

**INFLUÊNCIA DA ORIENTAÇÃO FINANCEIRA SOBRE O
INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO: reflexões sobre
possíveis efeitos na realização de atividades tecnológicas**

Liliane Cordeiro Barroso
Universidade Federal do Rio de Janeiro
liliane.barroso@gmail.com

Lia Hasenclever
Universidade Federal do Rio de Janeiro
lia@ie.ufrj.br

Antônio Correa de Lacerda
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
aclacerda@pucsp.br

INFLUÊNCIA DA ORIENTAÇÃO FINANCEIRA SOBRE O INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO: reflexões sobre possíveis efeitos na realização de atividades tecnológicas

Sumário

Conforme a teoria econômica neo-schumpeteriana, a inovação configura-se no fator de concorrência dinâmica fundamental do sistema capitalista, da qual depende a sobrevivência das empresas. As empresas transnacionais (ETs) que, através do investimento direto externo (IDE), desenvolvem atividades produtivas em diferentes países, se adéquam nesta percepção de competitividade de forma especial, pois precisam se manter em um mercado estrangeiro, o que lhes exige a propriedade de vantagens extras, muitos vezes, apenas possível através da atividade inovativa. Contudo, vem ganhando força a evidência empírica que atesta apresentar, o IDE, um interesse crescente pelo mercado financeiro. Esta tendência é o tema central deste estudo que busca refletir acerca de seus efeitos sobre o interesse pretérito das ETs em realizar atividades tecnológicas nos países hospedeiros.

Abstract

According to the neo-schumpeterian economics, innovation constitutes in the fundamental factor of dynamic competition to the capitalist system, on which depends the survival of the companies. The Transnational Companies (TCs), which develops productive activities throughout foreign direct investment (FDI) in different countries, fall in line with this perception of competitiveness in a special way because they need to stay in a foreign market, which requires the propriety of extra advantages, many times, only possible through innovative activity. However, it has strengthened the empirical evidence attesting that FDI has been showing increasing interest in the financial market. This trend is the focus of this study which aims to search about its effects on the TCs interest in performing technological activities in host countries.

1. Introdução

A teoria tradicional do IDE reconhece a importância da atividade inovativa em pelo menos dois momentos de análise. Enquanto estratégia de conquista e sobrevivência em diferentes mercados. Enquanto estratégia de “busca por eficiência” ou “busca por ativos estratégicos” que as impulsiona a realizar o IDE em determinado local.

A abordagem originária dos trabalhos de Hymer, Kindleberger e Caves, tradição HKC, admite que a existência da transnacional depende da propriedade de ativos específicos que garantam, a esta empresa, vantagens que lhe compensem atuar em um mercado estrangeiro. As ETs devem possuir ativos únicos (*unique assets*) (e.g., inovações ou produtos diferenciados) que podem ser transferidos ao exterior para obter quase-renda. A

partir desta perspectiva, é possível, de forma imediata, identificar que, desde o início da construção da teoria do IDE, tem sido conferida central importância à inovação. Esta é compreendida como elemento fundamental na determinação da competitividade das ETs, o que se caracteriza como uma análise convergente com o enfoque (neo)schumpeteriano.

Quando a análise se atém aos dois citados objetivos da realização do IDE, ou seja, “busca por eficiência” e “por ativos estratégicos”, encontra que a firma desloca sua atividade produtiva visando, dentre outras possibilidades, ampliar sua capacitação tecnológica através do acesso e interação com atividades inovativas desenvolvidas no local de destino do investimento. Estas considerações demonstram a importância atribuída à inovação na determinação do IDE, conforme sua teoria tradicional.

Contudo, pesquisas têm observado que, na prática, a ação das ETs vem fugindo do comportamento descrito pela teoria do IDE. Trata-se da utilização do mercado financeiro como alternativa ao lado real da economia, revelando o interesse pela realização de atividades de curto prazo que proporcionem maior rentabilidade, segurança e liquidez. Desta forma, a contribuição do IDE para o desenvolvimento dos países hospedeiros seria reduzida. Ao invés de colaborar com o aumento da produtividade e da intensidade tecnológica, estaria contribuindo para aumentar as incertezas e a instabilidade de seus sistemas financeiros locais.

