



Plural - Revista de Ciências Sociais

ISSN: 2176-8099

Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da  
Universidade de São Paulo

Valarini, Elizângela; Elias, Friederike; Pohlmann,  
Markus; Caseiro, Tradução de Luiz Carlos Zalaf

O espírito capitalista neoliberal na América Latina: o papel da orientação  
para o mercado financeiro nas grandes empresas argentinas e brasileiras

Plural - Revista de Ciências Sociais, vol. 22, núm. 2, 2015, Julho-Dezembro, pp. 37-80  
Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da Universidade de São Paulo

DOI: <https://doi.org/10.7440/res64.2018.03>

Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=649770074004>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais informações do artigo
- Site da revista em redalyc.org



Sistema de Informação Científica Redalyc

Rede de Revistas Científicas da América Latina e do Caribe, Espanha e Portugal

Sem fins lucrativos acadêmica projeto, desenvolvido no âmbito da iniciativa  
acesso aberto

## O espírito capitalista neoliberal na América Latina: o papel da orientação para o mercado financeiro nas grandes empresas argentinas e brasileiras

*The neoliberal spirit of capitalism in Latin America: the role of the financial market orientation in large argentinian and brazilian enterprises*

Elizângela Valarini<sup>a</sup>, Friederike Elias<sup>b</sup> e Markus Pohlmann<sup>c</sup>

Tradução de Luiz Carlos Zalaf Caseiro<sup>d</sup>

**Resumo** Este artigo tem como objetivo investigar o estabelecimento de um novo espírito capitalista de cunho neoliberal nas grandes empresas argentinas e brasileiras. O principal aspecto da investigação empírica é verificar se a ação dos executivos argentinos e brasileiros está orientada para o princípio de geração de valor ao acionista, no qual a capitalização da empresa – por meio do mercado financeiro – torna-se atividade comum para a maximização do lucro da empresa. Esta pesquisa está baseada no programa de investigação heurístico de Max Weber a respeito do desenvolvimento do capitalismo moderno, focalizando nos mecanismo de reprodução do espírito capitalista, mas também com referencial teórico na sociologia do conhecimento de Alfred Schutz. Para este texto, foram coletados dados a respeito da trajetória de vida de 224 CEOs e conduzidas 52 entrevistas com Presidentes e Diretores Executivos das 100 maiores indústrias em cada um desses países. A análise da orientação da ação dos executivos industriais argentinos e brasileiros foi realizada por intermédio do método qualitativo de análise do padrão interpretativo coletivo.

**Palavras-Chave** Novo Espírito do Capitalismo; Espírito Neoliberal; Executivos Argentinos; Executivos Brasileiros; Geração de Valor ao Acionista; Orientação da Ação.

- 
- a Elizângela Valarini (elizângela.valarini-seiss@soziologie.uni-heidelberg.de) é doutoranda e pesquisadora do Instituto de Sociologia Max Weber da Universidade de Heidelberg, Alemanha.
- b Friederike Elias (friederike.elias@soziologie.uni-heidelberg.de) é doutoranda e pesquisadora do Instituto de Sociologia Max Weber da Universidade de Heidelberg, Alemanha.
- c Markus Pohlmann (markus.pohlmann@soziologie.uni-heidelberg.de) é Professor de Sociologia na Universidade de Heidelberg, Alemanha.
- d Pesquisador do Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (INEP/MEC) e doutorando do Programa de Pós-Graduação em Sociologia da Universidade de São Paulo (PPGS-USP).

**Abstract** The aim of this article is to investigate the establishment of a new capitalist spirit of neoliberal nature in the Argentinian and Brazilian enterprises. The principal aspect of this empiric investigation is to verify whether Argentinian and Brazilian executives act based on the principle of shareholder value creation, where enterprise capitalization – through financial market – turns into a common activity to maximize enterprise profit. This investigation is based on Max Weber's heuristic research program related to the development of modern capitalism. It focuses on the reproduction mechanisms of the capitalist spirit but it also contains theoretical references from Alfred Schutz' sociology of knowledge. For this research, data related to the life trajectory of 224 CEOs were collected and 52 interviews with Presidents and Executive Directors of the 100 biggest enterprises were conducted in both countries. The study of the Argentinian and Brazilian industrial executives action orientation was realized through the qualitative method of collective interpretative pattern analysis.

**Keywords** New Spirit of Capitalism; Neoliberal Spirit; Argentinian Executives; Brazilian Executives; Shareholder Value Creation; Action Orientation.

## 1. INTRODUÇÃO

Neoliberalismo é um chavão comumente utilizado para descrever uma nova fase do capitalismo orientada pelo mercado financeiro. Uma grande variedade de consequências está associada ao neoliberalismo. A retração do Estado, as bolhas do mercado financeiro, o avanço dos especuladores sobre as empresas, a economia orientada pela geração de valor para os acionistas – com seus efeitos sobre a força de trabalho e sobre sua precarização –, a difusão da ideia de empreendedorismo, o estabelecimento de concepções a respeito de si, a condução da vida baseada em conceitos de capital humano e assim por diante. “Nos últimos vinte anos ou mais, o conceito se tornou um tipo de exortação em muitos debates políticos e acadêmicos. Foi especialmente o caso de autores que utilizaram o conceito para descrever o que eles consideravam como propagação lamentável do consumismo e do capitalismo global, bem como de uma destruição considerável do estado de bem-estar social” (THORSEN & LIE, 2006, p. 2). Para alguns, o desenvolvimento do neoliberalismo é como abrir uma Caixa de Pandora; para outros, é como dar um passo em direção a um mundo mais liberal e de mais liberdade.

Uma grande parte da literatura latino-americana reflete essa variedade de definições sobre o neoliberalismo. Para a maioria dela, é bastante natural que

o neoliberalismo tenha criado raízes na América Latina, sendo o caminho mais natural para compreender e criticar o desenvolvimento dessas economias.

Neste artigo, não temos como pretensão investigar os traços filosóficos e culturais que sustentam a ideia genérica do neoliberalismo como nova fase do capitalismo. Por seu uso vago e pejorativo, não há uma maneira científica de provar se essa noção é ou não adequada para descrever o desenvolvimento latino-americano. Em vez disso, colocamos uma questão mais específica: o espírito dos dirigentes das grandes empresas, que são as forças motrizes do desenvolvimento nas maiores economias da América Latina, é neoliberal e orientado pelo mercado financeiro? Para investigar empiricamente tal questão, perguntamos se e como a liberalização dos mercados financeiros teve impacto sobre as grandes empresas latino-americanas. As mudanças regulatórias nos sistemas de negócios do Brasil e da Argentina levaram a uma transformação neoliberal das grandes empresas nessas economias?

De acordo com a literatura recente sobre o Brasil e a Argentina, o período de reestruturação neoliberal foi seguido por um período de ascensão de estados “neodesenvolvimentistas” (BRESSER-PEREIRA & THEUER, 2012). Nessa nova fase, os mercados financeiros ainda manteriam sua forma neoliberal (Cf. EBENAU & LIBERATORE, 2013; CYPHER, 2014; ARAÚJO, BRUNO & PIMENTEL, 2012; OVERBEEK & VAN APELDOORN, 2012). Concentrando-nos nas reformas na governança corporativa, perguntamos se as políticas de liberalização econômica das últimas duas décadas levaram a uma mudança institucional nas grandes empresas. Estariam as grandes empresas e seus novos gestores agindo em favor da maximização da geração de valor ao acionista, em detrimento dos demais agentes envolvidos? Estariam sendo tomadas providências para proteger acionistas minoritários, encorajar padrões internacionais de contabilidade, promover diretores independentes, desfazer a propriedade cruzada de ações e permitir aquisições e fusões hostis – todas essas práticas tomadas muitas vezes como elementos de um único processo de “liberalização” que mina “economias de mercado coordenadas”? (HALL & THELEN 2009: 23).

Até o momento, não está claro qual o impacto dessas reformas sobre a orientação das empresas para o princípio de geração de valor ao acionista no Brasil e na Argentina. Por um lado, a ascensão de opções de ações para remuneração dos executivos é compreendida como argumento de incentivo e punição [*carrot and stick*], que atrai os gestores para um processo de abertura de suas empresas e que é orientado pelo princípio de geração de valor ao acionista. Por outro, como Hall e Thelen apontam, o enredo fica incompleto sem a punição.

Se as aquisições hostis tornarem-se característica proeminente dessas economias, os investidores teriam uma forma de reafirmar suas preocupações a respeito do ‘princípio de geração de valor ao acionista’ sobre os gestores, que poderiam ser impelidos a desfazer alguns dos arranjos cooperativos com outras partes interessadas, dos quais dependem formas de coordenação estratégica (HALL & THELEN, 2009, p. 23).

Porém, o argumento do incentivo e punição deixa de lado as estratégias ativas das grandes empresas, assim como suas tradições, sistemas de crenças e interesses de lucro aos quais seus gestores aderem. As ações e estratégias dessas grandes empresas não podem ser simplesmente deduzidas das reformas da governança corporativa. Grandes empresas não seguem apenas determinações políticas, mas possuem suas maneiras de se adaptar a políticas reformadoras.

Enquanto algumas políticas públicas são bem recebidas, outras são neutralizadas, ignoradas ou transformadas em algo diferente. Portanto, neste artigo, lidamos com o *pas de deux* que ocorre entre empresas e governos. Concentramo-nos nas grandes empresas, o que raramente é realizado por meio de uma investigação *in loco*. Como a grande empresa responde às diferentes pressões e lida com as movimentações de sua contraparte, o governo? (HALL & THELEN, 2009, p. 16) O texto baseia-se no estudo das 100 maiores empresas industriais na Argentina e no Brasil; portanto, a análise das grandes empresas é restrita às maiores empresas industriais. Foram coletados e processados dados da trajetória de vida de 224 CEOs, conduzidas 52 entrevistas abertas com os CEOs das 100 maiores empresas e analisados os dados corporativos das 200 maiores empresas no Brasil e na Argentina.

Para operacionalizar o impacto da liberalização econômica sobre as grandes empresas, fizemos três perguntas: (a) As reformas institucionais levaram a uma transformação neoliberal dos mercados financeiros? (b) As elites corporativas favorecem uma orientação para a maximização dos ganhos dos acionistas, nos termos de seu “espírito do capitalismo”? E, finalmente, (c) como explicar a mudança, caso essa exista.

Depois de uma breve introdução, na segunda seção deste artigo, sobre a teoria que utilizamos, o estado da arte do debate e a metodologia, a terceira seção trata do contexto histórico e sua transformação no Brasil e na Argentina. Com base nisso, a quarta seção analisa a mentalidade coletiva dos CEOs que comandam as grandes empresas, questionando a evidência deles serem atraídos por uma orientação de geração de valor ao acionista. Nas duas últimas seções, nossos resultados são contextualizados e explicados, seguindo-se algumas conclusões finais.

## 2. TEORIA, ESTADO DA ARTE E MÉTODOS

O ponto de partida desta investigação é uma análise do estoque de conhecimento coletivo dos altos executivos nas grandes empresas argentinas e brasileiras. Esses estoques de conhecimento são examinados para saber se os padrões de interpretação coletiva desses gestores contêm elementos de uma orientação neoliberal para o mercado financeiro. A principal questão da investigação é, então, se a instituição cognitiva e normativa à qual os gestores alinharam suas ações corresponde ou contraria uma regulação neoliberal.

### 2.1. TEORIA

A investigação do espírito neoliberal do capitalismo delineou-se, teoricamente, com base na sociologia do conhecimento, remetendo aos trabalhos de Alfred Schütz, Peter Berger e Thomas Luckmann, que seguiram o programa de pesquisa de Max Weber e procederam, metodicamente, por meio de uma Análise do Padrão de Interpretação Coletivo. Essa abordagem se interessa pelo arranjo funcional entre as instituições cognitivas e normativas pelas quais as ações dos executivos se orientam. Elas são examinadas no contexto das instituições regulatórias de seus respectivos campos de ação – em nosso caso, o mercado financeiro. As interações entre as instituições cognitivas, normativas e regulatórias revelam o caminho escolhido pelas grandes organizações. Dessa forma – e em analogia com o programa de pesquisa de Max Weber –, colocamos o “espírito” de grupos proeminentes do capitalismo (i.e., padrão interpretativo dos executivos) em sua forma racional instrumental (i.e., instituições cognitivas) e na rationalidade referente a valores (i.e. instituições normativas) em relação com as organizações (i.e., grandes empresas), assim como com o contexto institucional regulador (i.e. instituições do mercado financeiro).

Nosso estudo sobre a orientação neoliberal da ação dos executivos no contexto do capitalismo financeiro é baseado em um programa internacional de pesquisas na área de organização e gestão (IMS)<sup>1</sup>, e tem como objetivo complementar estudos já

---

1 Argentina e Brasil são parte de um estudo de gestão internacional que inclui Alemanha, Suíça, Áustria, EUA, Austrália, China, Índia, Coréia do Sul, Japão e Hong Kong. Tomados em conjunto, os estudos formam um projeto de pesquisa mais amplo, intitulado “O novo espírito do capitalismo”, cujo foco está na investigação dos efeitos da globalização sobre o padrão das trajetórias profissionais e sobre o sentido da ação dos executivos das grandes empresas industriais. A principal questão é se a formação global de um novo espírito do capitalismo na governança corporativa, como resultado da globalização e do capitalismo financeiro, pode ser provada

realizados sobre países de industrialização avançada e os tigres asiáticos (POHLMANN, 2004; POHLMANN & HYUN-CHIN, 2014<sup>2</sup>), através de pesquisas sobre Argentina e Brasil, de modo a oferecer uma primeira visão sobre a orientação da ação de altos executivos na América Latina.

