancário e ao moderno sistema de crédito, para afinal concluir por uma análise da taxa de juros, em um sexto capítulo.

Comentadores marxistas mais recentes, em particular Brunhoff (BRUNHOFF, 1967; BRUNHOFF, 1971), também criticam o fato de Hilferding haver superposto moeda e crédito capitalista. De acordo com Brunhoff, é indevido passar, sem as necessárias mediações, da função geral da moeda como meio de pagamento ao crédito capitalista moderno e à moeda de crédito. Hilferding teria inserido características capitalistas imediatamente na análise do dinheiro, enquanto o mais pertinente teria sido distinguir o plano da mercadoria (e o dinheiro como simples meio de circulação) – a análise do dinheiro do Livro I de *O Capital* –, do plano do capital e da circulação capitalista. Na visão de Brunhoff, apenas nos livros II e III Marx teria conferido um sentido moderno ao crédito, permitindo o esclarecimento do significado da moeda estatal de curso forçado.

Não há como deixar de reconhecer que a exposição da teoria marxista do dinheiro que consta da Primeira Parte do *Capital Financeiro* é complexa e inconclusiva, senão pelas razões intuídas por Schumpeter ou assinaladas por Brunhoff, pelas seguintes: 1. a própria precocidade das elaborações teóricas de Hilferding; 2. as permanentes tentativas

de aplicação, ou de combinação, entre teoria e análise de problemas monetários circunstanciais; 3. uma concepção razoavelmente antiquada de dinheiro. Impossível deixar de destacar, todavia, as vantagens conferidas por tomar como referência as idéias monetárias de Marx.

Início pela precocidade de Hilferding. Seu primeiro escrito de envergadura, o comentário à crítica à teoria marxista do valor de Böhm-Bawerk, foi publicado em 1904, ou seja, a uma distância de 10 anos da primeira edição do *Livro III* de *O Capital*. Böhm-Bawerk aludiu às supostas inconsistências entre os *Livros I e III* de *O Capital*, ou entre os planos do valor e dos preços de produção, e Hilferding aproveitou sua réplica para efetuar uma crítica abrangente à teoria subjetiva do valor, desenvolvida na Áustria pelos herdeiros intelectuais de Menger. O autor era então um jovem teórico do partido social-democrata austríaco que, sob a tutela de Adler, transitara da formação em medicina para os estudos de economia. Nascido em 1877, tinha em 1904 escassos 27 anos.⁵ Acrescente-se que o último livro de *O Capital*, com suas imensas complexidades e lacunas de finalização, permanecia pouco debatido em 1904.

O Capital Financeiro foi finalizado em 1909 e publicado em 1910, porém, a Introdução informa que os traços principais da obra estavam concluídos quatro anos antes de sua publicação. É inegável que o livro exibe uma razoável cultura em economia, de modo geral, e uma sólida cultura em economia marxista, de modo particular. Foi essa base de conhecimentos que permitiu ao autor, antes de completar 30 anos, elaborar aquela que viria a ser considerada uma das mais originais contribuições ao marxismo do século XX.⁶ Contornando as controvérsias sobre a fidelidade de Hilferding ao pensamento de Marx, próprias ao marxismo pós-1960, impossível não reconhecer que *O Capital Financeiro* denota uma leitura atenta da totalidade de *O Capital*, incluídos os até então pouco debatidos circuitos de reprodução do capital, apresentados no *Livro II*, e a complexa *Seção Quinta* do *Livro III*, que trata do capital a juros.

Acima me referi às contribuições tornadas possíveis pela franca e livre utilização dos esquemas de Marx. Já no capítulo IV de *O Capital Financeiro* temos um exemplo significativo. Para analisar o dinheiro em circulação, Hilferding toma como ponto de referência o ciclo do capital

produtivo ($D - M - P \dots M^1 - D^1$), uma das três fórmulas do processo cíclico apresentadas ao início do *Livro II* de *O Capital*. O objetivo principal de Marx é a exposição das mudanças de forma do capital. O de Hilferding – talvez um tanto heterodoxo e fora de contexto – é a complementação da análise do crédito, iniciada no capítulo anterior no âmbito da fórmula geral das transações mercantis: $M - D - M$. Heterodoxia à parte – Brunhoff critica as análises do crédito realizadas a partir dos esquemas cíclicos do *Livro II* de *O Capital* -, é certo que o recurso ao circuito do capital produtivo propiciou a Hilferding visualizar a liberação e o congelamento recorrentes do capital monetário ao longo do ciclo produtivo, ou seja, a possibilidade de cessão momentânea de capital (ou crédito) pelos simples descompassos temporais entre capital monetário disponível e requerido, nos circuitos das diversas unidades de capital. Temos aqui a criativa utilização de um dos instrumentos analíticos de Marx na elucidação de um problema que sempre embaraçou os economistas: a relação entre dinheiro e crédito. Para Hilferding, se o dinheiro em circulação cria o crédito – e nisso ele se apóia no livro I de *O Capital* -, o capital industrial em circulação amplia e torna naturais as possibilidades de crédito. Vale acrescentar que o recurso ao circuito do capital industrial teria implicações na abordagem da quantidade de dinheiro necessária à circulação, um tema habitual da teoria econômica e recorrente em Hilferding, que retoma a idéia, antecipada por diversos economistas e inclusive por Marx, de que o crédito economiza dinheiro em espécie.