Buscando desenvolver tais considerações, este artigo tem como proposta atingir dois principais objetivos: *i)* identificar argumentos e evidências empíricas que embasam os estudos sobre o aspecto financeiro do IDE e *ii)* promover uma reflexão sobre os possíveis efeitos de uma orientação financeira do IDE sobre sua capacidade de realizar atividades tecnológicas.

A metodologia, para tanto, está baseada em pesquisa bibliográfica que se destina, inicialmente, a fazer um apanhado das contribuições neo-schumpeterianas, buscando destacar a importância da inovação no processo competitivo das empresas. Em seguida, procura apresentar a teoria do IDE, tentando encontrar pontos de convergência com a teoria neo-schumpeteriana, ou seja, que identifiquem o papel das atividades inovativas naquela elaboração teórica. A quarta seção tem como objetivo condensar os principais argumentos teóricos que abordam os aspectos financeiros do IDE, visando realizar um esforço de catalogação destes argumentos e relacioná-los ao interesse potencial das ETs em realizar atividades tecnológicas. Finalmente, seguem as conclusões.

2 A Visão Neo-Schumpeteriana: inovação como fator dinâmico do desenvolvimento econômico

É possível afirmar que Joseph Schumpeter inaugurou uma nova perspectiva teórica acerca da economia capitalista e de seu desenvolvimento. Sua crítica fundamental à construção neoclássica reside na visão de que, para esta, a tecnologia é uma variável exógena ao sistema econômico. Na teoria schumpeteriana, a tecnologia é considerada como uma variável endógena, incorporada ao sistema.

Dentro de sua lógica, a inovação resulta da realização de novas combinações e tem caráter técnico e organizacional, desmembrando o próprio objeto da inovação (SHIKIDA e BACHA, 1998; TAVARES, KRETZER e MEDEIROS, 2005). Schumpeter (1997) chama de “empresário” o indivíduo que tem como função promover a realização da inovação. É descrito como um agente especial, cujo comportamento é a força motriz de fenômenos econômicos significativos. São estes dois elementos, a inovação e o empresário que tornam possível o desenvolvimento econômico em Schumpeter (KUPFER e HASENCLEVER, 2002).

O pensamento de Schumpeter ganhou mais força com os chamados economistas neo-schumpeterianos. Os neo-schumpeterianos que se concentram nos estudos das inovações são denominados de evolucionistas ou evolucionários. Embora fundamentais contribuições tenham proporcionado importantes alicerces para a produção deste enfoque ao longo dos anos, tais como: Nathan Rosenberg (1969 e 1982), Christopher Freeman (1974) e Giovanni Dosi (1984), é possível admitir que o desenvolvimento da abordagem evolucionista vem ocorrendo, com maior rigor teórico e metodológico, desde os anos 1980. Destaca-se a publicação de Nelson e Winter (1982), reconhecida pela literatura econômica por ter alcançado um nível consistente de sistematização que a coloca em um patamar de elaboração teórica alternativa à neoclássica (KUPFER e HASENCLEVER, 2002).

Os evolucionistas consideram a inovação como único caminho de sobrevivência nos mercados. A concorrência schumpeteriana, conforme Nelson & Winter (1982), tende a produzir vencedores e perdedores. Os mais fortes (aqueles capazes de gerar e/ou absorver tecnologias) sobreviverão ao se apropriarem de suas vantagens, os mais fracos (os que não investem e ficam à mercê da obsolescência técnica) tenderão a desaparecer (KUPFER e HASENCLEVER, 2002; POSSAS, 2002, 2008; SHIKIDA e BACHA, 1998; TAVARES, KRETZER e MEDEIROS, 2005).

A compreensão de que a firma está inserida em um cenário complexo e caracterizado pela incerteza (o que influencia, dentre outros, a capacidade inovadora das empresas) deu subsídio e força ao desenvolvimento da abordagem “institucionalista”. O objetivo geral da “economia institucional” é incluir as instituições como variáveis endógenas à análise econômica. Estas são compreendidas como responsáveis por proporcionar um quadro de estabilidade sócio-econômica em um ambiente competitivo, complexo, em processo de mudança, caracterizado pela racionalidade limitada ou situacional e pela incerteza (FELIPE, 2008; POSSAS, 2002).

Nesta perspectiva, é admitida a necessidade da criação de um ambiente micro e macroeconômico institucional suficientemente previsível, capaz de estimular o desenvolvimento de atividades inovativas pelas empresas. Daí a importância do entendimento da empresa como uma instituição e do ambiente em que se insere como um conjunto de instituições que permitam que a empresa estabeleça uma rotina inovadora (Schumpeter II).