O conceito de pesquisa heurística-analítica do IMS é baseado no referencial teórico de Weber a respeito da reprodução do espírito do capitalismo. Weber estava particularmente interessado no processo de desenvolvimento histórico do capitalismo moderno e nos mecanismos por meio dos quais ele se tornava independente de suas raízes religiosas (a ética protestante). Segundo Weber, o capitalismo reproduz seus valores e normas com base em três mecanismos: pela competição e seleção de grupos portadores de seu espírito (atores e empresas); pela disseminação de ideias e conceitos; e pela socialização de atores-chave e internalização de uma nova racionalidade (Cf. WEBER, 1920; POHLMANN, 2006; 2008; 2011; 2012). Novos elementos independentes do espírito do capitalismo são ilustrados por Weber em diferentes níveis: econômico, organizacional e de estilo de vida (em alemão, *Lebensführung*, i.e. a maneira de uma pessoa conduzir a vida). Quanto à economia, ele localiza a consequência do espírito do capitalismo na valorização racional e empreendedora do capital da empresa (WEBER, 1920). Esse é o nível sobre o qual focamos nossa análise e a partir do qual indagamos se o capitalismo financeiro conduz a uma mudança fundamental na orientação da ação dos executivos, no sentido de uma transformação da valorização empreendedora do capital, que se distancia dos agentes envolvidos com a vida da empresa (*stakeholders*), para priorizar o princípio de geração de valor, no curto prazo, para os acionistas (*shareholders*)<sup>3</sup>. Essa ideia encontra-se na base do discurso sobre o novo espírito neoliberal do capitalismo.

Ao analisar a orientação da ação dos executivos argentinos e brasileiros, seguimos a abordagem da sociologia do conhecimento de Alfred Schütz (SCHÜTZ, 1984; WELZ, 1996), que estende a teoria weberiana. Para Schütz, faltava à teoria weberiana uma reflexão a respeito da constituição da motivação da ação (ENDRESS, RENN & SCHÜTZ, 2004, p. 28). Ele não estava interessado, primeiramente, em reconstruir o sentido individual conectado à ação, mas em rastrear as estruturas do senso

empiricamente. Esse projeto de pesquisa está localizado no *Max Weber Institute of Sociology* da Universidade de Heidelberg, coordenado pelo Prof. Dr. Markus Pohlmann.

2 Artigo traduzido e publicado nesta edição da *Plural*.

3 Em geral, a expressão *Stakeholders* se refere a todos os agentes responsáveis, como os trabalhadores, fornecedores, consumidores e o fisco. Estes têm em princípio interesses mais estratégicos e de longo prazo na evolução da companhia, e cujo interesse reside apenas nos dividendos de curto prazos que a empresa possa pagar e na valorização das ações para eventual comercialização no futuro (Nota do Editor).

comum presentes em um contexto específico de ação e em fornecer uma estrutura aos sentidos individuais, porque estas podem servir como motivos legítimos da ação para outras pessoas. Um estoque individual de conhecimento e suas estruturas justificáveis de relevância são subjetivas em virtude de experiências individuais, mas suas ideias também abrangem práticas e roteiros sociais determinados pelo ambiente histórico, social e cultural, ou “por meio do mundo da vida social”, como define Schütz. “As estruturas típicas de significado das experiências de um adulto comum são, primeiramente, definidas pela linguagem – e, portanto, pela filosofia relativamente natural de vida de uma sociedade” (SCHÜTZ & LUCKMANN, 1975, p. 251). Isso fornece ao indivíduo uma rotina de categorização das situações sociais que o alivia da necessidade de processos de interpretação individual. De acordo com a conceituação de Schütz, em uma situação concreta, um sujeito pode confiar no sistema de relevância social que ele tem disponível por meio de sua socialização. Essa perspectiva sociológica do conhecimento justifica o uso da Análise do Padrão de Interpretação Coletivo, que será elaborada no curso deste artigo.

O debate sobre o desenvolvimento de um espírito neoliberal do capitalismo ganhou importância com a publicação do trabalho de Boltanski e Chiapello, no final dos anos 1990 (BOLTANSKI & CHIAPELLO, 1999). Nesse estudo, os autores assinalam que o desenvolvimento de um novo espírito do capitalismo não apenas afeta a gestão corporativa, mas também molda e determina o estilo de vida dos indivíduos (LÓPEZ-RUIZ, 2007; PIERBATTISTI, 2015; etc). Outra importante contribuição a inspirar nossa pesquisa foi o estudo de Schmidt-Wellenburg (2009), que também se refere ao âmbito do sistema econômico e identifica uma mudança em direção a uma lógica de comercialização interna e externa na gestão corporativa, que ele descreve como resultante da “tirania das finanças”, claramente observável na forma como o mercado financeiro orienta os investimentos privilegiados pelos gestores. Em virtude de mudanças nas estruturas de propriedade e de controle das empresas, a gestão opera em função da geração de valor para os acionistas, tornando esses os verdadeiros donos da empresa. O mercado financeiro controla as empresas e quantifica não apenas seu valor de mercado, mas também a eficiência da gestão, o que possui um efeito imediato sobre a última. Nesse contexto, a gestão está disposta a seguir a racionalidade do mercado financeiro e a negociar as unidades da empresa para sua própria capitalização.

Uma questão central nesse debate sobre o capitalismo global é saber se as tendências são convergentes ou divergentes no que diz respeito ao sistema capitalista e seu funcionamento, mas também na esfera social (FUKUYAMA, 1992; HUNTINGTON, 1996; SCHWINN, 2006). Um argumento contra a tese do alinhamento

global para um capitalismo financeiro é a hipótese de que diferentes sistemas continuarão a existir no futuro, como previsto pela abordagem das “Variedades de Capitalismo” (HALL & SOSKICE, 2001). Essa abordagem supõe uma tendência para a divergência, pois diferentes arranjos institucionais e seus impactos sobre as empresas levariam a diferentes formas de capitalismo. Focando na América Latina, Schneider descreve a forma específica de capitalismo observável nos grandes países da região como “economia hierárquica de mercado” (SCHNEIDER, 2008; 2009; SCHNEIDER, SOSKICE & KARCHER, 2011), caracterizada pelo predomínio de grupos empresariais locais diversificados e de corporações multinacionais. Esse arranjo leva à seguinte estrutura de governança corporativa: os grupos empresariais nacionais são, principalmente, de propriedade familiar e as decisões são majoritariamente tomadas por membros da família ou pelos gestores, sem a imposição de negociar com as demais partes interessadas. As subsidiárias das corporações multinacionais, por sua vez, são comandadas de forma hierárquica pelas matrizes. Ambos os tipos de empresas não estão listadas nas bolsas de valores locais (SCHNEIDER, 2009; SCHNEIDER, SOSKICE & KARCHER 2011). Outros autores tampouco veem um alinhamento dos sistemas econômicos na direção de um capitalismo financeiro: “O chamado modelo anglo-saxão, apoiado em robustos mercados de capitais privados, é anormal mesmo entre as economias industriais” (STALLINGS & STUDART, 2006).

Além da questão sobre a mudança de ação dos gestores latino-americanos para uma orientação voltada ao mercado financeiro, em termos de privilegiar a capitalização das empresas e os lucros de curto prazo, esperamos contribuir com algumas sólidas evidências empíricas para a resposta da questão fundamental exposta acima.

Nossas hipóteses de trabalho são derivadas da discussão sobre a formação de um espírito neoliberal do capitalismo na governança corporativa das grandes empresas e dos estudos sobre gestão empresarial, em especial Schmidt-Wellenburg (2009) e Boltanski e Chiapello (2003). Com base nesses estudos, estabelecemos um ponto de referência para analisar o espírito neoliberal do capitalismo, bem como indicadores concretos de sua formação na gestão das empresas, que podem ser testados empiricamente. As duas hipóteses principais deste trabalho são:

1. Ao direcionar suas ações, sobretudo, para a capitalização da empresa e ganhos de curto prazo, gestores argentinos e brasileiros tomam riscos de curto prazo para maximizar os lucros, mesmo que sua ação resulte em desvantagens permanentes para a empresa como um todo.

2. Se os altos executivos argentinos e brasileiros consideram a empresa, primeiramente, como oportunidade de investimento, agindo com o objetivo de posicioná-la no mercado financeiro, eles apoiam o princípio de geração de valor para os acionistas.

## 2.2. ESTADO DA ARTE

Na literatura sobre o capitalismo relacionado à América-Latina, o neoliberalismo é pesquisado, primeiramente, como uma relação entre o Estado e o capital, sem conferir ao nível organizacional um caráter independente. Na realidade, esse nível de análise é geralmente deduzido. Estudos relacionados à orientação da ação gerencial das grandes empresas não se encontram, portanto, disponíveis. “Capital” continua a ser um conceito abstrato, instrumentalizado e documentado, principalmente por meio de estatísticas públicas internacionais. Grande parte da literatura nas ciências políticas, por sua vez, debruça-se sobre o Estado e suas ações. Nesse contexto, Brasil e Argentina frequentemente são descritos como tendo passado por períodos de durações distintas, mas de consequências similares. Ao antigo Brasil desenvolvimentista, seguiu-se um período neoliberal, a partir dos anos 1990, o qual posteriormente foi suplantado com os presidentes Lula da Silva e Dilma Rousseff – Na Argentina, essa nova fase chamada “Estado neodesenvolvimentista” foi liderada pelos presidentes Eduardo Duhalde e Néstor e Cristina Kirchner (EBENAU & LIBERATORE, 2013; CYPHER, 2014; ARAÚJO, BRUNO & PIMENTEL, 2012; BRESSER-PEREIRA & THEUER, 2012).

Comparados aos negócios financeiros tradicionais, realizados por bancos, os títulos corporativos e os mercados financeiros desempenham um papel de menor importância para cobrir os custos de capitais das empresas na maioria dos países latino-americanos (STALLINGS & STUDART, 2006; KOHLI, 2008). A falta de estabilidade macroeconômica e de instituições fortes, bem como a existência de mercados de ações internacionais (em especial, o norte-americano) como uma alternativa ao mercado local, obstruíram o desenvolvimento de mercados financeiros locais (STALLINGS & STUDART, 2006, p. 112). Entretanto, seguidores da escola da regulação francesa detectam uma tendência continua à crescente financeirização no Brasil e na Argentina, questionando os efeitos de seus regimes monetários e financeiros sobre o crescimento industrial (ARAÚJO, BRUNO & PIMENTEL, 2012, p. 110). Os autores concluem: “o modelo vigente de regulação no Brasil é desfavorável ao desenvolvimento industrial, mas é muito vantajoso à acumulação financeira baseada no endividamento público, derivativos e outros produtos financeiros similares”.

Quase não há pesquisas acadêmicas sobre o estabelecimento de princípios de geração de valor para o acionista nas empresas latino-americanas. Outros autores chamam atenção para a lacuna que persiste na investigação do capitalismo financeiro e a América Latina como um todo (LEIVA & MALINOWITZ, 2007). Apenas alguns poucos estudos isolados permitem uma hipótese inicial de que os princípios de geração de valor ao acionista ainda desempenham um papel menor na América Latina. Entre as 50 maiores empresas latino-americanas com maior capitalização de mercado (no período de 2000 a 2005), encontram-se apenas uma empresa argentina, mas 25 empresas brasileiras. Em termos do conceito de geração de valor ao acionista, o Brasil assume a primeira posição, enquanto a Argentina fica em último (AZNAREZ *et al.*, 2006). Uma análise estatística (SANDOVAL & PÁRRAGA, 2005) indica que estão sendo realizadas reflexões teóricas sobre a bonificação dos gestores com base no princípio de geração de valor ao acionista. Em virtude da falta de publicações relevantes, não é possível avaliar em que medida esse conceito tem sido implementado. Entretanto, a análise mostrou que os salários dos gestores na América Latina, e em especial seu componente variável, são comparáveis aos dos países industrializados. Isso pode indicar que a mesma lógica financeira é aplicada e, portanto, sustenta um padrão de ação comum (ZANCHETTA BORGHI & LOPES ROCHA, 2010).

### 2.3. MÉTODOS E DADOS

Para investigar as hipóteses apresentadas, aplicamos a “análise do padrão de interpretação coletivo” – método derivado da sociologia do conhecimento. A investigação da orientação da ação dos executivos latino-americanos apenas pode ser conduzida por meio de uma análise de seu padrão de interpretação coletivo.

Padrões interpretativos coletivos são compreendidos como “conceitos e interpretações de um grupo social, temporalmente estáveis e, em certa medida, estereotipados, desenvolvidos no decorrer da ação diária e em seus campos interpretativos, por meio da biografia individual” (ULLRICH, 1999, p. 428). Eles expressam uma orientação e uma justificação potenciais dos estoques de conhecimento cotidiano, presentes em definições fundamentais e latentes das situações, relações e do próprio indivíduo, por meio das quais os atores em sociedade ou em um grupo específico se apresentam através de suas identidades e mantêm sua capacidade para ação. Além disso, eles são formas sociais de ordenamento de significados e conhecimentos que se validaram com o passar do tempo em uma sociedade, cultura ou no interior de um círculo social (ARNOLD, 1991; ULLRICH, 1999). Eles

facilitam, por meio de padrões comuns de conhecimento elementar, a alocação de conhecimento social, vale dizer, a categorização dos elementos da realidade e, assim, a garantia de sua orientação para a ação (ARNOLD, 1991). Adicionalmente, apresentam estruturas de relevância subjetivas e significativas, contêm referências históricas e sociais e, ainda, estão funcionalmente relacionados a problemas objetivos de ação (OEVERMANN 2001; SACHWEH 2009).

A esse respeito, padrões de interpretação coletivos são utilizados para justificar e simplificar situações complexas e estão, em regra geral, limitados à reflexão na execução ordinária das ações (MEUSER & SACKMANN, 1992; OEVERMANN, 2001; SACHWEH, 2009). Por isso, os padrões de interpretação coletivos em sua estrutura de significados e justificação específica do contexto só podem ser acessados e explicados mediante métodos indiretos (ULLRICH, 1999). Logo, a análise das mentalidades coletivas requer geração de definições de situações, julgamentos e orientações de ação – em particular, suas explicações e justificativas. Geralmente, as mentalidades são manifestas de modo mais acentuado se os atores são convidados a explicar suas ações. Nesse sentido, não é o padrão interpretativo que é diretamente acessível, mas a interpretação, explicação e justificação do problema.

No desenho da pesquisa, os depoimentos de gestores foram orientados por entrevistas centradas em problemas específicos, conduzidas junto a duas gerações de gestores e empreendedores. A pesquisa sobre a orientação da ação dos gestores no mercado financeiro é baseada em um problema de ação definido: “Como administro com sucesso uma empresa?”, em razão da qual ações e interpretações são geradas. A entrevista centrada em problemas mostrou-se particularmente adequada para este tipo de pesquisa, ao ilustrar e descrever diferentes problemas sociais a partir do ponto de vista dos entrevistados (KRUSE, 2015). A análise das entrevistas é conduzida por uma metodologia desenvolvida, especificamente, para o IMS (POHLMANN, BÄR & VALARINI, 2014), resumida na tabela abaixo (Tabela 1).