A preocupação com a política monetária e os aspectos práticos da gestão monetária, aliás, é evidente. Chega mesmo a ser curioso que *O Capital Financeiro* tenha sido considerado “uma grande obra teórica”, apenas, quando salta aos olhos que ela é também uma obra voltada ao debate de temas candentes. Nem me refiro aqui aos grandes desdobramentos do capitalismo – o capital financeiro, o imperialismo -, a serem tratados adiante, senão aos manejos correntes da política monetária: conseqüências de efetuar ou não a livre cunhagem; respeitar ou não o padrão-ouro; restringir ou liberar o crédito; como administrar os meios de pagamento ao longo do ciclo e em situações de restrição econômica severa.⁷ Os capítulos II (*O dinheiro no processo de circulação*), IV (*O dinheiro na circulação do capital industrial*) e V (*Os bancos e o crédito industrial*) de *O Capital Financeiro* podem ser vistos

como tentativas de resposta às tradicionais questões da quantidade necessária de meio circulante e da complementaridade entre moeda metálica, moeda de crédito, papel-moeda. Destaco especificamente o capítulo V, por nele se encontrar a porta de entrada ao celebrado conceito de capital financeiro – o que significa que o próprio conceito de capital financeiro emerge como o desdobramento de uma abordagem que, embora pouco usual ao discurso econômico convencional (porque apoiada em Marx), não deixa de estar presa ao núcleo das preocupações dos economistas, ao menos desde Thornton e Ricardo: como administrar o dinheiro quando a economia é complexa, as relações de crédito são desenvolvidas, a moeda estatal é um fato, e o sistema bancário, ubíquo?

Nesta questão – qual a quantidade necessária de meio circulante? –, Hilferding adota uma abordagem ao mesmo tempo heterodoxa, ortodoxa e presa às circunstâncias. Heterodoxa, por partir de Marx e destacar diversos elementos de sua análise: possibilidades de crise antevistas já na circulação mercantil, rejeição à teoria quantitativa do dinheiro (no que se refere à moeda metálica), atenção ao dinheiro de crédito. Ortodoxa, por afinal aceitar a teoria quantitativa do dinheiro em sistemas mistos e sem “livre cunhagem” (garantia de convertibilidade de moeda-papel em metal), assim como por não admitir a possibilidade de um sistema monetário não metálico. Presa às circunstâncias, por fixar-se em um ponto-chave da institucionalidade monetária dos séculos XIX e início do XX, que é a alternância entre momentos de livre convertibilidade e convertibilidade suspensa. O cerne do capítulo II é exatamente a discussão sobre a administração da política monetária nos distintos regimes monetários, especialmente em situações de “excesso” ou “falta” de dinheiro.

Quanto à concepção relativamente antiquada de dinheiro, a evidência maior é a fixação de Hilferding na moeda-mercadoria e no ouro. Em sua visão, o ouro é insubstituível, no limite por servir de padrão de referência para o comércio internacional e, antes disso, por representar o estoque mínimo de meios de circulação metálicos, que não pode ser substituído por papel-moeda.

Na tradição da discussão monetária do final do século XVIII e do século XIX, Hilferding admite que regimes monetários com livre conversão de papel em ouro se auto-regulam, no sentido de ser impossível que a emissão excessiva de moeda-papel permaneça em

circulação. Em sua visão, nestes regimes não vale a teoria quantitativa da moeda e o ouro, assim como o papel que o representa, entram em circulação com valor determinado. Em outras palavras, vale a visão de Marx. Já regimes sem livre conversão admitem a possibilidade de saturação de meio circulante e sua perda de valor. Vale neles a teoria quantitativa da moeda. Mais ainda, Hilferding acredita que um sistema puro de moeda fiduciária seria impossível, uma vez que a moeda oscilaria continuamente de valor conforme a quantidade em circulação, deixando de ser a medida de valor das mercadorias. É necessário que exista uma medida objetiva (e mercantil) de valor. Em um recurso um tanto forçado a Marx, chega a afirmar que o padrão-ouro e as violentas flutuações do valor da moeda quando da suspensão da convertibilidade representam a “prova experimental” da teoria objetiva do valor.

Vê-se que, em sua aproximação à questão do volume adequado de meio circulante, Hilferding refugia-se em uma espécie de quantitativismo pela negativa: a teoria quantitativa vale quando não há moeda metálica (apenas papel-moeda circula), ou quando a moeda-papel é inconversível. Em sua análise, acaba por aparecer como uma decorrência necessária do desenvolvimento do capitalismo aquilo que é uma moldura histórica determinada, qual seja, o padrão-ouro e, em especial, o padrão ouro-libra do início do século XX.

Mas Hilferding, como Marx, vê o dinheiro de crédito como um instrumento necessário do capitalismo. O dinheiro de crédito substitui na circulação a moeda metálica e a moeda-papel, e o crédito, em si, é um instrumento de origem comercial: produtores-comerciantes cedem uns aos outros suas disponibilidades, em função do estágio em que se encontram no circuito do capital produtivo. Para Hilferding, crédito é, por natureza, “crédito industrial”, razão pela qual nunca pode haver crédito em excesso – excesso em relação à produção de mercadorias. Nesse aspecto, vale dizer, em relação à quantidade de dinheiro necessária à circulação, a moeda de crédito é como a moeda metálica em regimes com livre conversão: não pode haver excesso em circulação.