O início da chamada nova economia institucional (NEI) é atribuída ao artigo de Coase (1937), no qual apresenta a teoria dos custos de transação. Esta teoria foi, posteriormente, desenvolvida por Williamson (1985)¹.

Vale destacar² que uma parte significativa das contribuições deste enfoque examina transformações econômicas recentes, desde os anos 1970 que ressaltam, dentre outros, a presença dos investidores institucionais nacionais e/ou estrangeiros como os principais acionistas de grandes empresas. Participa dessa linha, a “teoria da agência”, reconhecida por tratar do problema relativo à separação entre propriedade (controle) e gestão. Diz respeito aos sistemas de compensação, controle e monitoramento estabelecidos pelo acionista (principal) de modo a motivar outro indivíduo (agente) a agir de acordo com os interesses do principal (SIFERT FILHO, 1998).

Ressalta-se também, como importante abordagem neo-shumpeteriana influenciada pelas contribuições evolucionistas-intitucionalistas, a idéia de “Sistema Nacional de Inovação” (SNI)³. Este conceito foi introduzido por Freeman (1987) e Lundvall (1985) que o definem como um sistema constituído por elementos e relações que determinam, em grande medida, a capacidade de aprendizado de um país e, portanto, aquela de inovar e de se adaptar às mudanças do ambiente (CASSIOLATO e LASTRES, 1999; FREEMAN, 1995).

Albuquerque (1996) ressalta que o SNI pode ser compreendido como uma construção institucional resultante tanto de ações planejadas e conscientes quanto de decisões não planejadas e desarticuladas, mas capazes de impulsionar o progresso tecnológico em economias capitalistas complexas. Os arranjos institucionais envolvem as firmas, redes de interação do setor industrial e empresarial, agências governamentais, universidades e todo o sistema educacional, institutos de pesquisa, laboratórios de empresas, atividades de cientistas e engenheiros, bem como as instituições financeiras e todos os responsáveis por completar o circuito dos agentes que influenciam na geração, implementação e difusão das inovações (MATESCO e HASENCLEVER, 1998).

Estas elaborações referem-se ao comportamento das firmas em um contexto econômico compreendido como incerto, competitivo, dinâmico e seletivo. Ambiente compartilhado tanto por firmas originárias de um determinado local quanto por empresas estrangeiras ou transnacionais. As ETs, além do desafio da sobrevivência em seu próprio país, precisam apresentar um diferencial adicional que proporcione sua permanência em outros países. É nesta perspectiva que se espera que a inovação figure como elemento de interesse central destas empresas, como fator fundamental capaz de prover a vantagem específica que lhe garanta tal posição. Examinar a teoria do IDE, identificando a participação da inovação nesta abordagem é o objetivo do próximo capítulo.

¹ A abordagem dos custos de transação está na base da elaboração teórica do IDE, especialmente relacionada à “vantagem de internalização”, conforme será mencionado na próxima seção.

² Este destaque deve-se, em grande parte, a importância deste assunto para o tema central deste texto, pois, como será possível perceber adiante, esta teoria guarda íntima relação com a percepção do caráter financeiro do IDE.

³ O enfoque do SNI constitui-se em um importante instrumento de análise para a compreensão da atuação das ETs e de suas atividades de IDE, em especial, tanto na observação de seus determinantes quanto de seus objetivos, embora não tenha sido formalmente incorporada em sua análise. A seção seguinte abordará esta relação.

3 Considerações sobre o Papel da Inovação na Teoria do Investimento Direto Externo

A reconhecida teoria do IDE, desenvolvida com maior robustez a partir dos anos 1960, assume que este é direcionado a atividades produtivas, com interesse de longo prazo e busca, internacionalmente, ativos capazes de fortalecer a capacidade de produção e competição da ET, dentre outros objetivos.

Dentre os autores que se dedicaram a construção desta teoria, aparecem em lugar de destaque os trabalhos de Hymer (1960 e 1968), Vernon (1966), Kindleberger (1969), Caves (1971), Buckley e Casson (1976; 1981; 1985) (LACERDA e OLIVEIRA, 2009).