A amostra de gestores a serem entrevistados foi selecionada com base em uma população que incluía as 100 maiores empresas industriais da Argentina e do Brasil. Essa população foi identificada com base em rankings públicos de 2010<sup>4</sup>, que incluíam a empresa, seus principais gestores e presidentes. Para selecionar a amostra, aplicou-se o método de “amostragem por quotas proporcionais”. A definição das quotas foi realizada pela distribuição de atributos relevantes na população de interesse (SCHNELL, HILL & ESSER, 2013; KROMREY, 2009). Em nosso caso,

4 O ranking utilizado para a compilação das empresas industriais argentinas foi produzido pela revista “Prensa econômica”. Para o caso brasileiro, o ranking foi produzido pela “Revista EXAME”.

**Tabela 1.** Oito etapas de interpretação para aplicação do método qualitativo de análise de mentalidades coletivas em contexto internacional.

(1) Seleção	Seleção de trechos relacionados ao interesse da pesquisa.
(2) Reformulação	Resumo e reformulação dos principais argumentos, narrativas e explicações no trecho.
(3) Abstração das categorias	Abstração da estrutura lógica e normativa do trecho reformulado e identificação das categorias elementares de argumentos, narrativas e descrições.
(4) Abstração de ordem	Abstração de ordem cognitiva e normativa: identificação das regras avaliativas presentes nos principais argumentos, narrativas e explicações.
(5) Comparação	Comparação das estruturas cognitivas e normativas analisadas com outros trechos para identificação de padrões comuns e diferenças, assim como do padrão interpretativo predominante.
(6) Identificação de regras	Identificação de regras típicas de interpretação e ação.
(7) Contextualização	Descrição das condições sociais e culturais e das ordens institucionais nas quais as mentalidades coletivas estão enraizadas.
(8) Explicação	Introdução das abordagens e teorias para explicação da reprodução das regras e análise dos contextos sociais e de suas mudanças, assim como das consequências sociais dessas regras.

Fonte: Autoria própria, baseada em POHLMANN, BÄR & VALARINI (2014)

a estrutura da amostra entrevistada é tão parecida quanto possível da população básica (que é a dos gestores e empresários das 100 maiores empresas de ambos os países), e, portanto, tem um caráter representativo. As pessoas entrevistadas foram escolhidas com base em atributos específicos equivalentes às proporções da população base: idade, gênero, educação e atividade internacional (POHLMANN, BÄR & VALARINI, 2014).

A seleção das empresas, ou seja, dos gestores a serem entrevistados deu-se sistematicamente, seguindo o ranking das 100 maiores empresas. O objetivo foi investigar duas gerações diferentes de executivos, podendo, assim, comparar possíveis mudanças no padrão interpretativo entre uma geração e outra. O contato com as empresas foi realizado pessoalmente através de telefonemas e e-mails contendo informações detalhadas sobre a pesquisa. Na Argentina, 24 entrevistas foram conduzidas com CEOs, presidentes e gestores nacionais e internacionais. Apenas 20 dessas foram escolhidas para a análise do padrão interpretativo relacionado ao mercado financeiro, analisado neste artigo. As demais não se mostraram qualitativamente adequadas para a interpretação desse padrão interpretativo. No Brasil, 33 entrevistas foram conduzidas, das quais 32 foram escolhidas para análises posteriores. Uma entrevista foi retirada da análise por não se mostrar adequada

**Tabela 2.** Estrutura da amostra com relação à coorte de nascimento dos gestores e ao tipo de propriedade da empresa.

		Número de entrevistas no Brasil				Número de entrevistas na Argentina				Total
Coorte de nascimento dos gestores		Empresas locais			Mns	Empresas locais			Mns	
		Familiar	Estatal	Privada <sup>1</sup>		Familiar	Estatal	Privada <sup>2</sup>		
1926-	Nativos	3	2	6	3	2	1	1	1	19
1949	Estrangeiros				1				1	2
1950-	Nativos	3	4	4	5	2	0	2	4	24
1971	Estrangeiros				1				6	7
Total		6	6	10	10	4	1	3	12	52

Mns: Multinacionais. <sup>1</sup>Empresas privadas brasileiras que não se encontram sob propriedade ou controle familiar. <sup>2</sup>Empresas privadas argentinas que não se encontram sob propriedade ou controle familiar. Fonte: dados próprios (2012-2013).

para a análise do padrão de interpretação coletivo. A estrutura da amostra considerada é descrita na tabela acima (Tabela 2).

As entrevistas foram conduzidas na língua materna dos entrevistados e transcritas literalmente para preservação da informação original. Para tratamento do texto e análises subsequentes das entrevistas, foi utilizado o software MaxQDA<sup>5</sup>. Foi realizada, ainda, uma programação alinhada à orientação teórica e à relevância da questão de pesquisa. As entrevistas foram codificadas com base nos tópicos dos trechos selecionados.

### 3. (DES)REGULAÇÃO NEOLIBERAL? SOBRE A MUDANÇA DE ORDENS INSTITUCIONAIS NO BRASIL E NA ARGENTINA

Os países latino-americanos, cada qual com suas características históricas individuais, passaram por processos intermitentes de liberalização financeira, concomitantes a diversas crises econômicas. O crescente fluxo de dinheiro de fundos financeiros nesses países – especialmente na Argentina, no Brasil e no México –, por meio de empréstimos bancários internacionais nos anos 1960 e 1970, impulsionou uma política de substituição de importações, por um lado (LAZZARI & RAPOPORT, 2012), e resultou em um grande déficit fiscal e endividamento externo, por outro. Em alguns países, a crise da dívida foi acompanhada

5 MaxQDA é um software para análises qualitativas e de métodos mistos. Para apoiar a pesquisa qualitativa, o software oferece diferentes possibilidades que permitem um modo fácil, sistemático e organizado de avaliar os dados. Desse modo, MaxQDA permite a análise de dados não estruturados, como entrevistas, artigos, *surveys*, tabelas, figuras, áudio e vídeo, etc. (Cf. KUCKARTZ, 2007; 2010; e, ainda, <http://www.maxqda.com/>).

por uma crise bancária, uma razão a mais para o fraco desenvolvimento do setor bancário nacional (HERRERO *et al.*, 2002). Adicionalmente, novos processos de liberalização econômica, por meio de programas de estabilização, desencadearam o fortalecimento do setor financeiro, particularmente do sistema bancário, e, ao mesmo tempo, uma contração do setor industrial, conhecida como “processo de desindustrialização” em alguns países. As receitas resultantes do processo de privatização das empresas estatais para empresas de sociedade anônima, por meio da liberalização do mercado de capitais, ampliaram a liquidez em muitos países latino-americanos, que diante de padrões internacionais manteve-se claramente baixo (HERRERO *et al.*, 2002). Essas transformações levaram a um novo contexto econômico nesses países. O novo ciclo de aquecimento econômico atraiu investidores internacionais que contribuíram de maneira significativa para mudar a estrutura de propriedade e a governança corporativa das grandes empresas (RABELO & VASCONCELOS, 2002; MELLO, 2000; SIFFERT, 1998).

Nesse cenário, Brasil e Argentina passaram por diferentes desenvolvimentos econômicos; mas, posteriormente, sofreram um alinhamento em virtude de impactos similares das políticas neoliberais na estrutura de propriedade e no mercado de ações. Diferenças e similaridades desses países a respeito de sua estrutura econômica e do mercado financeiro são examinadas a seguir.

No contexto da introdução de políticas econômicas neoliberais, são observáveis diferenças entre os dois países, em um primeiro momento. A abertura neoliberal da Argentina começou em meados de 1970, sob ditadura militar. Apesar da liberalização econômica, o Estado manteve sua influência sobre as taxas de câmbio e juros (LAZZARI & RAPOPORT, 2012). A abertura econômica levou a uma profunda mudança, fruto da concentração vertical das empresas: cerca de seis anos depois, um terço das 100 maiores empresas industriais, do ano de 1975, não constavam mais nesse *ranking*, por conta de fusões, falências ou redução do escopo de atividades (WALDMANN, 2010). Setores produtivos relacionados ao processamento de matérias-primas ganharam importância, enquanto indústrias mais complexas tornaram-se menos importantes na economia. A ascensão de novas empresas pode ser atribuída a um bom relacionamento com autoridades estatais (WALDMANN 2010, p. 94). Durante as décadas de 1980 e 1990, duas tendências básicas são observáveis: a transferência da propriedade empresarial do Estado para atores privados e de atores nacionais para estrangeiros.

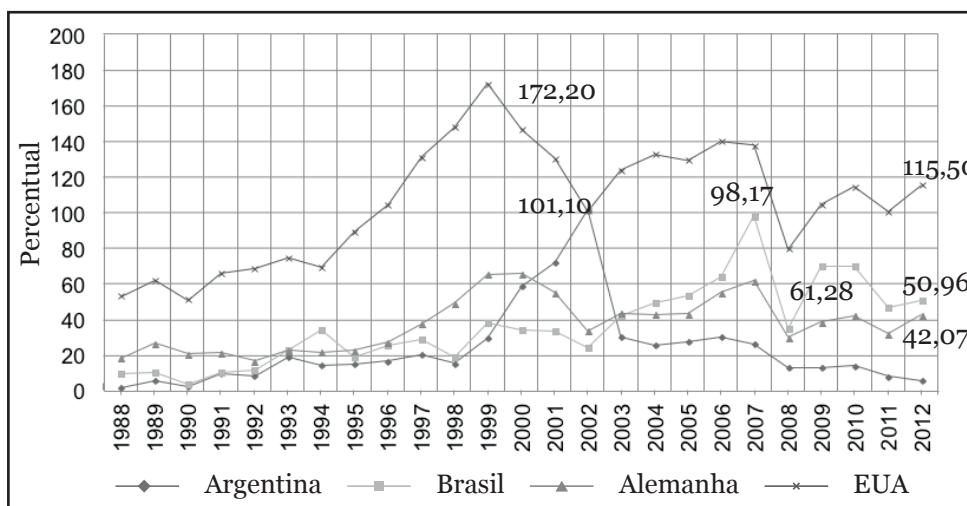
A política econômica neoliberal foi lançada no Brasil nos anos 1990, depois da adoção de um programa de estabilização econômica. Apesar da década de 1980 ser conhecida como “a década perdida”, o Brasil conseguiu – graças a um

pequeno, mas constante, crescimento econômico – receber crédito internacional, que foi investido no setor industrial. O continuo investimento no setor industrial possibilitou a retomada do crescimento econômico em um período posterior, na década de 2000 (LAZZARI & RAPOPORT, 2012). Entretanto, a abertura econômica e a subsequente política de privatização levaram a tendências similares àquelas observadas na Argentina, com a transferência da propriedade empresarial do Estado às organizações privadas, e de investidores nacionais para os estrangeiros (Figueiras 2006; Bresser-Pereira & Diniz 2013). A reestruturação organizacional e da propriedade das grandes empresas brasileiras pode ser ilustrada pela interrupção do planejamento econômico estatal de longo prazo, que fora sustentado historicamente sobre três pilares: (i) investimentos públicos em infraestrutura, produção de energia, *commodities* e bens de capital; (ii) empresas nacionais de produção agrícola, de bens de consumo não-duráveis, no setor bancário e no comércio; (iii) empresas transnacionais com grande concentração na produção de tecnologia e de bens de consumo duráveis (RABELO & VASCONCELOS, 2002; LAZZARI & RAPOPORT, 2012).

Nos anos 1990, em virtude do crescente endividamento público e da influência do *Consenso de Washington*, a economia argentina foi submetida a um amplo processo de desindustrialização, enquanto a influência de empresas estrangeiras cresceu. A abertura econômica, após décadas de substituição de importações e elevadas barreiras alfandegárias, é descrita como “um golpe de mercado” (WALDMANN, 2010, p. 141). Atualmente, a indústria argentina é dominada por três tipos de empresas: subsidiárias de multinacionais, grupos nacionais e negócios individuais.

O Brasil sofreu os impactos da política de privatização dos anos 1990, mediante processo de desindustrialização e de expansão e fortalecimento do sistema bancário, após esse setor haver passado por uma crise nessa mesma década (KOHLI, 2008). Nesse período, foi observada maior concentração dos fundos de investimento internacionais, dos bancos privados e de grandes grupos financeiros nacionais, além de uma ampla reestruturação do setor industrial (FIGUEIRAS, 2006). Esse processo pode ser explicado pelo grande número de fusões entre empresas brasileiras e estrangeiras, assim como pela influência dessas últimas sobre a economia brasileira (DINIZ & BRESSER-PEREIRA, 2007; BRESSER-PEREIRA & DINIZ, 2013). Por um lado, não se pode esquecer que os países latino-americanos estão ampliando sua influência sobre a economia mundial e foram capazes de estabilizar e fortalecer seus sistemas financeiros ao longo da última década. Por outro lado, seus mercados financeiros e seus mercados de ações, em particular, ainda sofrem

de uma crônica falta de liquidez<sup>6</sup> (TORRE, IZE & SCHMUKLER, 2012). A região possui uma das maiores taxas de inflação do mundo, tornando suas economias voláteis (HERRERO *et al.*, 2002). Argentina e Brasil apresentam, hoje, diferentes perfis de mercados financeiros, mas apresentam tendências similares no que tange à orientação de suas empresas para esses mercados. A figura abaixo mostra a diferença entre ambos os países na relação entre a capitalização de mercado e o Produto Interno Bruto (PIB). Na Argentina, a capitalização de mercado era cerca de 23% do PIB, em 2007, enquanto essa razão superava 61% no caso brasileiro. Após 2002, a curva de capitalização de mercado da Argentina caiu constantemente, enquanto o Brasil foi capaz de manter crescimento similar aos dos países de industrialização avançada (Figura 1).



**Figura 1.** Capitalização de Mercado em relação ao PIB. Fonte: World Bank 2015 (<http://data.worldbank.org/>).

Desde a década de 1960, o número de empresas listadas na bolsa de valores de Buenos Aires é decrescente; em 1960, havia 550 empresas; em 1980, 278; em 1991, 170 (APREDA, 2001). De acordo com o Banco Mundial, em 2012, estavam listadas apenas 101 empresas. Desde 2013, nota-se um aumento da atividade no mercado de ações, explicável por uma estratégia para obter rentabilidade em resposta à crise econômica (DIE PRESSE, 2014).