Na visão de Hilferding, o crédito comercial é enfim absorvido pelo sistema bancário. Em dado momento histórico, os bancos assumem a função de agentes principais de desconto de letras mercantis e as notas bancárias passam a substituir as notas mercantis. Em resumo, os

créditos bancários vêm a substituir o crédito do comércio, apoiando-se na imensa capacidade dos bancos em oferecer garantias. Temos aqui a transformação e a reafirmação dos bancos, uma instituição econômica antiga que adquire funções e dimensões totalmente novas. Para Hilferding, o capitalismo tende a se transformar em capitalismo bancário. Abre-se espaço para um novo enfoque a respeito da centralização de capitais e do gigantismo das unidades de capital.

Concentração, bancos e capital financeiro

A visão de Hilferding sobre a tendência à dominância dos bancos no sistema capitalista é bastante controversa e tem sido contestada em ao menos dois elementos essenciais. Em primeiro lugar, a suposição de subordinação das empresas industriais aos bancos descreveria, na melhor das hipóteses, o padrão histórico alemão. Inglaterra, França e mesmo os Estados Unidos, as antigas e novas potências dominantes, não teriam seguido padrão similar.⁸

Em segundo lugar, a redução da concorrência entre as unidades industriais e a emergência de um capitalismo organizado, uma decorrência necessária da preponderância dos bancos, foi algo que não ocorreu.⁹ Aliás, neste ponto a visão dos críticos modernos é de que Hilferding entendeu mal o significado da concorrência entre as unidades de capital. Sua visão seria excessivamente mecânica e até mesmo alheia à de Marx.¹⁰

Desse modo, o conceito de capital financeiro de Hilferding, ao envolver dominância bancária e mitigação da concorrência inter-industrial, seria pouco acurado do ponto de vista histórico, bem como frágil, do ponto de vista teórico. Este conceito é desenvolvido na decisiva Segunda Parte (*A Mobilização do Capital – O Capital Fictício*) do *Capital Financeiro*, em capítulos que tratam de sociedade por ações (capítulo VII), bolsas de valores e de mercadorias (VIII e IX), capital e lucro bancários (X). As decorrências destes tópicos reaparecem na Terceira Parte da obra, que desenvolve a noção de capital financeiro e discute as limitações da livre concorrência, inclusive cartéis e trustes.

Iniciemos pela sociedade por ações e pelo conceito de “ganho do fundador”, crucial à compreensão do capitalismo do século XX de

Hilferding. O ponto de partida é novamente Marx, que no Livro III de *O Capital* referiu-se à emergência da sociedade por ações, destacando a dramática concentração de recursos de capitalistas individuais por ela facultada.¹¹

Hilferding retoma o papel concentrador e centralizador da sociedade por ações. Aliás, trata detalhadamente das conseqüências dessa forma de propriedade, reiterando duas decorrências: i) as implicações da constituição de gigantescas unidades de capital sobre a produtividade e a concorrência; ii) as conseqüências da dissociação entre propriedade e comando. Como se sabe, este último tema, também aventado por Marx, viria a ser muito debatido e a receber abordagens diversas - não apenas marxistas - na primeira metade do século XX.¹² Em relação à literatura de seu tempo, e contra analistas que enfatizavam certa irresponsabilidade dos proprietários-acionistas (em contraste com o ativismo dos proprietários de empresas individuais), Hilferding insiste naquilo que considerava uma “diferença objetiva” entre empresas de indivíduos e sociedades por ações: o acesso das últimas a um mercado de capital monetário indistinto, o que viria a facilitar a constituição de unidades de capital gigantes.

Ainda de acordo com Hilferding, três seriam as conseqüências principais da concentração/centralização facultada pela forma acionária de propriedade. Em primeiro lugar, o acesso a novas tecnologias e a economias de escala; em suma, o aumento da produtividade e uma posição privilegiada na concorrência inter-industrial. Em segundo lugar, o acesso facilitado ao crédito, uma vez que as empresas industriais estabelecem relações especiais com os bancos. Hilferding acrescenta que a função de supervisão/controle dos bancos sobre o capital industrial é potencializada pela participação dos banqueiros nos conselhos e mesmo no comando das empresas não bancárias.

Em terceiro lugar, a conversão do acionista em mero capitalista monetário. Este ponto fora em certa medida contemplado por Marx, mas são inovadoras as conclusões de Hilferding, tendo como referência a individualização dos dividendos como uma forma específica de rendimentos. De acordo com o autor, o proprietário-acionista aufere, na forma de dividendos, apenas uma parte dos lucros da empresa. A remuneração de referência para os dividendos, por sua vez, são os juros

de mercado. Especificamente, presume-se que a concorrência entre os ofertantes de capital monetário vincula todos os rendimentos ao piso do mercado, que é a taxa de juros para aplicações seguras. Em suma, a sociedade por ações não distribui todo o lucro como dividendos, uma vez que o acionista torna-se o proprietário de um simples “título de mais-valia”, que lhe dá acesso à taxa de rendimentos dominante no mercado de títulos.