Ressalta-se a elaboração referente à idéia de internalização da atividade produtiva em nível internacional, atribuída, inicialmente, a Buckley e Casson (1976). Estes afirmaram que uma empresa pode obter vantagens ao se engajar em uma produção no exterior ela mesma, ao invés de usar o mecanismo de mercado. Estes autores buscaram, explicitamente, na teoria dos “custos de transação” uma explicação para a vantagem de concentrar certas atividades dentro da firma em uma transação internacional.

A abordagem conhecida como “paradigma eclético” de John H. Dunning analisa os determinantes do IDE baseando-se na interação entre três fatores ou vantagens. As vantagens de propriedade (*Ownership*); as vantagens de localização (*Locational*) e as vantagens de internalização⁴ (*Internalization*) (modelo OLI).

As vantagens de propriedade, com origem na mencionada tradição HKC, estão relacionadas a condições próprias da firma e referem-se a ativos monopolísticos tangíveis ou intangíveis que possam compensar a desvantagem de uma firma operar em um mercado que não o seu. Estas vantagens podem estar relacionadas a um novo produto, inovações protegidas ou não por patentes, tecnologia e informação, *know-how*, capacidade gerencial, fácil acesso ao mercado de capitais, capacidade de marketing e habilidades empresariais, estrutura de incentivos, sistema organizacional etc. (DUNNING e LUNDAN, 2008).

Fica claro, conforme mencionado, o reconhecimento da importância da atividade tecnológica e inovativa na determinação da competitividade dinâmica das ETs nesta abordagem. Por outro lado, evidencia que, além da necessidade da propriedade prévia de ativos que as diferenciem, faz parte dos objetivos das ETs a procura pela aquisição destes ativos, aspecto que as impulsiona, fazendo com que elas se movimentem e se desloquem para outros países.

Originariamente fundamentadas nas idéias de Vernon (1966)⁵, a emergência da economia global baseada no conhecimento levou estudiosos a desenvolverem abordagens mais

⁴ Esta última elaborada com base nas contribuições de Buckley e Casson e nos “custos de transação”.

⁵ Encontra-se em Vernon (1996) que a localização da produção, no país de origem da empresa ou no exterior, depende do grau de maturação do processo de produção de um “novo” produto. Sua abordagem, denominada de “ciclo do produto”, destaca o surgimento de um novo produto (inovação) e seu sequencial processo de difusão no mercado, reconhecendo a importância do local de produção, seu nível de desenvolvimento tecno-econômico e a capacidade de interação da firma com este ambiente, como fundamentais para a decisão de localização da produção da firma. Foi principalmente a partir

dinâmicas para a logística da localização da atividade das corporações e para as vantagens competitivas das nações/regiões. Nesta nova perspectiva, as firmas precisam levar em conta não apenas a presença e os custos de fatores de produção tradicionais, como os custos de transporte, padrões e níveis de demanda, mas também os fatores relacionados aos “custos de transação”, à dinâmica das externalidades, à acumulação do conhecimento, ao aprendizado interativo, à inovação e padrões tecnológicos relacionados à espacialidade, à crescente dispersão da criação de ativos e à necessidade de obtenção de ativos através da realização de atividades no exterior e/ou através da exploração de alianças estratégicas internacionais (DUNNING, 2000).

Esta elaboração corrobora com a abordagem sobre “sistemas nacionais de inovação” que contribui tanto para a determinação das vantagens referentes à firma (de propriedade) quanto para determinar as vantagens referentes ao país (de localização). Neste segundo caso, o nível de desenvolvimento do sistema de inovação de um determinado país deverá influenciar no tipo de investimento recebido por ele, em especial, no grau de desenvolvimento tecnológico da atividade a ser desenvolvida pela ET.

Nesta direção Dunning e Lundan (2008) argumentam que quando uma firma decide investir diretamente no exterior, ela estará obedecendo a metas previamente traçadas que podem ser divididas em quatro objetivos principais: exploração de recursos naturais (*resource seeking*); exploração do mercado local (*market seeking*); busca por eficiência (*efficiency seeking*) e busca por ativos estratégicos (*strategic asset seeking*).

Os dois primeiros objetivos são mais comumente apontados como objetivos tradicionais da firma que, com os avanços tecnológicos e o processo de liberalização e desregulamentação a nível mundial, tornam-se cada vez mais “secundários” em relação aos objetivos centrais das ETs. As pressões competitivas impulsionam as firmas a obterem economias na diversificação e integração geográfica da produção, buscando fundamentalmente a eficiência e a valorização de suas posições competitivas⁶.