A despeito da elevada capitalização de mercado no Brasil, as atividades financeiras ainda são relativamente pequenas diante da força dos mercados emergentes da China e da Índia (Mello 2000; Blume & Alonso 2007). No decorrer desse período,

6 No geral, o mercado de ações é menos atrativo do que o crédito financeiro em mercados com baixa liquidez. Isso ocorre, principalmente, porque os custos para cobrir os riscos e as taxas administrativas são elevados em função do baixo nível de informações (MELLO, 2000).

uma redução do número de empresas listadas na BM&F Bovespa pode ser observada: eram 557 empresas, em 1997, passando a 359 empresas, em junho de 2015 (CEMEC/IBMEC, 2011; CEMEC/IBMEC, 2012; CEMEC/IBMEC, 2013; CEMEC/IBMEC, 2015; ROCHA, 2015). O número de empresas que lançaram ofertas públicas iniciais de ações (IPO) também é declinante. Em 2014, houve um único IPO na BM&F Bovespa, enquanto cinco grandes empresas fecharam capital (ROCHA, 2015). Com relação ao volume de ações negociadas, ambos os países apresentam perfis distintos. Enquanto na Argentina o fluxo de negociações, até junho de 2015, foi de US\$ 361 milhões, no Brasil, esse montante chegou a US\$ 41 bilhões (CEMEC/IBMEC 2015).

Uma razão para a baixa atividade no mercado de ações de ambos os países é a relativamente fraca proteção aos direitos de propriedade garantida pelas leis argentina e brasileira (SCHNEIDER, 2008, p. 385). Grande parcela das companhias familiares e estrangeiras oferece apenas uma pequena parte de suas ações no mercado (SCHNEIDER, 2008, p. 386). Devido à grande concentração de ações em propriedade de poucos grupos, os acionistas minoritários acabam tendo uma posição muito fraca. Apesar das recomendações da OCDE para estimular e melhorar a governança a favor dos investidores – explícita em um relatório “White Paper”<sup>7</sup>, publicado em 2001 –, mantém-se as práticas de governança a favor dos investidores abaixo dos padrões internacionais (BLUME & ALONSO, 2007). Da perspectiva dos investidores, ainda restam problemas regulatórios no mercado financeiro a serem solucionados: investidores minoritários terem direito a voto (§32); grandes investidores permanecem limitados em relação ao direto de informações em sua posição de propriedade (§34); ainda existem regulamentos ultrapassados que prejudicam os investidores em sua função e posição de proprietários (§38); credores devem ser legalmente obrigados a informar aos beneficiários e ao público a respeito da sua influência sobre as empresas (por exemplo, usando seus direitos de voto) (§41)<sup>8</sup>.

Regulamentações governamentais rigorosas, que restringem a possibilidade de fundos de investimento influenciarem ou controlarem empresas são de vital importância na Argentina. No país, os fundos de investimento podem exercer apenas 5% dos seus direitos de acionistas, independentemente da percentagem real de ações que detêm<sup>9</sup>. Essa regulação limita, significativamente, a influência e

7 Ver: Blume e Alonso (2007).

8 Ver *White Paper* em: Blume e Alonso (2007).

9 Ley 24.083 de Fondos Comunes de Inversión, Art. 7. Disponível em: <http://www.cnv.gob.ar/LeyesyReg/Leyes/esp/LEY24083.htm>. Acesso em: 10/12/2015.

o controle dos fundos de investimento sobre a gestão corporativa<sup>10</sup>. Olhando mais de perto, para as negociações da bolsa de valores de Buenos Aires, torna-se claro que as ações empresariais desempenham um papel menor: os títulos do governo representam 71,5% do montante total, enquanto que as ações das empresas constituem apenas 5,2% desse volume (IAMC, 2013). Os fundos de investimento que detêm mais de 2% dos direitos de votos de uma entidade são obrigados por lei a comparecer a todas as reuniões de acionistas. Na maioria das vezes, entretanto, eles renunciam a seu direito de voto e se atêm ao cumprimento das regras empresariais, em vez de utilizar seu poder em favor do desempenho de sua carteira de investimentos (BLUME & ALONSO, 2007).

Devido às restrições legais de investimento e ao pequeno número de empresas listadas na bolsa, os fundos de pensão possuem carteiras de investimento bem similares na Argentina. Caso eles coordenassesem entre si suas ações, poderiam ter maior influência sobre as empresas. A avaliação das empresas é baseada apenas na auditoria de seus balanços e em suas perspectivas futuras, não levando em consideração uma avaliação do desempenho da gestão<sup>11</sup>. Além disso, as opções de saída e reinvestimento para os investidores institucionais estão limitadas na Argentina, em virtude do pequeno número de empresas listadas e do alto risco de flutuações econômicas. Os fundos de pensão, portanto, investem principalmente em títulos do governo e apenas um pouco mais de 10% de sua carteira em ações de empresas.

Enquanto os fundos de pensão representam o principal tipo de investidor na Argentina, os chamados “fundos mútuos” (com vários grandes investidores) constituem o principal grupo de investidores no Brasil. O volume de investimentos dos fundos de pensão de gestão privada é quatro vezes maior no Brasil que na Argentina. A diferença é ainda maior quando se compara o tamanho dos fundos mútuos de investimento, que é aproximadamente 68 vezes maior no Brasil que na Argentina. Todavia, os fundos de investimento no Brasil investem apenas 15% em ações. Regulamentações para os fundos de pensão em relação ao percentual máximo de investimento em produtos financeiros podem ser encontradas em ambos os países. Na Argentina, há, ainda, um teto de 50% para investimentos em títulos do governo, enquanto que não há limite desse tipo no Brasil. Os investimentos

10 Com a publicação do decreto 441, em 2011, essa regulação foi abolida para os fundos de pensão nacionais. Isso aumentou a possibilidade dos argentinos influenciarem diretamente as empresas. Ver: <http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/180000-184999/181078/norma.htm>. Acesso em: 10/12/2015.

11 A Comissão Nacional de Valores Mobiliários da Argentina é responsável pela supervisão da transparência das negociações e da precificação dos ativos, para proteger os investidores na Argentina. Ela supervisiona os IPOs e prevê a evolução futura do mercado de ações.

em instituições financeiras são limitados a 80% no Brasil, enquanto na Argentina apenas 40% pode ser aplicado nesse setor. Fundos de pensão privados, no Brasil, podem investir até 50% de sua carteira em ações, embora existam restrições em relação às empresas nas quais podem investir. Essas precisam ser certificadas pelo Estado e listadas no Novo Mercado, um segmento especial da BM&F Bovespa, no qual as empresas precisam observar padrões de governança corporativa mais elevados do que as empresas não-recomendadas. Ainda que os fundos de pensão invistam 35% nas empresas listadas (restrito a 50% desse portfólio), a média de investimentos em ações encontra-se bem abaixo do limite, em cerca de 20% de toda carteira de investimentos (BLUME & ALONSO, 2007).

A concentração dos direitos de controle corporativo, observável no Brasil e na Argentina pode ser explicada por medidas regulatórias sobre o mercado financeiro. As empresas brasileiras estão autorizadas a emitir ações ordinárias para dois terços de seu capital total, mesmo se isso violar regulações internacionais (cada ação ordinária corresponde a um voto). Os acionistas têm direitos de controle com um mínimo de apenas 16% das ações totais da empresa, se eles tiverem 50% das ações com direito a voto (LEAL, SILVA & VALADARES, 2002). A legislação que regula as sociedades anônimas brasileiras permite, portanto, que as empresas se protejam contra o risco de uma “aquisição hostil”.

Outra razão para a restrição dos direitos de controle nos mercados financeiros desses países é o uso recorrente do modelo de pirâmide (LEAL, SILVA & VALADARES, 2002; RABELO, 1998). Uma análise mais detalhada mostra que predomina a estrutura piramidal, na qual diversas sub empresas são controladas total ou majoritariamente pela empresa principal. É por isso que a separação dos direitos de propriedade e de controle pode não ser a principal motivação da estrutura escolhida pelo grupo empresarial. Almeida e Wolfenzon (2006) argumentam que esse tipo de configuração é frequentemente utilizado por empresas familiares e representa uma reação a problemas variados. Formas piramidais são frequentemente escolhidas por grupos empresariais se a proteção ao investidor não se encontra plenamente desenvolvida em um país, se altos investimentos são necessários, mas pequenos lucros são auferidos, assim como em grandes empresas de setores intensivos em capital. Os autores veem duas principais vantagens da estrutura de pirâmide: a vantagem de lucro, ou seja, a família que é a principal proprietária se beneficia dos lucros não distribuídos; e a vantagem financeira, ou seja mobilização de recursos entre empresas para a criação de novas.

A concentração da estrutura de propriedade nos dois países tem suas origens nos grandes grupos empresariais domésticos e nas subsidiárias de multinacio-

nais de grande porte. No Brasil, essa estrutura ainda é caracterizada por grandes empresas estatais. O que os grupos locais têm em comum é uma grande concentração da propriedade nas mãos de uma família ou de um pequeno grupo de acionistas, que possuem o controle sobre as demais empresas (SCHNEIDER 2008; 2009; RABELO & VASCONCELOS, 2002; MELLO, 2000). No mercado financeiro, grandes empresas estão em posse de um único proprietário ou de uma pequena e relativamente homogênea estrutura societária (LEAL, SILVA & VALADARES, 2002). Como regra geral, as empresas possuem “claros blocos de controle formados por um pequeno grupo de acionistas” (RABELO & VASCONCELOS, 2002, p. 324).

Importante característica em ambos os países investigados é a importância histórica do Estado no desenvolvimento econômico. No Brasil, a coordenação estatal do modelo econômico, entre 1950 e 1990, foi fortemente orientada para o mercado interno e influenciou significativamente a economia do país no passado, bem como nos dias atuais. Essa influência pode ser observada de maneira explícita pelo papel do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), que foi fundamental no financiamento de empresas nacionais, quando essas possuíam pouco acesso ao crédito; também foi de grande importância no processo de privatização das empresas estatais, com a criação da BNDESPAR<sup>12</sup>. Até o presente, empresas brasileiras são financiadas pelo Estado por meio dessa instituição. A BNDESPAR, inclusive, adquire ações das empresas por meio da concessão de empréstimos. Além disso, o BNDES oferece empréstimos de longo prazo para as empresas locais que se adaptam a suas normas de governança corporativa (RABELO, 1998; RABELO & VASCONCELOS, 2002). Com 26% da demanda total de financiamento, o BNDES é a principal instituição de financiamento para as empresas brasileiras.

O envolvimento da Argentina no mercado financeiro é feito mediante concessão de crédito com juros reduzidos para assegurar a provisão de empréstimos às empresas. Adicionalmente, os bancos privados são obrigados a emprestar parte de seu passivo a taxas de juros abaixo do mercado para finalidades produtivas. Apesar desses estímulos, a taxa de crédito doméstico ao setor privado na Argentina é ainda muito baixa: apenas 14% do PIB.

---

12 A BNDESPar foi fundada para gerir as participações acionárias do BNDES. Seu objetivo é desenvolver o mercado de capitais por meio da aquisição de ações ou de debêntures de empresas brasileiras. A BNDESPar é uma administradora, que opera – independente da intervenção BNDES – na bolsa de valores como uma instituição financeira tradicional. Além disso, a BNDESPar é financiada por empréstimos do BNDES.

A regulação rigorosa do mercado financeiro no Brasil e na Argentina reflete-se no Índice de Liberdade Econômica. Nesse *ranking* global, o Brasil ocupa a 118<sup>a</sup> posição, avaliado como “principalmente não-livre”. A Argentina fica na 169<sup>a</sup> posição, pertencendo ao grupo de países onde a liberdade econômica foi suprimida<sup>13</sup>. A Heritage Foundation refere-se à ineficiência regulatória como uma razão para a baixa atividade do mercado financeiro nos países. As restrições aos fluxos de capitais podem ser relacionadas a elevados impostos, custos de transações financeiras, intervenções estatais na economia, inflação, problemas de corrupção, assim como outras questões regulatórias a respeito do mercado de trabalho e política monetária<sup>14</sup>. O desenvolvimento econômico na Argentina e no Brasil mostra clara evidência de concentração das estruturas de propriedade e dos direitos de controle das grandes empresas, assim como de intervenções estatais na economia. Na próxima seção, apresentamos como a mentalidade coletiva dos gestores e das empresas industriais é influenciada pelo arranjo regulatório e pelo desenvolvimento histórico do mercado financeiro nesses países.

#### **4. PENSAMENTO E COMPORTAMENTO NEOLIBERAL EM EMPRESAS DE GRANDE PORTE?**

Nesta seção, testamos empiricamente a hipótese derivada do debate sobre o novo espírito do capitalismo e a mentalidade neoliberal na gestão corporativa das maiores empresas industriais argentinas e brasileiras. Uma acentuada orientação para ação neoliberal dos altos executivos na gestão corporativa dessas empresas nos daria evidência de uma convergência global do espírito do capitalismo. Em primeiro lugar, pretendemos investigar se há provas de tal orientação e, havendo, qual sua extensão, em termos da ênfase nos lucros de curto prazo e no aumento do valor da companhia, mesmo à custa da empresa. Em segundo lugar, examinamos se as ações dos gestores industriais da América Latina são orientadas pelo princípio de geração de valor para o acionista. Para lidar com a questão da mudança geracional, também nos interessamos pelas diferenças entre coortes mais jovens e mais velhas de executivos. Demonstraríam as coortes mais jovens mais elementos neoliberais do “novo espírito do capitalismo” do que as coortes mais velhas?

Na entrevista qualitativa, os altos executivos e proprietários de empresas argentinas e brasileiras responderam à seguinte questão discursiva: “A orientação para o mercado financeiro de muitas empresas no Ocidente aumentou

13 Acessível em: <http://www.heritage.org/index/ranking> 2015. Acesso em 10/12/2015.

14 Sobre isso, ver: <http://www.heritage.org> e <http://www.gtai.de>. Acesso em: 10/12/2015.

acentuadamente e os investidores institucionais (os chamados fundos de *hedge*, etc.) ganharam importância. O que você pensa acerca desse desenvolvimento? As empresas estão se tornando mais e mais presas do mercado financeiro? O que se pode fazer para evitar isso, em sua opinião?”. Na próxima subseção, essa proposição será testada, utilizando o método da Análise do padrão de Interpretação Coletivo.