A equiparação do capital acionário ao capital a juros tem um significado duplo. De um lado, e como vimos, transforma o acionista em proprietário de um título comum de renda, a ser transacionado em um mercado específico, a bolsa de valores.¹³ O valor deste título, ou preço da ação, apura-se como o valor de qualquer outro título de renda: pela capitalização de um fluxo de rendas. A particularidade reside na taxa de capitalização considerada, que é a taxa de juros de mercado.

Do outro lado, a equiparação do capital acionário ao capital a juros converte a diferença entre o lucro efetivo da empresa e os juros de mercado em um rendimento especial retido pela empresa e por seus acionistas-controladores. Este rendimento se origina no fato de o preço da ação estar relacionado à taxa de juros, como vimos, e não ao lucro e ao capital imobilizado na empresa. Hilferding enfatiza a distinção entre o capital acionário (títulos de renda capitalizados) e o capital monetário originariamente transformado em capital industrial, ou capital monetário “fixado” na empresa. Este capital “fixado” continua a gerar lucros. A diferença entre os lucros capitalizados, deduzidos eventuais custos administrativos e admitido um prêmio de risco a ser pago ao aplicador em ações, e a respectiva aplicação de capital monetário (capitalizada aos juros do mercado), constitui o ganho do fundador, “... uma fonte de lucros que nasce unicamente da transformação do capital portador de lucros na forma de capital produtor de juros.” (HILFERDING, 1910, p. 112). O ganho do fundador é, para Hilferding, uma categoria econômica *sui generis*, própria à sociedade por ações. Não existe em sociedades de indivíduos.

Vamos nos deter no ganho do fundador, pois este é um elemento central da argumentação de Hilferding sobre a supremacia da sociedade por ações.¹⁴ Ao apresentar uma exemplificação numérica, no capítulo VII, Hilferding admite dois tipos de acréscimo em relação aos juros,

necessários para que o aplicador converta seu dinheiro em ações; ou, simetricamente, duas deduções do lucro da empresa, para a apuração do saldo residual (o lucro retido, base do ganho do fundador). Um deles é o custo de administração, supostamente superior em sociedades gigantescas e impessoais. O outro é o prêmio de risco requerido pelo aplicador, ao abrir mão da segurança dos juros. Deixando de lado pelo momento os custos de administração, cabe perguntar se o admitido prêmio de risco não pode ser grande o suficiente para espremer, ou mesmo anular, o lucro do fundador.¹⁵

A pergunta não é descabida, porque o prêmio de risco aparece no *Capital Financeiro* como uma entidade um tanto vaga, ou melhor, uma combinação de lucro com prêmio de risco no sentido estrito. Hilferding acredita que a oferta de fundos para capital em ações, devido à menor segurança, é inferior à oferta para empréstimos ordinários. Em suma, a oferta seria diretamente proporcional à segurança dos títulos, e é exatamente essa diversidade na oferta que explica a estrutura de taxas de juros e das cotações dos títulos-valores.¹⁶ No entanto, igualmente admite que o resultado do rendimento da ação é no limite determinado pelo lucro industrial. Fica a dúvida: o diferencial de rendimento entre uma ação e um dinheiro emprestado deve-se ao risco do empreendimento industrial ou a sua lucratividade? Além disso, e fundamentalmente, como conseguem os acionistas controladores reter essa parte dos lucros, sem repassá-la aos dividendos e ao valor da ação (portanto, a todos os acionistas)?

Acredito que a resposta do autor, em formulação um tanto oblíqua, possa ser encontrada em uma passagem que imediatamente antecede a ilustração numérica do lucro do fundador, apresentada no capítulo VII. De modo significativo, nesta passagem está dito que a disseminação dos títulos de renda e de crédito, a possibilidade de conversão de qualquer dinheiro momentaneamente disponível em capital fictício e, principalmente, a liquidez que a bolsa de valores assegura a títulos de propriedade de empresas, dão margem a uma oferta abundante de capitais. É esta oferta abundante que faz o rendimento de todas as aplicações convergir para o piso admitido do mercado monetário, representado pela taxa de juros para aplicações seguras. Dito de outro modo, estamos diante de um mercado caracterizado por oferta abundante de capitais de

empréstimo e hierarquia de riscos. A abundância de capital monetário espreme os rendimentos obtidos pelos aplicadores em ações.

Não há como deixar de presumir que, fosse outro o quadro, o resultado seria distinto. Se admitirmos competição de empresas industriais pelos recursos escassos dos aplicadores individuais, o leilão dos recursos dos aplicadores levará a uma elevação do de sua participação no lucro das empresas e até mesmo, no limite, à aproximação entre taxa de juros e rendimento interno das empresas. Seria o fim do lucro do fundador ou, o que é o mesmo, a redução do prêmio de risco a um estrito diferencial de remuneração associado ao risco presumido da aplicação. Se assim for, o lucro do fundador não pode ser considerado uma categoria geral, advinda da mera transformação da empresa individual em sociedade por ações; ao contrário, sua *rationale* implica uma situação caracterizada por imperfeições de mercado bem definidas, quais sejam, excesso de capitais de empréstimo, baixa competição das empresas pelos recursos disponíveis, possibilidade de os acionistas dominantes se apropriarem de uma forma de remuneração à qual os acionistas meramente rentistas não têm acesso.¹⁷