O terceiro objetivo, a produção integrada dentro de sistemas corporativos orientados para a eficiência, significa que as firmas fragmentam geograficamente suas atividades ou sua produção em vários estágios, de acordo com as vantagens comparativas/competitivas de diferentes locais. Neste caso, a filial estrangeira pode exercer atividades inovativas.

Assim, para obter ganhos de eficiência, as transnacionais buscam produzir em diferentes países, e adquirir vantagem através dos diferentes atributos culturais, arranjos institucionais, sistemas econômicos e políticos, e estruturas de mercado que os vários países oferecem (DUNNING e LUNDAN, 2008). Nestes termos, as filiais participam de forma mais ativa dos fluxos produtivos da rede mundial, assumindo diferentes posições, tais como: estratégias produtivas, tecnológicas e de gestão (LAPLANE e SARTI, 1997).

O quarto tipo de objetivo refere-se à busca por ativos estratégicos. Neste, as ETs adquirem os ativos de corporações estrangeiras, objetivando promover suas estratégias de longo

destes aspectos que contribuiu para a elaboração das vantagens de localização da teoria do IDE (LACERDA e OLIVEIRA, 2009).

⁶ Conforme será possível observar mais adiante, a tendência à preferência por estes dois tipos de objetivos (eficiência e ativos estratégicos) está intimamente relacionada ao caráter financeiro do IDE.

prazo, especialmente, a de manter ou fortalecer sua competitividade internacional, ou a de enfraquecer a de seus competidores.

Na grande maioria dos investimentos estratégicos, que são principalmente realizados através da fusão ou aquisição, ou joint-venture, espera-se que o investimento traga alguns benefícios para a organização da qual a transnacional faz parte, como: abertura de novos mercados, criação de sinergias de P&D, economias de produção, etc. (DUNNING e LUNDAN, 2008).

Pode-se ressaltar, neste contexto, o caso em que o IDE inclui a instalação ou aquisição de laboratórios de P&D em outros países. Porém, alerta Chesnais (1996) que, como os países que oferecem melhor desempenho tecnológico são os desenvolvidos, é explícito que a esmagadora maioria deste tipo de investimento ocorra entre eles. Além disso, este tipo de investimento está fundamentalmente relacionado com as empresas que participam de setores de alta tecnologia, pois são estas que buscam ter contato com os progressos científicos e tecnológicos a nível mundial.

Esta teoria, porém não apresenta o debate que questiona o caráter estritamente produtivo e de longo prazo do IDE e identifica movimentos de capitais de curto prazo cada vez mais intensos e influenciados pelo chamado lado financeiro da economia, associados a este tipo de investimento. O capítulo seguinte pretende estudar estes aspectos, discutindo sua influência sobre o desenvolvimento de atividades tecnológicas das transnacionais que poderia estar sendo preterido em prol de atividades de curto prazo e mais líquidas. Desta forma, estaria em questão a tão propalada contribuição positiva do IDE aos países em desenvolvimento. Ao invés de ampliarem a produtividade e intensificarem o uso da tecnologia, estariam apenas contribuindo para o aumento das incertezas e instabilidade do sistema financeiro local.

4 O Caráter Financeiro do IDE e sua Influência sobre o Potencial Desenvolvimento de Atividades Tecnológicas das ETs

Exponentes linhas de pesquisa vêm questionando o caráter exclusivamente produtivo e de longo prazo do IDE, referindo-se ao aspecto financeiro e cada vez mais volátil que vem apresentando o investimento estrangeiro contabilizado como direto. Teóricos como Chang (2007) Chesnais (1996), Cintra (1997); Claessens, Dooley e Warner (1995) e Kregel (2004) observam que as características tradicionais atribuídas ao IDE devem ser relativizadas, em especial a partir dos anos 1980, com a intensificação dos processos de liberalização, desregulamentação financeira e cambial e privatização. É o chamado movimento de financeirização da economia.

A recente crise financeira internacional, iniciada em meados de 2007, tem reacendido o debate sobre a maior volatilidade do IDE, fruto da atuação financeira das ETs (FARHI e BORGUI, 2009), que havia sido bastante intensa nos anos 1990.