Nossa análise primeiramente revela duas mentalidades coletivas a respeito da orientação para o mercado financeiro nos gestores das principais empresas argentinas e brasileiras. Elas complementam, parcialmente, uma à outra, mesmo se parecem ser diferentes em sua forma de argumentação e apresentação. Enquanto a mentalidade dominante dos gestores argentinos enfatiza as oportunidades do mercado financeiro, os gestores brasileiros focam crescentemente nos riscos do mercado financeiro.

#### 4.1. BRASIL: MAIS RISCOS QUE OPORTUNIDADES

Primeiro, nossa análise mostra que, nas entrevistas com os principais gestores e empresários brasileiros, o mercado financeiro é, amiúde, escolhido como tema central na discussão sobre os princípios do crescimento e sucesso corporativo. Os investidores institucionais e gestores estão, particularmente, no centro das atenções. A articulação da mentalidade é acompanhada de experiências e de exemplos a respeito da prática da gestão e de processos empresariais concretos, que não são abstratos ou estereotipados em suas estruturas cognitiva e normativa. Todos os entrevistados veem o mercado financeiro como uma necessidade inevitável para as empresas brasileiras.

A adaptação forçada das empresas brasileiras ao mercado financeiro, assim como o beco sem saída no qual a gestão corporativa se encontra diante da dicotomia que enfrenta – lógica do mercado financeiro para o curto prazo *versus* orientação estratégica de longo prazo – marca a perspectiva dominante da mentalidade que denominamos *Lógica Ameaçadora do Mercado Financeiro*, dos gestores e proprietários das grandes indústrias brasileiras. Segundo essa mentalidade, o sistema financeiro, com sua própria lógica e regras, impõe forte pressão para mudança, com impacto significativo sobre as empresas e seus gestores. Os efeitos dessa realidade do mercado financeiro são inerentes às funções deles e se traduzem na lógica de busca de lucros no curto prazo. Isso é “fatal” para a existência da organização, uma vez que ameaça o sucesso dos objetivos corporativos e provoca mudanças grandes e irreversíveis em sua gestão. Assim que a organização se adapta ao sistema financeiro, a gestão perde os direitos de controle e a empresa é dirigida apenas

pela lógica do mercado financeiro, um poder que não pode ser influenciado pelos empresários e gestores. Como os riscos são altos, eles não têm outra escolha a não ser perseguir a estratégia de enfraquecer as atividades referentes ao mercado financeiro e manter o controle sobre sua organização. Sob esse ponto de vista, a gestão é o suporte básico da organização e, por isso, a chance de sobrevivência da empresa depende de sua estratégia, decisão e controle. No mercado financeiro, todavia, os investidores institucionais assumem o controle das funções gerenciais; com a orientação para a maximização do lucro, eles ameaçam a existência e o crescimento da empresa. As empresas mais bem-sucedidas são aquelas que não se tornam “espólios” do capitalismo financeiro.

Nesse Padrão interpretativo, o modelo neoliberal é incorporado pelo mercado financeiro. Seu sucesso e fracasso são baseados na orientação especulativa e para o curto prazo: “por conta de nossa maneira de viver, de nossa própria cultura, nós não gostamos de deixar a empresa à sorte de um processo especulativo” (ex-gestor de uma empresa brasileira). O trecho seguinte de uma entrevista ilustra essa análise:

Sem dúvida, infelizmente, estamos indo nessa direção por causa da riqueza que esses fundos movimentam hoje. A PREVI determina as políticas industriais no Brasil, hoje. Se eles participam do crescimento de um setor, os negócios vão bem; se não participam, vão mal. Lógico que esse setor pode olhar para outros parceiros. Mas todos os outros parceiros, por exemplo, os fundos americanos, exigirão os rendimentos. Altos rendimentos só podem ser obtidos em virtude da natureza de curto prazo. Você precisa gerir a empresa de acordo com o sistema americano, o que significa que você precisa mostrar uma melhora das ações no mercado o tempo todo, uma vez que seu resultado é bom apenas se você mostra melhorias no mercado de ações. Se você mostra recorrentemente um resultado ruim no ano, provavelmente você perde sua posição. Do meu ponto de vista, esse é um sistema terrível (ex-gestor brasileiro de uma empresa multinacional, coorte mais velha).

A análise da estrutura cognitiva de argumentação leva a três categorias abstratas que constituem esse padrão interpretativo empresarial: (1) a função do mercado financeiro: o mercado financeiro força a empresa a uma adaptação à sua lógica e é compreendido como um sistema irracional; (2) os atores do mercado: gestores cujo papel é manter suas empresas fora do mercado financeiro; e (3) os efeitos do mercado financeiro: as consequências de entrar nesse sistema – da lógica de maximização do lucro no curto prazo – são irreversíveis. A estrutura normativa

desse padrão interpretativo repousa na “missão” dos gestores de proteger suas empresas da lógica do mercado financeiro, mantendo-as afastadas dele. Eles asseguram a sobrevivência de longo prazo da empresa e mantêm controle sobre ela. Mas uma forte ênfase normativa é colocada sobre o resultado da “lógica ameaçadora do mercado financeiro” e seu impacto na gestão. O mercado financeiro, enquanto sistema, é avaliado negativamente. As seguintes regras de interpretação e de ação podem ser derivadas dessas estruturas:

1. Regra de interpretação:	As empresas precisam de estratégias orientadas para o longo prazo para preservar seu capital, o que só pode ser atingido pelo funcionamento da gestão – isto é, controle e liderança. O mercado financeiro constrange as empresas a jogar segundo suas regras. Uma vez que são aceitas, não podem ser mudadas.
2. Regra de ação:	Não deixe o controle da empresa para a lógica do mercado financeiro, uma vez que só gestores e donos dos negócios são capazes de assegurar o cumprimento dos objetivos da empresa.

A análise de contexto no qual essa mentalidade encontra-se enraizada mostra que todos os altos executivos que articulam essa narrativa são brasileiros nativos. Entre eles, 50% são CEOs em atividade e a outra metade já se aposentou. A maioria deles pertence à nova geração (67%), nascida entre 1950 e 1960, enquanto os demais pertencem à coorte mais velha, nascida na década de 1940 ou antes. Com respeito aos níveis de instrução e qualificação dos entrevistados, a maioria (75%) tinha um diploma universitário em engenharia e direito, enquanto 25% estudou economia. Cerca de um quarto estudou no exterior. Com exceção de um, todos os protagonistas imbuídos dessa mentalidade fizeram suas carreiras no interior de uma única empresa.

Esse padrão interpretativo é articulado mais fortemente por pessoas trabalhando em empresas nos setores de construção, tecnologia e energia. Elas estão entre as 50 maiores empresas industriais do Brasil. Entre as empresas onde encontramos tal mentalidade, a de maior volume de vendas foi fundada nos anos 1940 como estatal, sendo posteriormente privatizada, como muitas outras, durante as reformas neoliberais. O Estado ainda mantém 6,5% de seu capital, que é controlado pelo BNDES. Enquanto investidores internacionais mantém 33% das

ações ordinárias, os direitos de controle da empresa estão nas mãos de fundos de pensão brasileiros (54% das ações ordinárias). Outras empresas são 100% estatais e fundadas na década de 1970. Um quarto das empresas com líderes com essa mentalidade é formado por subsidiárias de multinacionais que se estabeleceram no Brasil na década de 1950. Elas são propriedades integrais das matrizestrangeiras e não possuem capital aberto na bolsa brasileira. Entre as lideranças com essa mentalidade está a de um consórcio de empresas, fundado na década de 1940, por uma empresa especializada em construção. A família proprietária possui os direitos de controle de todo o consórcio e a maioria das ações. Uma firma subsidiária está listada na bolsa brasileira e 20% de seu capital está nas mãos de outro empresário nacional.

O segundo padrão interpretativo mais comum na amostra brasileira é consideravelmente mais concreto e parece ser mais baseado na experiência do que a dominante. Essa mentalidade, que denominamos *O Jogador Estratégico*, expressa que o mercado financeiro é um jogo instigante e estratégico para os altos executivos brasileiros. Além do risco do negócio, o mercado financeiro oferece oportunidades de investimento e, consequentemente, de crescimento potencial das empresas. Empresas no mercado financeiro beneficiam-se dele se souberem driblar seus riscos por meio de uma gestão estratégica. O sistema orientado pelo mercado financeiro e seus efeitos não são colocados em questão nesse ponto. Chances e riscos são considerados como dois lados da mesma moeda. A partir dessa perspectiva, planos de investimento e objetivos de longo prazo são considerados bons, enquanto que o foco no curto prazo do mercado financeiro é visto como risco para a sobrevivência de longo prazo da empresa e, assim, considerado ruim.

O mercado financeiro é um jogo desenhado para “jogadores estratégicos”: apenas os gestores inteligentes e estratégicos são capazes de driblar os riscos e aproveitar suas oportunidades. O controle dos riscos e chances, de acordo com as necessidades dos negócios, é considerado como uma competência do gestor. Apenas os jogadores estratégicos são capazes de estabelecer uma conexão bem-sucedida entre investidores e empresas. Ao final, não é o mercado, mas a gestão que regula e comanda os negócios. Os gestores têm a tarefa principal, mas também a habilidade, para “separar o joio do trigo”. Essa mentalidade corrobora a visão de que os gestores estratégicos “jogam” com o mercado financeiro e dele se beneficiam, sem cair na armadilha de sua lógica. Uma relação positiva entre o mercado financeiro e o crescimento da empresa pode ser estabelecida, então, por “jogadores” estratégicos. O trecho seguinte da entrevista esclarece essa análise:

Você precisa analisar o que quer. Há diferentes tipos de fundos e, antes de abrir sua empresa para um deles, você precisa saber o que esperar do seu parceiro de negócios. Você quer um fundo que seja apenas especulativo? Eu quero capital [um fundo de investimento] que venha com um cronograma e um *layout*. Se você precisa de dinheiro, essa é uma forma de capitalização que eu acredito ser a mais favorável, porque você sabe quais são os planos do fundo. Ou você encontra um fundo que é orientado pelo longo prazo e traz conhecimentos específicos que você não tem. Depende do que a empresa quer. A empresa irá alinhar-se com um fundo com um objetivo muito claro e com um tipo de financiamento que é avaliado como adequado. Ninguém vai vender parte de seu negócio apenas por prazer, mas sim para preservá-lo no longo prazo, vê-lo crescer e se desenvolver. Você precisa de capital, e esse tipo de investimento [mercado financeiro] é uma possibilidade para recebê-lo. Mas a empresa precisa saber exatamente o que quer (gestor de empresa brasileira, coorte mais jovem).

Assim como no caso anterior, os elementos cognitivos centrais podem ser classificados em três categorias na análise da estrutura da mentalidade coletiva: (1) funcionamento do mercado financeiro: o mercado financeiro é compreendido como um sistema racional. Mas apenas aqueles que compreendem sua racionalidade podem obter sucesso nele. Sua função consiste em capitalizar oportunidades de investimento para as empresas; (2) os atores do mercado: os atores desse sistema são os gestores, que se tornam responsáveis pelos investimentos de menor risco e maior retorno, coordenando a relação entre investidor e empresa. Investidores institucionais que oferecem oportunidades de capitalização são identificados como atores de mercado também; (3) o resultado do mercado financeiro: consequências como visão de curto prazo nos lucros e na orientação da gestão implicam em efeitos irreversíveis para as organizações.

Na estrutura normativa dessa mentalidade, há uma ênfase ainda mais acentuada sobre a responsabilidade da gerência para a preservação e o crescimento dos negócios. A esse respeito, o jogo estratégico se torna um elemento compulsório, indo além da competência da gerência. As seguintes regras de interpretação e de ação podem ser derivadas das categorias de análise cognitiva e normativa desse padrão interpretativo:

1. Regra de interpretação:	O mercado financeiro é um jogo estratégico com chances e riscos para empresas e que pode ser controlado e jogado apenas por jogadores racionais. O gestor é o responsável por preservar a empresa; e isso não depende do comportamento dos proprietários e dos acionistas.
2. Regra de ação:	Use as chances obtidas no mercado financeiro, mas mantenha suas consequências sob controle, mediante jogo estratégico e foco nas necessidades do negócio, não nos alvos dos acionistas.

Os entrevistados com essa mentalidade são todos nascidos no Brasil. 25% deles são CEOs e presidentes aposentados, enquanto que 75% são altos executivos na ativa. No entanto, podem ser divididos em dois grupos geracionais igualmente distribuídos: um nascido entre 1950 e 1960, outro entre 1940 e 1949. No que diz respeito à escolarização, 75% dos maiores executivos têm diplomas em áreas clássicas como ciências naturais, engenharia, direito, e os 25% restantes estudaram economia. Todos os altos executivos na ativa complementaram sua formação com uma pós-graduação em economia. A maioria fez mestrado no Brasil, com exceção de um gestor que cursou pós-graduação no exterior. O principal padrão de carreira dos gestores utilizando a mentalidade do *Jogador Estratégico* é de carreira em uma única empresa. Com exceção de um gestor que trabalhou no início de sua profissão em diferentes empresas – mas que está há 28 anos na sua empresa atual –, todos os gestores começaram sua carreira na mesma empresa na qual continuam a trabalhar hoje.

Há características setoriais comuns entre as empresas que compartilham essa mentalidade. Todas elas operam no setor de energia e estão entre as 40 empresas industriais de maior receita no Brasil. A maior empresa nesse grupo foi fundada na década de 1930 como negócio familiar. Ela pertence integralmente a um grande consórcio que esteve sob controle familiar até recentemente. A família ainda possui aproximadamente 22% das ações ordinárias. Cerca de 19% das ações com direito a voto estão sob o controle de um fundo de investimento internacional e apenas 5,7% com um fundo de pensão nacional. Os 50% restantes do capital são de um importante investidor privado brasileiro. As outras empresas, cujos gestores apresentam essa mentalidade, foram estabelecidas na década de 1950 e possuem duas formas legais. Uma delas foi fundada como cooperativa e passou por uma profunda mudança na sua estrutura de propriedade na década de 2000. No curso

dessa reestruturação, a empresa abriu-se para o mercado financeiro, mas vendeu apenas 1% de seu capital total em ações. A maior parte das ações continua sob controle de antigos membros da cooperativa. A segunda forma legal desse grupo é representada por uma empresa estatal. Nesse caso, o Estado possui 59,69% das ações ordinárias. Outros 26,41% são de propriedade da BNDESPar, e apenas 13,7% das ações com direito a voto, são negociadas livremente na bolsa de valores.