Descarto a associação de lucro do fundador a renda de monopólio porque o texto não se fixa nessa alternativa, tanto na abundante exemplificação do capítulo VII quanto na análise dos monopólios, em capítulo próprio. Hilferding chega a aludir às imensas remunerações auto-atribuídas pelos dirigentes e conselheiros das sociedades por ações, mas fica a dúvida: tais remunerações fazem parte dos custos administrativos superiores ou são um elemento do ganho do fundador?¹⁸ Dúvidas à parte, a questão central permanece: se instituir uma sociedade por ações não for uma atividade reservada a poucos – o texto não aponta tal restrição –, por que razão a corrida de capitais a uma forma de organização com rendimentos tão promissores não viria a eliminar o rendimento diferencial? Seria muito fácil visualizar mecanismos de arbitragem que viessem a desfazer o ganho do fundador.¹⁹

Acredito que a consistência ou inconsistência do conceito de ganho do fundador seja uma questão importante, uma vez que o próprio Hilferding considera este conceito, em conjunto com a identificação do dividendo como uma categoria econômica específica, suas verdadeiras contribuições teóricas ao estudo da sociedade por ações.²⁰ Um tópico

paralelo e igualmente posto em destaque no texto, a contenda entre bancos e sociedades industriais em torno do lucro do fundador, a mim parece menos relevante, ao menos do ponto de vista teórico.²¹ O que está efetivamente em jogo é a existência do ganho do fundador como uma categoria geral, ou seja, como uma categoria capaz de combinar existência histórica e consistência analítica.

A análise da sociedade por ações corre em paralelo à dos bancos. Conforme Hilferding, os bancos transformam-se em instituições capazes de conceder às empresas industriais crédito de capital, um crédito distinto do crédito de circulação.²² A par da imensa capacidade de concessão de crédito, os bancos convertem-se nas instituições por excelência de “fundação” de sociedades por ações e, portanto, de domínio sobre elas. Além disso, passam a comandar as bolsas, influenciando as cotações das ações. Assumem atividades de emissão e especulação, têm a capacidade de auferir lucros com capitais alheios (depósitos), tendem a absorver e centralizar o capital monetário disponível na sociedade. Enfim, tornam-se ponto de convergência de todos os recursos livres dispersos na economia, centralizam o crédito e a especulação. Devido à dominação bancária, a concorrência desmedida entre os capitais industriais converte-se em uma espécie de concorrência atenuada ou regulada, um regime de acomodação entre as unidades de capital anteriormente em concorrência. Este regime seria posto em xeque apenas pela aplicação excessiva de capital monetário, com a mediação dos bancos, em atividades industriais – o que levaria a uma queda da taxa de lucros.²³ De todo modo, o limite (não atingido) de tal concentração seria a formação de uma espécie de banco central, entidade coordenadora da produção social, na visão de Hilferding um “socialismo de enganos” domesticado pelo capitalismo.

Embora o capitalismo não se acerque desta situação-limite, cartéis, trustes, tendência à formação de monopólios, concentração bancária, mitigam a concorrência e levam a uma fusão de interesses entre as indústrias e os bancos, sob a coordenação dos últimos. Eis aí o capital financeiro: “... capital bancário, isto é, capital em forma de dinheiro que desse modo transforma-se realmente em capital industrial”(Hilferding, 224).²⁴

Ainda de acordo com Hilferding, na medida em que o capital financeiro requer indústria cartelizada, a tendência à queda do nível

de produção e ao racionamento de investimentos, algo inerente aos monopólios, torna-se uma segunda natureza do capitalismo. Mais ainda, elevação da massa de capitais disponível para investimento com retração da produção é uma contradição só resolvida pela exportação de capitais. Na Quinta Parte (Sobre a Política Econômica do Capital Financeiro) são analisadas as conseqüências da exportação de capital e da luta pelo espaço econômico, sendo premonitórias as conclusões a respeito das características econômicas e, principalmente, das decorrências políticas desse processo de competição entre nações. É curioso que os diversos críticos da abordagem de Hilferding às crises e à concorrência capitalista não tenham dado o devido destaque à envergadura da análise política contida na Quinta Parte, a qual anteviu certas características do regime nazista e revelou-se verdadeiramente antecipadora, em vista do quadro histórico que se desdobrou nas três décadas posteriores à edição da obra.²⁵ Não me parece exagero considerar a Quinta Parte um sólido corolário geral da obra.

É o caráter antecipador da análise política contida nos capítulos finais do *Capital Financeiro* - a despeito das limitações tanto do conceito de lucro de fundador quanto da idéia de cartelização e mitigação da concorrência no capitalismo do século XX - que me leva a uma ponderação final sobre um aspecto decisivo da abordagem de Hilferding e, até certo ponto, dos autores inspirados em Marx: a teoria econômica marxista, desenvolvida entre o final do século XIX e as primeiras décadas do século XX como uma teoria do desenvolvimento capitalista, resistiu ao teste histórico? Qual a relação entre lógica e empiria na formulação de categorias econômicas gerais e quais os limites à formulação de categorias econômicas gerais? Embora estas sejam questões a permanecerem sempre em aberto, acredito que a obra de Hilferding nos permite uma boa digressão sobre elas.