Enquanto o padrão de interpretação dos altos executivos brasileiros põe o risco da lógica do mercado financeiro em primeiro plano e os gestores assumem a responsabilidade pela preservação das organizações, a mentalidade dos gestores argentinos geralmente mostra um tom positivo sobre as oportunidades de investimento do mercado financeiro, mesmo que essa mentalidade seja um pouco abstrata.

#### 4.2. ARGENTINA: MAIS OPORTUNIDADES DO QUE RISCOS

No caso da Argentina, vários entrevistados estavam familiarizados com a tese do capitalismo abutre; no entanto, o tema não gerou quaisquer declarações negativas entre os gestores na ativa, uma vez que a estrutura de acionistas e seus interesses são considerados estáveis e de longo prazo. As declarações feitas pelos gestores são curtas, genéricas e, por essa razão, aparecem não serem muito baseadas na experiência. Comentários dos líderes empresariais aposentados sobre esse tópico são negativos e mais carregados de emoção, mas também genéricos, estereotipados, teóricos e abstratos. Em alguns poucos casos, as ideias articuladas desviaram-se do tema visado e, em vez disso, os entrevistados discutiram o financiamento por meio de empréstimos.

A maioria dos altos executivos argentinos articularam a mentalidade *Mercado Financeiro como uma Oportunidade*. A questão a respeito da crescente relevância do mercado financeiro, e seu reconhecimento pelo importante papel dos investidores institucionais, gerou algumas declarações sobre a possibilidade de levantar capital externo, de uma forma geral. O principal obstáculo dos empresários argentinos parece ser a dificuldade em levantar capital fora da empresa, em virtude da situação econômica pouco segura do país, ao invés da ameaça de aquisições hostis de fundos de investimentos.

Sim, infelizmente o mercado financeiro desempenha um papel importante na Argentina. Hoje, a Argentina sofre de certos problemas com o mercado financeiro por circunstâncias macroeconômicas relacionadas à taxa de juros. Você paga taxas de juros consideravelmente mais altas na Argentina que em qualquer país

da Europa ou nos EUA. É um poder cíclico, mas esse poder destrói o desenvolvimento dos negócios. Talvez uma tendência de longo prazo seja mais importante nesse momento; mas, infelizmente, os ciclos econômicos prevalecem na Argentina. De maneira geral, a influência do mercado financeiro na Argentina nos anos 1990 foi enorme. Hoje, o país está isolado do resto do mundo. Nós não temos quaisquer possibilidades de atrair investimentos. De uma perspectiva macroeconômica, o país vai bem, mas sofre para obter crédito internacional. As taxas de juros estão baixas em todo o mundo; nos dias de hoje, há uma abundância de dinheiro barato disponível, mas as taxas de juros argentinas são altas. Por isso, é muito difícil apontar uma tendência de longo prazo, não apenas a respeito de questões financeiras, mas de todos os problemas da Argentina, que são majoritariamente relacionados à política (Empresário argentino, coorte mais velha).

Na estrutura cognitiva do padrão interpretativo, três elementos podem ser identificados: (1) a perspectiva dos mercados financeiros: o mercado financeiro é considerado uma oportunidade porque possibilita a obtenção de capitais adicionais para o crescimento. Os investidores do mercado financeiro ou de capitais estão interessados em receitas seguras. Subjacente a essa visão, está a expressão que a ideia básica da lógica do mercado financeiro – a compra e o desmembramento de empresas e o lucro imediato – é muito unidimensional. (2) O mecanismo central nessa mentalidade é que uma empresa precisa ter lucros seguros para ser atraente para os investidores. Os investimentos precisam dar retornos aos investidores. (3) O mercado financeiro é considerado por uma perspectiva da demanda. Em virtude da sua avaliação de alto risco, a Argentina tem problemas para atrair os investidores. A organização normativa dessa mentalidade é caracterizada por uma visão positiva do mercado financeiro. A declaração revela um pesar sobre o fato de os investidores institucionais desempenharem um papel menor na Argentina. As seguintes regras de ação e interpretação podem ser deduzidas das estruturas cognitiva e normativa da mentalidade:

1. Regra de interpretação:	A Argentina está desconectada do mercado. Por isso, é difícil obter os capitais necessários para investimentos. A integração nos mercados financeiros internacionais seria positiva.
2. Regra de ação:	Utilize o mercado financeiro para obter capitais para investimento.

A incorporação do contexto onde o entrevistado e a empresa operam nos dá pistas para compreender e explicar tal padrão interpretativo. Gestores e proprietários que articulam essa mentalidade nasceram na Argentina. Eles nunca trabalharam fora do país e estão há muito tempo no cargo. A maioria tem diploma em economia das universidades argentinas.

O padrão interpretativo dominante *Mercado Financeiro como uma Oportunidade* é, por vezes, utilizado pelos empresários argentinos dos setores de bens de consumo, agricultura e indústria farmacêutica, com negócios principalmente no mercado argentino, mas também com alguma presença em outros países da América Latina. Todas as empresas estão ou estavam, em sua maioria, em propriedade familiar. Essas estão na bolsa somente em volume limitado. Metade delas usa títulos de renda fixa, negociados na Bolsa de Buenos Aires, e 25% cobrem suas necessidades de capitalização por intermédio de recursos próprios e por empréstimos bancários convencionais. Ao todo, apenas 25% das empresas que representam esse padrão interpretativo são negociadas na Bolsa de Valores de Buenos Aires – mas, de forma geral, apenas uma pequena parte do capital da empresa. Em um dos casos, por exemplo, 90% das ações pertencem a um grupo empresarial brasileiro, e 5% estão nas mãos de um fundo de pensão argentino. Algumas empresas ou fazem parte de grandes grupos empresariais argentinos ou são *joint ventures* com empresas multinacionais europeias. Uma das empresas era de propriedade privada antes de ser vendido a um grupo brasileiro de empresas há alguns anos atrás. Três das empresas foram fundadas na época da substituição de importações, uma na fase neoliberal.

Enquanto o padrão interpretativo dos executivos brasileiros possui ligações concretas com as atividades financeiras, a visão negativa dos diretores executivos argentinos é mais abstrata e, por isso, parece estar menos baseada na própria experiência. Diferente da mentalidade brasileira, na qual a postura negativa em relação ao mercado financeiro é a forma dominante, no caso argentino a postura negativa é uma atitude secundária, principalmente utilizada por executivos aposentados.

A mentalidade *Mercado Financeiro como um Perigo* desempenha papel secundário na amostra argentina. As consequências estruturais da crescente orientação financeira estão no centro da perspectiva. A descrição foca exclusivamente nas consequências negativas. As atitudes nessa expressão contrariam claramente as posições neoliberais.

Provavelmente, esses fundos são anônimos, você não sabe quem os gerencia, provavelmente um banco, um grupo financeiro, você não sabe. A única coisa na

qual esses fundos estão interessados é no aumento do valor da empresa que eles compraram e em revende-la para obter lucro. Esse é o negócio. Para esse propósito eles encolhem a empresa. Eles fazem ela reaparecer com um novo rosto; mas na verdade é a mesma, apenas encolha a empresa, eles argumentam: ela tem menos pessoal e, portanto, é mais rentável. Tudo isso é uma mentira, pois se o negócio começa a ir bem, ele é comprado por um segundo grupo e começa a ter perdas; isso acontece com empresas do setor de saúde. Vi esse fenômeno ocorrer várias vezes em empresas durante mais de 20 anos. Mas, no final, essas empresas desaparecem: elas acabam encolhendo e encolhendo. Esse fenômeno leva à concentração de grandes empresas e ao desaparecimento das empresas de médio porte (Ex-gestor argentino de uma empresa multinacional, coorte mais velha).

Três elementos podem ser encontrados na estrutura cognitiva dessa mentalidade: (1) a visão sobre as atividades do mercado financeiro é negativa porque ele está apenas interessado nos ganhos de curto prazo; (2) como um mecanismo central, assume-se que os ganhos de curto prazo no mercado financeiro são obtidos apenas por meio de especulação e pela destruição de empresas; (3) as consequências sociais do mercado financeiro são vistas negativamente, como, por exemplo, crises, aumento da desigualdade social e concentração de poder. Em virtude da lógica de exploração do mercado financeiro – desmembramento de capital –, empresas com posição fraca irão desaparecer, o que leva à concentração de apenas algumas poucas empresas. A avaliação normativa dessa mentalidade é claramente negativa. As seguintes regras de ação e interpretação podem ser deduzidas das estruturas cognitivas e normativas dessa mentalidade:

1. Regra de interpretação:	O capitalismo financeiro é uma forma anônima de capitalismo que tem um impacto negativo sobre a economia e a sociedade.
2. Regra de ação:	As pessoas que estão por trás da empresa são os que asseguram a sua sobrevivência no longo prazo e, por isso, fornecem uma estrutura econômica saudável.

Os executivos que utilizam o padrão interpretativo *Mercado Financeiro como um Perigo* são, majoritariamente, ex-gestores que pertencem ao grupo mais velho de entrevistados. Quase todos nasceram na Argentina ou imigraram para o país durante sua infância. Eles estudaram engenharia ou direito nas maiores univer-

**Tabela 3.** Comparação dos principais elementos do padrão interpretativo dos principais executivos e empresários da Argentina e do Brasil, sobre a orientação para o mercado financeiro.

Orientação para o mercado financeiro	Tipo ideal neoliberal	Padrão de Interpretação dos Executivos brasileiros		Padrão de Interpretação dos Executivos argentinos	
		“O Jogador estratégico”	“Lógica Ameaçadora do Mercado Financeiro”	“O Mercado Financeiro como uma Oportunidade”	“O Mercado Financeiro como um Perigo”
Função do mercado	Mercado financeiro como um jogo racional e lucrativo	Mercado financeiro como uma maneira racional de levantar capitais	Mercado financeiro como um sistema irracional com uma lógica própria de risco.	Mercado financeiro como uma possibilidade de levantar capitais	Mercado financeiro como uma orientação para o lucro no curto prazo.
Atores chave	Acionistas, fundos	Gestor, Investidores	Gestor	Políticos	Gestor
Estratégia da empresa	Aumento do valor para o acionista	O sistema precisa ser jogado de “maneira inteligente”, favorecendo a empresa, não o proprietário.	Retenção do controle e da propriedade da empresa por meio da rejeição do mercado financeiro.	A empresa tem um papel passivo.	Empresas não devem ser vendidas para fundos anônimos.
Orientação de mercado	Lucros no curto-prazo	Preservação de longo prazo e crescimento da empresa.	Preservação de longo prazo e crescimento da empresa.	Crescimento da empresa.	Preservação de longo prazo da empresa.
Grupo entrevistado		Empresas privadas e estatais.	Empresas familiares, multinacionais e estatais.	Empresários familiares e privados.	Ex-gestores de empresas privadas e estatais.

Fonte: Dados dos autores.

sidades públicas do país e, em sua maioria, fizeram carreira na mesma empresa. Gestores que articulam esse padrão interpretativo estão aposentados ou, em alguns casos, ainda possuem uma função representativa na empresa. Eles foram gestores de empresas multinacionais nos setores automotivos e de tecnologia. Um deles foi empregado de uma prestadora de serviços públicos que foi vendida para uma empresa francesa enquanto ele era CEO. A empresa estatal trabalha com títulos de renda fixa e as empresas multinacionais não têm ações negociadas na bolsa de valores local. A estrutura proprietária de suas empresas matrizes é marcada, na maioria dos casos, pela constituição de grupos de investidores claramente definidos, tendo frequentemente um volume relevante de ações (mais de 25%) nas

mãos do proprietário ou fundador da família. Em um caso, a matriz tem 26,2% das ações controladas por uma família e 48% por investidores institucionais. Em um segundo caso, 19% está em posse de investidores privados, 13% nas mãos de investidores não identificados, 6% com a família fundadora e 62% com investidores institucionais. A fundação dessas empresas, ou de suas subsidiárias, data do início do século XX, na primeira fase de industrialização argentina.

## 5. EXPLICAÇÃO

A tese derivada do discurso gerencial, de que os gestores manifestariam forte orientação para o mercado financeiro e, por isso, dirigiriam suas ações para a valorização da companhia e para ganhos de curto prazo, não pode ser confirmada pela análise da mentalidade, nem para a Argentina nem para o Brasil. Em vez de uma ação orientada pelo princípio de geração de valor aos acionistas, os resultados mostram que os gestores industriais latino-americanos orientam sua ação para a sobrevivência de longo prazo e para o crescimento da empresa. O mercado financeiro é considerado tema central e sistema que implica em riscos e oportunidades para as empresas latino-americanas; porém, esses elementos de conhecimento se manifestam nas mentalidades sem conter tendências neoliberais.

Na gestão corporativa argentina, a função do mercado financeiro na mentalidade dominante *Mercado Financeiro como uma Oportunidade* não é compreendida como uma oportunidade de capitalização para as empresas, mas como forma de levantar capital fora da empresa, cuja disponibilidade é muito limitada no país. As estruturas cognitivas e normativas nas declarações dos executivos parecem ser fortemente marcadas pelas autoridades regulatórias do Estado e pelo ambiente institucional das organizações. A baixa atividade do mercado financeiro na Argentina encontra sua expressão nas formas de articulação da mentalidade pelos gestores argentinos. Esse fato mostra que o arranjo institucional local dificulta uma convergência para a mentalidade neoliberal.

Um desenvolvimento similar pode ser observado na mentalidade dos altos executivos brasileiros. Na mentalidade do *O Jogador Estratégico*, o mercado financeiro assume a função de obter capital para as empresas. Entretanto, os elementos centrais da ideia neoliberal não estão presentes: o mercado financeiro como forma de capitalização das empresas, assim como a supervisão dos gestores pelo mercado. O conhecimento atualizado nesse padrão interpretativo é a possibilidade de investimento por meio do mercado de capitais e da manutenção do controle nas mãos da gestão. A possibilidade de controle do mercado financeiro,

evidente nessa mentalidade, pode ser explicada pelo contexto econômico do Brasil e pelos arranjos institucionais e regulatórios do mercado financeiro. Empresários e gestores mantêm controle sobre as organizações por meio da separação entre ações ordinárias e preferenciais e, por isso, não são forçados a atender as exigências do mercado.