O *Capital Financeiro* e o capitalismo do século XX

Procurei mostrar nos tópicos anteriores que: a) a teoria monetária de Hilferding está muito associada à discussão sobre a quantidade adequada de meio circulante - e crises, inflação, recessão, ciclos; b) a visão de Hilferding sobre o capitalismo do início do século XX de certo

modo generaliza e hipertrofia o papel e a dominância dos bancos; c) a análise da sociedade por ações, embora inovadora, desemboca em um conceito – o lucro do fundador – controverso; d) a despeito do anterior, a antevisão de concorrência entre capitalismo nacionais (imperialismo) e impactos do novo regime econômico sobre a luta política, na Quinta Parte do *Capital Financeiro*, foi, no mínimo, premonitória.

Ao início do trabalho, assinalei também que *O Capital Financeiro* e a crítica a Böhm-Bawerk denotam a precocidade do autor e revelam sua familiaridade com as complexidades do sistema de Marx. Além disso, o fato de ser Marx o ponto de referência implicou um ganho sensível no entendimento das relações entre moeda e crédito; vale dizer, de pronto Hilferding concebeu o crédito como algo inerente à circulação de mercadorias e ao capitalismo, um legítimo desdobramento do sistema de trocas e da economia monetária. Do mesmo modo, por tomar como referência o processo cíclico do capital e o circuito do capital produtivo, Hilferding pôde visualizar a absorção e liberação de recursos ao longo do ciclo de produção e, portanto, a recorrente disponibilidade (e necessidade) de crédito. Enfim, a moeda e o crédito foram entendidos como uma segunda natureza do capitalismo – algo que hoje se reconhece como trivial, mas que não fazia parte do fundo de conhecimentos da ciência econômica na virada do século XIX para o XX.

O Capital Financeiro, portanto, é um refinamento do estudo da economia de crédito, que tem como pano de fundo e elemento indispensável as economias de escala, as novas tecnologias, os arranjos societários por detrás das forças concentradoras associadas à segunda revolução industrial. A dominância do sistema bancário seria a epítome desse capitalismo organizado, o qual, na visão do autor, atenua a concorrência, acentua a formação de cartéis e trustes; enfim, modifica a dinâmica da concorrência, interfere no quadro político e redesenha o capitalismo.

Acredito que, por mais que se tome em sentido lato o conceito de capital financeiro, dominância bancária e lucros do fundador são elementos seus imprescindíveis. O conceito de capital financeiro é, portanto, problemático. Não representa um desdobramento necessário do capitalismo; antes, parece referido a capitalismo históricos

específicos, em épocas determinadas. Seu grau de generalidade é insuficiente para que nele se possa encontrar uma “lei geral” – e arrisco a dizer que Hilferding chegou perto de lhe atribuir este caráter. A trajetória do capital entrevista por Hilferding – da troca à moeda, da moeda ao crédito, do crédito comercial aos bancos, tendo o capital financeiro como devir do capital moderno (do início do século XX) – não tem o grau de generalidade e de necessidade que lhe atribui o autor.

A questão é saber em que medida a presença de “leis gerais” (não verificadas com generalidade) e tendências dominantes determina a obra de Hilferding, a ponto de torná-la pouco acurada e facilmente ultrapassada pelos fatos históricos e pela evolução da economia. A resposta não é trivial por duas razões. Em primeiro lugar, pela mencionada presença de temas de momento, mesmo nas duas primeiras partes da obra, supostamente desenvolvidas a alto nível de abstração. Como foi dito, Hilferding passa em marcha batida do dinheiro ao crédito, e deste às bolsas, aos bancos e, afinal, ao capital financeiro. A rapidez na sucessão de definições transmite uma idéia de desenvolvimento necessário das categorias, a qual, no entanto, é repetidamente desmentida pela recorrência do debate de tópicos contingentes de política monetária. E não se trata aqui, ao estilo de Marx, de ilustrações para melhor especificar as categorias. Trata-se de aplicações imediatas de categorias gerais à política monetária e aos debates econômicos correntes. *O Capital Financeiro* nunca deixa de ser uma obra de partido, ou melhor, de partidos social-democratas (o austríaco e o alemão) imersos na política cotidiana.

Em segundo lugar, pode-se sustentar que as “leis gerais” não são dominantes, uma vez que as três partes finais da obra têm um caráter menos categórico. Já me referi à Quinta Parte (A Política Econômica do Capital Financeiro), que contém, no fundamental, uma análise do imperialismo, das tendências políticas suscitadas pela nova modalidade de capitalismo, concluindo por exortações às classes trabalhadoras sobre como enfrentar as condições políticas modernas. A Quinta Parte abriga capítulos de antevisão e de exortação políticas, o que equivale a dizer que, para Hilferding, a história é moldada por transformações econômicas e pela luta de classes. Em outras palavras, o roteiro da história não é fechado e existe uma interação entre estrutura social, lutas

sociais, modernização e evolução econômica. Basta acompanharmos a atuação do Hilferding ativista político, após 1910, para verificarmos que o militante qualificado está atento ao pêndulo entre certas tendências econômicas admitidas como “naturais” (concentração, dominância dos bancos, imperialismo etc) e a possibilidade de a luta de classes flexioná-las e moldá-las. Parece-me que essa atenção, típica do Hilferding militante político e denotadora da abertura da história, já está delineada no *Capital Financeiro*.