A visão negativa sobre o mercado financeiro no padrão interpretativo *Mercado Financeiro como um Perigo* é aparentemente uma posição predominante de gestores mais velhos. Esse resultado pode ser explicado pelo fato que eles estavam em seu auge durante o governo Carlos Menem, que liderou uma das piores experiências que eles tiveram no país como resultado de uma política neoliberal. A completa subordinação às estratégias orientadas para o mercado e o desmantelamento sistemático da política econômica estatal culminou em uma insolvência nacional em 2001. A demanda latente por mais regulação estatal ressoando nas entrevistas com a geração mais velha é simplesmente uma consequência necessária.

O padrão interpretativo dominante *Lógica Ameaçadora do Mercado Financeiro* dos altos executivos brasileiros, assim como o do *Jogador Estratégico* vê a função do mercado financeiro como oportunidade para levantar capital. Contudo, essa possibilidade é utilizada de uma “maneira protegida”, em virtude dos riscos envolvidos no mercado financeiro. Isso pode ser compreendido como elevada proteção da propriedade dentro da regulação institucional do mercado financeiro brasileiro. Outro aspecto cunhando essa mentalidade advém do papel historicamente significativo do Estado na política de industrialização, liderando, ao mesmo tempo, o crescimento e a proteção das grandes indústrias “nacionais”. Esse princípio pode ainda ser encontrado em vários programas políticos e financeiros, como no caso do BNDES, que se constitui como um importante elemento do sistema financeiro brasileiro, em virtude de seus programas de concessão de empréstimos e de sua atividade no mercado financeiro.

Nossos resultados empíricos confirmam que, para as grandes empresas na Argentina e no Brasil, o mercado financeiro desempenha papel subordinado em relação à gestão corporativa: ele não se constitui como elemento de orientação relevante para os líderes empresariais da América Latina. Mudanças relacionadas a essa ideia, como a orientação para o curto prazo e sobre os valores corporativos, não são expressas nesses padrões de interpretação. A perspectiva dos gestores é fortemente moldada pela estrutura de propriedade das empresas. No Brasil, onde o mercado financeiro desempenha papel mais relevante do que na Argentina, a interação com o mercado financeiro é determinada pelos objetivos da empresa, com vistas a manter o controle dentro da empresa, que é o padrão tradicional

de governança corporativa. Os padrões articulados variam somente no que diz respeito à crença na própria habilidade para exercer esse controle. Na Argentina, também há uma clara conexão entre as estruturas de propriedade e as mentalidades articuladas. Enquanto os empresários locais focam mais na falta de capacidades financeiras, os gestores de empresas estrangeiras enfatizam o fato de que eles estão protegidos das influências negativas do mercado financeiro pela empresa matriz. Esse é um claro reflexo da organização das subsidiárias de empresas estrangeiras na Argentina, que não possuem as ações negociadas de forma independente na bolsa de valores do país. Esses padrões interpretativos também refletem o estágio de desenvolvimento dos mercados financeiros locais. Enquanto o mercado financeiro na Argentina é quase inativo e o papel dos fundos de investimentos é fortemente restringido por lei, no Brasil, ele é incentivado pelo Estado mediante intervenções específicas – por isso, a bolsa de valores mostra maior atividade.

Ainda assim, as semelhanças entre os dois países em termos do funcionamento do capitalismo são mais evidentes do que as diferenças. Há muito tempo, ambos os países são marcados por estruturas de propriedade estáveis, que foram fortalecidas no curso das privatizações. Nesse contexto, grupos empresariais locais e as subsidiárias de empresas multinacionais desempenham um papel central. A mais ampla execução de um programa de privatizações levou a uma forte retração do Estado na economia argentina, enquanto que no Brasil ele continua a desempenhar um papel econômico, intervindo mais formalmente nos mercados. Apesar das diferenças notáveis, o mercado financeiro desempenha papel menor em comparação aos Estados Unidos e à Europa.

Além disso, os padrões de interpretação indicam que os altos executivos na Argentina e no Brasil são “homens organizacionais” (WHYTE, 1960). Em virtude de sua experiência e tempo de casa, eles desenvolveram uma forte identificação com as organizações, nas quais atuam e, como resultado, suas ações são orientadas pelo crescimento e preservação das empresas, não importando se eles são donos, sócios da empresa ou não. O processo de socialização dos gestores dentro da organização parece ser uma variável de maior influência sobre sua orientação da ação do que o contexto econômico propriamente dito, o qual, mesmo não sendo favorável para as formas neoliberais de gestão corporativa, como mostramos em nossa análise, tem lentamente demonstrado algumas mudanças nos últimos trinta anos, em ambos os países. O fato de que os gestores e empresários comportam-se como *homens organizacionais* é, além da barreira institucional, um obstáculo adicional para o estabelecimento de formas neoliberais de gestão corporativa ou, mais especificamente, para a difusão e implementação do princípio de geração de

valor para os acionistas. As ações dos altos executivos da Argentina e do Brasil não são orientadas para a geração de valor ao acionista, mas sim em favor da preservação da propriedade da empresa.

## 6. DISCUSSÃO

Nossos resultados empíricos não confirmam a hipótese do estabelecimento de um espírito neoliberal do capitalismo nas grandes empresas argentinas e brasileiras. Nos padrões interpretativos dos principais executivos e empresários desses países, a lógica do mercado financeiro como orientação para suas ações não fica evidente. Mesmo os entrevistados que utilizaram a mentalidade *Mercado Financeiro como uma Oportunidade* e que, portanto, escolheram o crescimento corporativo como tema central, não articularam elementos neoliberais, contidos no estoque de conhecimento coletivo. Em vez disso, as ações dos maiores gestores da Argentina e do Brasil sobre o mercado financeiro parecem ser orientadas por elementos conservadores e tradicionais. Essa análise indica, em uma concepção weberiana, uma conexão entre o “espírito” e a estrutura (WEBER, 1920), ou seja, uma forte interdependência entre os padrões interpretativos examinados e o contexto institucional regulativo – neste caso, do mercado financeiro. Em outras palavras, a inserção contextual do padrão interpretativo em si oferece os elementos para sua explicação.

A reconstrução dos padrões interpretativos coletivos, por si só, confere grande importância científica para este estudo, uma vez que poucas pesquisas lidam com a reconstrução de estruturas de significados e do conhecimento coletivo acumulado nesse universo. Mesmo esses estudos empíricos, como os de Boltanski e Chiapello (2003) e Schmidt-Wellenburg (2009) estão baseados em fontes secundárias, como a literatura de gestão e de consultorias, não em análise de entrevistas. Ademais, a relevância deste estudo também repousa na escolha dos países investigados, já que é difícil encontrar pesquisas sobre o pensamento gerencial nesses países, a partir da perspectiva aqui adotada. Enfim, mas não menos importante, a análise do padrão interpretativo é um método qualitativo de pesquisa, mais utilizado em países de língua alemã. Portanto, o trabalho pode contribuir com a análise do padrão interpretativo de altos executivos da América Latina para a alavancagem de novas discussões críticas a respeito da utilização desse método nas ciências sociais nessa região.

Outro aspecto de relevo neste estudo para a discussão científica refere-se ao setor econômico investigado. Apesar dos críticos do neoliberalismo defenderem a

existência de uma tendência de desindustrialização no Brasil e na Argentina, desde a abertura de suas economias, o setor industrial continua a ter grande importância para a economia nacional, em ambos os países. Atualmente, 61,6% do volume de exportações brasileiras são de produtos industriais<sup>15</sup> e, aproximadamente, 50% das 100 empresas brasileiras com maior volume de vendas são do setor industrial, incluindo aqui as geradoras de energia e as mineradoras. Na Argentina, 60% das empresas com maior receita são industriais (incluindo o agronegócio), e os combustíveis, produtos industriais e produtos da indústria agrícola são responsáveis por quase 83% das exportações.

Nossos resultados sobre a mentalidade coletiva são válidos para gestores dos maiores grupos industriais argentinos e brasileiros, e não podem ser usados como explicação válida para a orientação da ação em outros setores econômicos. A análise é limitada às empresas industriais, sem levar em conta outros setores, como finanças e serviços. Se os executivos de outros setores atualizam elementos neoliberais em seu padrão interpretativo, orientadores da ação empresarial, é questão em aberto. Para oferecer uma perspectiva comparada, pesquisas futuras em outros setores econômicos precisam ser realizadas. Consideramos essa delimitação como ponto forte deste trabalho, uma vez que um grupo alvo bem definido nos permite oferecer uma imagem mais precisa e válida do setor investigado.

A escolha do grupo alvo é outro aspecto importante desta pesquisa. Como nossa metodologia é inspirada pelo programa de pesquisa heurístico de Max Weber, investigamos os executivos de ponta das maiores corporações na Argentina e no Brasil. A justificativa para tal escolha está na relevância desse grupo enquanto “portadores” do espírito capitalista. Sendo assim, nosso foco está ajustado nas mais altas posições hierárquicas das empresas, que, na maioria dos casos, é o último degrau da carreira. Por esse motivo, a maioria dos altos executivos entrevistados faz parte de uma geração mais velha que passou por várias crises econômicas, por ditadura militar e outras drásticas mudanças durante suas carreiras, o que moldou suas mentalidades de uma maneira específica. Por isso, é necessário ser cuidadoso na generalização dos resultados para as gerações de jovens executivos, os quais ainda estão em processo de construção de carreira. Pesquisas futuras, mormente sobre a geração jovem de executivos e gestores em posições intermediárias, precisam ser conduzidas para verificar a variabilidade dos padrões

---

<sup>15</sup> Dados referentes ao ano de 2014, levantados no banco de dados do Ministério da Indústria e Comércio Exterior: Exportação-Importação dos setores industriais por intensidade tecnológica. <http://www.desenvolvimento.gov.br/sitio/interna/interna.php?area=5&menu=1113&refr=608>. Acesso em: 12/10/2015.

interpretativos. Por outro lado, os padrões interpretativos são estruturas estáveis e se modificam vagarosamente ao longo do tempo. Tendo isso em vista, nossos resultados exprimem um alto grau de validade. Diante do papel relevante do contexto do mercado financeiro como arranjo institucional regulatório – que é o que tentamos mostrar ao longo deste artigo – e da estabilidade das estruturas de conhecimento (cognitivas) e normativas interligadas a esse arranjo, não esperamos que estudos que abordem gerações jovens de executivos apontem para uma forte variação nos padrões interpretativos.

Um último aspecto a ser sublinhado diz respeito ao método qualitativo de análise do padrão de interpretação coletivo. Por conta do procedimento intensivo de análise, trabalha-se, geralmente, com uma pequena amostra de entrevistas. No entanto, o número reduzido de casos acaba sendo compensado pelo resultado qualitativo, analiticamente raro e profundo. A análise do padrão interpretativo é um instrumento adequado para a reconstrução de estruturas coletivas de conhecimento e de significados de um grupo social, cultura ou sociedade, instrumento esse oferecido apenas por poucos métodos das ciências sociais.

## 7. CONCLUSÃO

Em resumo, nossa análise mostra, em primeiro lugar, que a estrutura coletiva de conhecimento dos altos executivos da América Latina é marcada fortemente pelo ambiente institucional e econômico. Em segundo lugar, constatamos que não é possível identificar, entre gestores e empresários da Argentina e do Brasil, uma forte orientação para o mercado financeiro e para o estabelecimento do conceito de geração de valor ao acionista. Portanto, é possível rejeitar a tese de um avanço global do pensamento e da orientação para a ação neoliberal na gestão corporativa. No que diz respeito às grandes empresas industriais da Argentina e do Brasil, não podemos confirmar a ascensão do “novo espírito do capitalismo” e uma marcha triunfal de um novo sistema econômico descrito como “capitalismo do mercado financeiro”.

O que os resultados confirmam, em vez disso, é a postura de considerar a existência concreta de uma configuração própria do capitalismo na América Latina, como sugerido pelo debate das Variedades de Capitalismo. O desenvolvimento específico do capitalismo latino-americano no Brasil e na Argentina leva – em virtude de similaridades nas fases de integração e afastamento do mercado mundial, nas estratégias dos empresários locais, bem como no contexto volátil – a

uma estrutura básica comum que, em sua funcionalidade, é consideravelmente distinta de outras regiões do mundo.

As diferenças existentes entre os dois países, mesmo que em pequena escala, podem ser explicadas pelo distinto papel desempenhado pelo Estado. Esse fato chama a atenção para o enorme impacto da política econômica estatal na América Latina. Portanto, é possível concluir que a posição fraca na integração ao mercado mundial, justificada historicamente, pode ser contrabalanceada por um papel ativo do Estado no tratamento da estrutura econômica e na transformação do arranjo institucional. As diferentes forças econômicas dos dois países apontam para essa direção.

## REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Heitor V.; WOLFENZON, Daniel. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. *The Journal of Finance*, LXI(6), 2006.
- APREDA, Rodolfo. Corporate Governance in Argentina: The outcome of economic freedom (1991-2000). *Corporate Governance*, 9(4), 298–310, 2001.
- ARAÚJO, Eliane; BRUNO, Miguel; PIMENTEL, Debora. Financialization against Industrialization: a regulationnist approach of the Brazilian Paradox: In *Les capitalismes en Amérique latine. De l'économique au politique. Revue de la Régulation. Capitalisme, Institutions, Pouvoirs* 11(1), 2012.
- ARNOLD, Rolf. "Deutungsmuster: Zu den Bedeutungselementen sowie den theoretischen und methodologischen Bezügen eines Begriffs". In: Tietgens, Hans (Org.) *Didaktische Dimensionen der Erwachsenenbildung*. Frankfurt/Main: Pädagogische Arbeitsstelle, Deutscher Volkshochschul-Verbandes (Studienbibliothek für Erwachsenenbildung, Bd. Bd. 2Bd), p, 54–77, 1991.
- AZNAREZ, Julio; LOPÉZ, Óscar; FERNANDEZ, Pablo; CARABIAS, José. *50 Largest Companies: 2000-2005 Shareholder Value Creation in Latin America*, 2006. URL: <http://ssrn.com/abstract=912285>.
- BEBCZUK, Ricardo N. Corporate governance and ownership: measurement and impact on corporate performance and dividend policies in Argentina. (Documentos de Trabajo), 2005. URL: <http://sedici.unlp.edu.ar/handle/10915/3547>.
- BLUME, Daniel; ALONSO, Felipe. Institutional Investors and Corporate Governance in Latin America: Challenges, Promising Practices and Recommendations. *Financial Market Trends*, 93(2), 2007.
- BOLTANSKI, Luc; CHIAPELLO, Eve. *Le nouvel esprit du capitalisme*. Paris: Gallimard, 1999.