A Terceira (O Capital Financeiro e a Limitação da Livre Concorrência) e a Quarta (O Capital Financeiro e as Crises) partes são especialmente sensíveis às circunstâncias históricas particulares. Hilferding tem em vista ora o capitalismo alemão, ora o austríaco, o emergentecapitalismonorte-americano. Oscapítulosobrecartéis, trustes, monopólios, relações entre comércio, indústria e bancos, depressão, crise econômica, estão fortemente referidos à institucionalidade dos diversos capitalisms. Se há capítulos cujo enunciado é inteiramente geral (Capítulo XVI da Quarta Parte – As condições gerais da crise) e que, *grosso modo*, repousam em uma interpretação de Marx, a maior parte dos desenvolvimentos e ilustrações é inteiramente referida às circunstâncias históricas das diversas economias, em especial a alemã. Eu diria que na Terceira e Quarta partes as circunstâncias, mais do que as leis gerais, dominam.

Digo mais: a impressão em contrário pode advir da onipresença do conceito de capital financeiro, o qual, como foi visto, sempre porta a pretensão de generalidade. Nesse aspecto, a arquitetura da Terceira, Quarta, de certo modo a Quinta, partes, é peculiar: forte inserção na história e nas particularidades, sob a tutela de um conceito geral, que é o de capital financeiro. O que domina estas seções, o conceito geral ou circunstâncias históricas específicas?

No meu entendimento, no *Capital Financeiro* Hilferding oscila de um pólo a outro, dos conceitos gerais à dominância das particularidades. Tenho a impressão de que os leitores que se sentirem atraídos pelo primeiro pólo, o dos conceitos gerais, terão levado muito a sério a possibilidade (e até mesmo a necessidade) de que, após *O Capital*, outra obra pudesse vir a atualizar as “leis gerais do capitalismo” de modo a abarcar o capitalismo concentrado da virada do século XIX para o

XX. Já quem ler *O Capital Financeiro* com um olho na história e nos debates econômicos correntes, e outro na trajetória dos grandes partidos operários do início do século XX, entenderá a obra em seu tempo. Nesse caso, não há como deixar de ficar favoravelmente surpreendido com o grau de audácia, inovação e frescor da contribuição de Hilferding ao debate econômico do início do século XX.

Abstract

The article revises some aspects of the money and credit theory exposed by Hilferding, in *Finance Capital*. It stresses the strong influence of current questioning, concerning the economy as a whole and monetary policy in special, in many concepts supposedly developed at high level of abstraction. The article argues that Hilferding's "promoter's profit" notion is not consistent, let alone general. This inconsistency harms the concept of finance capital, itself, or at least denies its generality. In the end, a brief comment on the relations between "general laws" and contingent economic phenomena, in Hilferding's works.

Key words: Hilferding, finance capital, promoter's profit, monetary policy

Referências

- BARAN, P., SWEEZY, P. (1966). *Capitalismo Monopolista*. Rio de Janeiro: Zahar, 1974.
- BERLE, A., MEANS, G. (1932). *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. S. Paulo: Nova Cultural, 1987.
- BOTTOMORE, T. “Introduction to the translation”. In: HILFERDING, R. (1910) *Finance Capital – A study of the latest phase of capitalist development*. Abingdon: Routledge, 1981.
- BOYER, J. *La pensée monétaire – histoire et analyse*. Paris: Éditions Les Solos, 2003.
- BREWER, A. “Review of R. Hilferding’s Finance Capital”. In: *Economica*, vol. 50, n. 197, p. 102-103, 1983.
- HILFERDING, R. (1904). *Böhm-Bawerk’s Criticism of Marx*. In: www.marxists.org/archive/hilferding/
- HILFERDING, R. (1910). *Finance Capital – A study of the latest phase of capitalist development*. Abingdon: Routledge, 1981.
- HILFERDING, R. (1940). *State Capitalism or Totalitarian State Economy*. In: www.marxists.org/archive/hilferding/1910/statecapitalism.htm.
- ITOH, M. *The Basic Theory of Capitalism – the forms and substance of the capitalist economy*. N. Jersey: Barnes and Nobles Books, 1988.
- KING, J.E. “Hilferding’s Finance Capital in the development of Marxist thought.” *History of Economics Review* 52 (2010): 52+. *Academic OneFile*. Web. 4 Dec. 2012.
- LAPAVITSAS, C. *Introduction to Hilferding’s ‘Finance Capital’*. London: mimeo, 2006.
- PINTO, N. P. A. *O Capital Financeiro na Economia Contemporânea*. Campinas: UNICAMP, 1994.
- SMALDONE, W. *Rudolf Hilferding*. Dekalb: Northern Illinois University Press, 1998.
- WAGNER, P. *Rudolf Hilferding: theory and politics of democratic socialism*. N. Jersey: Humanities Press, 1996.
- ZONINSEIN, J. *Monopoly Capital Theory – Hilferding and Twentieth-Century Capitalism*. New York: Greenwood Press, 1990.

Notas:

¹ Uma versão preliminar foi apresentada no seminário *A Linha Geral*, Cedeplar/UFMG (11 e 12/11/2010).

² Sobre a biografia política de Hilferding, ver as obras de Wagner (WAGNER, 1996) e Smaldone (SMALDONE, 1998).

³ Períodos associados pelos adversários aos fracassos no combate à hiperinflação e à recessão. Conforme Smaldone, os nazistas atribuíam a Hilferding três predicados malditos: judeu, social-democrata e responsável pela hiperinflação alemã.

⁴ Em épocas diversas, Hilferding contribuiu para inúmeros periódicos dos partidos Social-Democrata austríaco e alemão, bem como do efêmero Partido Social-Democrata Independente alemão: Marx-Studien, Kie Neue Zeit, Vorwärts, Der Kampf, Freiheit, Die Gesellschaft.

⁵ Wagner (WAGNER, 1996) informa que a crítica a Böhm-Bawerk estava pronta desde 1902.

⁶ **O Capital Financeiro** foi desde o lançamento recebido como uma adição notável à economia marxista. A propósito da reação inicial à obra de Hilferding, ver Bottomore (BOTTOMORE, 2006) e King (KING, 2010).

⁷ A preocupação com os temas vivos da economia é que levou Brewer, em uma resenha da primeira edição em inglês do **Capital Financeiro** (BREWER, 1983), a afirmar que Hilferding é de uma época em que os economistas marxistas procuravam discutir a realidade econômica efetiva, e não esquemas teóricos abstratos e exercícios de equilíbrio geral.

⁸ Com variações, diversos autores trilharam o tema após Baran e Sweezy (BARAN, SWEEZY 1966).

⁹ O conceito de capitalismo organizado foi plenamente desenvolvido por Hilferding em artigos diversos, após a edição do **Capital Financeiro** (WAGNER, 1996). Seus traços essenciais, contudo, já estão presentes nesta obra.

¹⁰ A esse respeito, ver Zoninsein (ZONINSEIN, 1990).

¹¹ Marx assinalou ainda o impacto do pagamento de rendimento na forma de dividendos sobre a lei de tendência à queda da taxa de lucro e suas contra-tendências.

¹² (BERLE E MEANS, 1932) é a referência clássica.

¹³ Nessa medida, capital fictício: direito a certa renda e acesso a uma forma de valorização própria, que compreende um elemento básico – o valor do título é o rendimento capitalizado – e um elemento especulativo. Não desenvolverei aqui a discussão sobre o capital fictício, uma categoria presente no **Capital** e à qual Hilferding dá ênfase. Para uma interpretação de Hilferding que valoriza o capital fictício, (PAULA ET ALII, 2001).

¹⁴ Supremacia em última análise repassada aos bancos, na medida em que estes, na visão de Hilferding, assumem o controle direto ou indireto dos empreendimentos industriais e se convertem nos principais beneficiários da nova fonte de apropriação de mais-valia .

¹⁵ Questão destacada por Boyer (BOYER, 2003).

¹⁶ “O prêmio de risco é simplesmente o resultado do fato de que a oferta de capital dinheiro livre ... disponível para investimento em ações, será normalmente menor ... que a dos investimentos seguros a juros fixos.” (HILFERDING, 1910, p. 108).

¹⁷ Talvez por distinção entre ações ordinárias e preferenciais. Hilferding alude a este fenômeno, ao tratar do mercado norte-americano de ações e mostrar qual forma de lucro é apropriada pelos proprietários dominantes, que ficam com as ações ordinárias.

¹⁸ Itoh (ITOH, 1988) também se refere à apropriação de uma parte dos lucros como remuneração da diretoria, bem como na formação de reservas internas para fins diversos. Porém, nega que o lucro do fundador provenha do lucro da empresa, como quer Hilferding. Para ele, trata-se de um ganho obtido por todos os portadores de recursos ociosos que venham a comprar ações em seu lançamento, beneficiando-se dos ganhos superiores à taxa de juros.

¹⁹ Uma crítica semelhante está em Lapovitsas (LAPOVITSAS, 2006). Brewer (BREWER, 1983) também pergunta por que razão estes lucros, não advindos do monopólio, não são eliminados pela arbitragem.

²⁰ Se Marx já destacara certos fenômenos associados ao capital por ações - expansão da escala de produção, transformação do capital individual em capital social, separação entre os capitalistas ativos e os simplesmente monetários -, “... não concebeu os dividendos como uma categoria econômica especial e tampouco analisou o lucro do fundador...” (HILFERDING, 1910, p. 115).

²¹ A respeito dessa contenda, (PAULA ET ALII, 2001).

²² No capítulo V (*Os Bancos e o crédito industrial*), Hilferding se estende na distinção entre crédito de circulação (associado a letras, circulação de letras, desconto) e crédito de capital (cessão de dinheiro a um capitalista produtivo). Destaque-se que, por detrás de tal distinção, também está a preocupação com a criação de dinheiro: enquanto o crédito de circulação cria dinheiro, o crédito de capital não cria.

²³ A queda da taxa de lucros por excesso de investimento em relação à demanda é um dos componentes da análise da crise e dos ciclos, na Terceira Parte do **Capital Financeiro**.

²⁴ Ou ainda: “Chamo capital financeiro ao capital bancário, isso é, capital em forma de dinheiro que deste modo se transforma realmente em capital industrial”. (HILFERDING, 1910, p. 225). Outras tantas definições de capital financeiro aparecem na obra. Todas pressupõem convergência e fusão entre capital bancário e industrial, com predomínio dos negócios bancários.

²⁵ Zonensein (ZONINSEIN, 1989) é um dos críticos a quem passa despercebida a importância da Quinta Parte