- \_\_\_\_\_. *Der neue Geist des Kapitalismus*. Konstanz: UVK-Verl.-Ges. (Edition discours, Bd. Bd. 30Bd), 2003.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz C. & Diniz, Eli. Os empresários industriais brasileiros depois do fim da hegemonia neoliberal. *FGV-ESSP*(1), 2013.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz C. & Theuer, Daniela. Um Estado novo-desenvolvimentista na América Latina? *Economia e Sociedade, Campinas* 21(Número Especial), p. 811–829, 2012.
- BUSCH, Alexander. Argentinien beerdigt die Börse. *Handelsblatt* 2008. Online im Internet: URL: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/maerkte/boerse-inside/verstaatlichung-von-pensionsfonds-argentinien-beerdigt-die-boerse/3059506.html>.
- CEMEC/IBMEC. 9. *Seminário de CEMEC de mercados de capitais: Financiamento de investimentos no Brasil e nas Companhias Abertas*. São Paulo, 2011.
- \_\_\_\_\_. *Projeto: acesso das empresas ao mercado de capitais*. São Paulo, 2012.
- \_\_\_\_\_. *Elementos para uma estratégia nacional de acesso ao mercado de capitais*, 2013.
- \_\_\_\_\_. *Relatório Comparações internacionais*. São Paulo, 2015.
- CHARI, Anusha; Ouimet, Paige P; Tesar, Linda L. *The value of control in emerging markets*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2007.
- CYPHER, James. “Brazil: Neoliberal Restructuring or the Rejuvenation of the Developmental State?”. In: Atasoy, Yildiz (Org.) *Global Economic Crisis and the Politics of Diversity*. Basingstoke, UK: Palgrave Macmillan, p. 181–211, 2014.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Is Shareholder Primacy a Reality in Brazil?: An Analysis of the Duties of Corporate Managers from Multiple Perspectives. *SSRN Journal*, 2015.
- DIE PRESSE. Argentinien: Ein Aktienwunder am Rio de la Plata. *Die Presse* 26. August, 2014. URL: [http://diepresse.com/home/wirtschaft/international/3859844/Argentinien\\_Ein-Aktie\\_nwunder-am-Rio-de-la-Plata](http://diepresse.com/home/wirtschaft/international/3859844/Argentinien_Ein-Aktie_nwunder-am-Rio-de-la-Plata) [Stand 2015-10-23].
- DINIZ, Eli & Bresser-Pereira, Luiz C. Depois do Consenso neoliberal, o retorno dos empresarios industriais? *Revista Brasileira de Ciências Sociais*, 2007.
- EBENAU, Matthias & Liberatore, Victoria. Neodevelopmentalist state capitalism in Brazil and Argentina: chances, limits and contradictions. *Der moderne staat-Zeitschrift für Public Policy, Recht und Management* 6(1), p. 105–125, 2013.
- ENDRESS, Martin; Renn, Joachim; Schütz, Alfred. *Der sinnhafte Aufbau der sozialen Welt: Eine Einleitung in die verstehende Soziologie // Eine Einleitung in die verstehende Soziologie*. Konstanz: UVK-Verl.-Ges. (Werkausgabe, 2), 2004.
- FIGUEIRAS, Luiz. “O neoliberalismo no Brasil: Estrutura, dinâmica e ajuste do modelo econômico” in: Basualdo, Eduardo M. & Arceo, Enrique O. (Orgs.) *Neoliberalismo*

- y sectores dominantes: Tendencias globales y experiencias nacionales.* Ciudad de Buenos Aires: CLACSO (Colección Grupos de trabajo), p. 179–206, 2006.
- FUKUYAMA, Francis. *Das Ende der Geschichte: Wo stehen wir?* München: Kindler, 1992.
- HALL, A. P.; SOSKICE, David. *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage.* New York: Oxford University Press, 2001.
- HALL, Peter A.; THELEN, Kathleen. Institutional change in varieties of capitalism. *Socio-Economic Review* 7(1), p. 7–34, 2009.
- HERRERO, Alicia et al. *Latin America: Financial Development in Perspective.* Documento de Trabajo, 2002.
- HUNTINGTON, Samuel P. *Der Kampf der Kulturen: Die Neugestaltung der Weltpolitik im 21. Jahrhundert.* Frankfurt am Main, Wien: Büchergilde Gutenberg, 1996.
- IAMC. *ANUARIO BURSÁTIL 2013.* BUENOS AIRES, 2013.
- KOHLI, Harinder (Org.) *Growth and Development in emerging market economies: International private capital flows, financial markets and globalization.* Sage, 2008.
- KROMREY, Helmut. *Empirische Sozialforschung: Modelle und Methoden der standardisierten Datenerhebung und Datenauswertung.* 12. Aufl. Stuttgart: Lucius & Lucius, 2009.
- KRUSE, Jan. *Qualitative Interviewforschung: Ein integrativer Ansatz.* 2. Aufl. Weinheim und Basel: Juventa, 2015.
- KUCKARTZ, Udo. *Qualitative Datenanalyse: computergestützt: Methodische Hintergründe und Beispiele aus der Forschungspraxis.* 2., überarb. und erw. Aufl. Wiesbaden: VS, Verl. für Sozialwissenschaften, 2007.
- \_\_\_\_\_. *Einführung in die computergestützte Analyse qualitativer Daten.* 3., aktualisierte Aufl. Wiesbaden: VS, Verl. für Sozialwiss (Lehrbuch), 2010.
- LAZZARI, Ricardo; RAPOPORT, Mario. Década del sesenta: Desarrollismo y Golpes de Estado. Dueda Externa y FMI: Notas sobre el endeudamiento externo en Argentina y Brasil: neoliberalismo y crisis. *Ciclos hist. econ. soc.* 20(40), 2012.
- LEAL, Ricardo; SILVA, André L; VALADARES, Silvia. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. *Revista de Administração Contemporânea (RAC)* 6(1), p. 07–18, 2002.
- LEIVA, Fernando; MALINOWITZ, Stanley. *Financialization in the Americas: Evidence and Consequences.* Paper for the 2007 Meeting of the Latin American Studies Association. Montreal, Panel ECO43 Liberalization: external and internal constraints, 2007.
- LÓPEZ-RUIZ, Osvaldo J. *Os Executivos das Transnacionais e o Espírito do Capitalismo.* Rio de Janeiro: Azougue Editorial, 2007.

- MELLO, Luiz R. “Privatização e governança empresarial no Brasil”. In: Pinheiro, Armando Castelar & Fukasaku, Kiichiro (Orgs.) *A Privatização no Brasil. O caso dos serviços de utilidade pública*. Rio de Janeiro: BNDES, 2000.
- MEUSER, Michael; SACKMANN, Reinhold. “Zur Einführung: Deutungsmusteransatz und empirische Wissenssoziologie”. In: Meuser, Michael & Sackmann, Reinhold (Orgs.) *Analyse sozialer Deutungsmuster: Beiträge zur empirischen Wissenssoziologie*. Pfaffenweiler: Centaurus-Verlagsgesellschaft. (Bremer soziologische Texte, Bd. Bd. 5Bd), 1992.
- OEVERMANN, Ulrich. Zur Analyse der Struktur von sozialen Deutungsmustern. *Sozialersinn* 1, p. 3–33, 2001.
- OVERBEEK, Henk; VAN APELDOORN, Bastiaan. *Neoliberalism in crisis*. Chichester: Palgrave Macmillan (International political economy series), 2012.
- PIERBATTISTI, Damián. “El nuevo management y la crisis del neoliberalismo: la privatización de ENTEL en perspectiva histórica”. In: Szlechter, Diego (Org.) *Sociología del Management en la Argentina*, 2015.
- POHLMANN, Markus. *Die Entwicklung des Kapitalismus in Ostasien und die Lehren aus der asiatischen Finanzkrise*. Heidelberg: Universitätsbibliothek der Universität, 2004.
- \_\_\_\_\_. Weber, Sombart und die neuere Kapitalismustheorie, in Pohlmann, Markus (Hg.): *Aspekte des Weber-Paradigmas: Festschrift für Wolfgang Schluchter*. Wiesbaden: VS, Verl. für Sozialwiss, p. 169–192, 2006.
- \_\_\_\_\_. “Die neue Kulturtheorie und der Geist des Kapitalismus: Max Weber and beyond”. In: Wagner, Gabriele & Hessinger, Philipp (Orgs.) *Ein neuer Geist des Kapitalismus?: Paradoxien und Ambivalenzen der Netzwerkökonomie*. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften / GWV Fachverlage GmbH, 2008.
- \_\_\_\_\_. *Der Geist des Kapitalismus: Anmerkungen zu einem Forschungskonzept*. Heidelberg, 2011.
- \_\_\_\_\_. *Manager und der “Geist” des Kapitalismus: Grundlegung unserer Forschungsperspektive*. Heidelberg, 2012.
- POHLMANN, Markus; BÄR, Stefan; VALARINI, Elizangela. The analysis of collective mindsets: Introducing a New Method of Institutional Analysis in Comparative Research. *Revista de Sociologia e Política* 22(52), p. 07–25, 2014.
- POHLMANN, Markus; HYUN-CHIN, Lim. A New “Spirit” of Capitalism?: Globalization and its Impact on the Diffusion of Neoliberal Management Thinking in Germany and the East Asian Economies. *Development and Society*, 43(1), p. 1–32, 2014.
- RABELO, Flávio. Fundos de Pensão, Mercados de Capitais e Corporate Governance: Lições para os Mercados Emergentes. *Revista de Administração de Empresas (RAE)*, 38(1), p. 38–51, 1998.

- RABELO, Flávio; VASCONCELOS, Flávio. Corporate Governance in Brazil. *Journal of Business Ethics* 37, p. 321–335, 2002.
- ROCHA, Daniela. A hora da reação: O Brasil tem saída? *Revista RI* 2015, p. 15–22. URL: [http://ibmec.org.br/ibmec/wp-content/uploads/2015/03/Revista-RI\\_Marco-2015\\_pg15-a-21\\_Manifesto-Instituto-IBMEC\\_O-Brasil-tem-saida.pdf](http://ibmec.org.br/ibmec/wp-content/uploads/2015/03/Revista-RI_Marco-2015_pg15-a-21_Manifesto-Instituto-IBMEC_O-Brasil-tem-saida.pdf) [Stand 2015-10-23].
- SACHWEH, Patrick. *Deutungsmuster sozialer Ungleichheit: Wahrnehmung und Legitimation gesellschaftlicher Privilegierung und Benachteiligung*. Frankfurt: Campus, 2009.
- SANDOVAL, Eduardo V. & Párraga, Arturo. Managerial Performance Measures and Shareholder Value Creation: The Case Of Latin American Companies. *Journal Of Business & Economics Research*, 3(9), 2005.
- SCHMIDT-WELLENBURG, Christian. Die neoliberalen Gouvernementalität des Unternehmens – Management und Managementberatung zu Beginn des 21. Jahrhunderts. *Zeitschrift für Soziologie* 38(4, August), p. 320–341, 2009.
- SCHNEIDER, Ben Ross. Economic Liberalization and Corporate Governance. The Resilience of Business Groups in Latin America. *Comparative Politics* 40(4), p. 379–397, 2008.
- \_\_\_\_\_. Hierarchical Market Economies and Varieties of Capitalism in Latin America. *Journal of Latin American Studies*, 41(3), p. 553–575, 2009.
- SCHNEIDER, Ben Ross; SOSKICE, David; KARCHER, Sebastian. “Spielarten des Kapitalismus und Ungleichheit im Globalen Süden: Hierarchische Marktkönomien in Lateinamerika”. In: Wehr, Ingrid & Burchardt, Hans-Jürgen (Orgs.) *Soziale Ungleichheiten in Lateinamerika: Neue Perspektiven auf Wirtschaft, Politik und Umwelt*. Baden-Baden: Nomos. (Studien zu Lateinamerika, 10), p. 153–178, 2011.
- SCHNELL, Rainer; HILL, Paul; ESSER, Elke. *Methoden der empirischen Sozialforschung*. 10. Aufl. München: Oldenbourg, 2013.
- SCHÜTZ, Alfred. *Strukturen der Lebenswelt*. 1. Aufl. Frankfurt am Main: Suhrkamp. (Suhrkamp-Taschenbuch Wissenschaft, 428), 1984.
- SCHÜTZ, Alfred; LUCKMANN, Thomas. *Strukturen der Lebenswelt*. Neuwied: H. Luchterhand. (Soziologische Texte, Bd. Bd. 82Bd), 1975.
- SCHWINN, Thomas. Konvergenz, Divergenz oder Hybridisierung? Voraussetzungen und Erscheinungsformen von Weltkultur. *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie (KZfSS)*, 58(2), p. 201–232, 2006.
- SIFFERT, Nelson. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. *Revista BNDES*, 1998.
- STALLINGS, Barbara; STUDART, Rogério. *Finance for development: Latin America in comparative perspective*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2006.

- THORSEN, Dag E.; LIE, Amund. *What is neoliberalism*. University of Oslo, Department of Political Science, 2006.
- TORRE, Augusto; IZE, Alain; SCHMUKLER, Sergio L. *Financial Development in Latin America and the Caribbean: The Road Ahead*. Washington: World Bank Publications (World Bank Latin American and Caribbean Studies), 2012.
- ULLRICH, Carsten G. Deutungsmusteranalyse und diskursives Interviews. *Zeitschrift für Soziologie* 28(6), p. 429–447, 1999.
- WALDMANN, Peter. *Argentinien. Schwellenland auf Dauer*, Hamburg, 2010.
- WEBER, Max. *Die protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus*. Tübingen: Mohr (Gesammelte Aufsätze zur Religionssoziologie, 1), 1920.
- WELZ, Frank. *Kritik der Lebenswelt: Eine soziologische Auseinandersetzung mit Edmund Husserl und Alfred Schütz*. Opladen: Westdeutscher Verlag, 1996.
- WHYTE, William H. *The organization man*. Harmondsworth: Penguin Books, 1960.
- ZANCHETTA BORGHI, Roberto & Lopes Rocha, Igor. *Non-financial corporations and maximizing shareholder value: an approach on macroeconomic instability in emerging economies*, 2010. URL: [http://www.boeckler.de/pdf/v\\_2010\\_10\\_29\\_borghi\\_rocha.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/v_2010_10_29_borghi_rocha.pdf).