Este debate está baseado, dentre outros, na observação empírica acerca de certos comportamentos das ETs. Visando conhecer os argumentos defendidos nestas percepções, foi realizado um esforço de elencar remarcados comportamentos daquelas empresas, conforme ressaltado pelos estudiosos do assunto⁷. Estes foram resumidos em 10 características, a saber:

- Aumento do volume de ativos financeiros negociados por ETs, passando, estas, a se destacarem como importantes atores nos mercados financeiros internacionais;
- Direcionamento de grande parte dos lucros “reinvestidos” das ETs para ativos financeiros (portanto, não redirecionados à atividade produtiva);
- Expressiva participação de investidores institucionais no controle acionário e nas decisões das ETs;
- Fortalecimento do poder dos acionistas, em especial dos investidores institucionais, avaliando a empresa a partir de critérios financeiros, tais como a elevação do valor acionário e a possibilidade da realização de lucros financeiros rápidos que esta alta possa proporcionar;
- Propagação da lógica da decisão financeira para todas as atuações do grupo. Através da comparação constante entre os ativos, privilegiam-se as atividades que proporcionam maior liquidez e segurança na rentabilidade (obtenção de “lucros” de curto prazo), descartando alternativas que carecem de maior prazo de maturação;
- Centros financeiros comandam a estratégia de valorização dos ativos da empresa transnacional (*holdings*). Estes administram tanto a atuação financeira quanto a gestão centralizada de atividades produtivas próprias ou de empresas subcontratadas no exterior (conseqüente do desmembramento da produção em partes, espalhadas nos mais diversos países);
- Concentração das atividades da empresa em seu “negócio central”, acarretando redução do leque de produção e desemprego;
- Pulverização da propriedade do capital das empresas, acarretando elevada rotatividade desse controle (movimentos voláteis e especulativos);
- Rapidez na compra e venda de empresas, ou de parte delas, resultante dos movimentos de F&A e privatizações, em detrimento dos investimentos do tipo *greenfiels*;
- Saneamento e reestruturação de empresas adquiridas através de F&A e privatizações, com o objetivo de revendê-las (atuação especulativa).

Segundo Scherer (1999), não tem sido devidamente considerado que o processo de decisão empresarial, incluindo-se os investimentos transnacionais, encontra-se, cada vez mais, submetido a uma lógica financeira, o que impõe uma outra natureza de exigências quanto à rentabilidade, ao prazo de maturação e à forma desses investimentos. Essa omissão tem sua origem, pelo menos em parte, nas difíceis delimitações conceituais entre investimento direto estrangeiro e investimento externo de *portfólio*. O primeiro, *a priori*, inteiramente guiado por questões produtivas, e o segundo, por questões financeiras.

⁷ Estes destaques são resultado de um esforço dos autores, de catalogação das observações feitas por pesquisadores dedicados aos estudos sobre o comportamento das ETs.

4.1 IDE versus Investimento de Portfólio

A distinção entre IDE e o chamado investimento de portfólio é tanto qualitativa quanto quantitativa. Conforme definido pelo FMI (Fundo Monetário Nacional) e OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico)⁸, o IDE é caracterizado pelo aporte internacional de capital em atividade produtiva, com interesse de longo prazo no gerenciamento da empresa receptora. O investimento de portfólio é definido como uma transação transfronteiriça que envolve instrumentos de dívida ou títulos de capital, tipicamente destinados à negociabilidade. Neste caso, o aporte de capital na compra de ações, não se configura em intenção de influenciar na condução da empresa que o recebeu⁹.

Porém, a partir do contexto de desregulamentação financeira e cambial, sobretudo intensificado nos anos 1980, os movimentos de curto prazo relacionados ao IDE têm se mostrado frequentes. A postura das empresas passou a refletir “estratégias de gestão financeira mediante monitoramento do fluxo de caixa, operações de F&A, e uso dos mecanismos de proteção e aproveitamento das possibilidades de ganho provenientes das flutuações das taxas de juros e de câmbio” (BORGUI e ROCHA, 2010, p. 8).

Chang (2007, p.74)¹⁰ atesta que, principalmente quando um país tem um mercado de capital aberto, o IDE pode tornar-se mais líquido e conseguir o envio de recursos para fora rapidamente. A subsidiária estrangeira pode usar seus ativos para pedir empréstimos em bancos domésticos, trocar o dinheiro por moeda estrangeira e enviá-la para fora do país. Ou, a empresa matriz pode solicitar a amortização de empréstimo intra-companhia por ela realizado para uma subsidiária estrangeira (este empréstimo é contabilizado como IDE).

Salienta Scherer (1999) que a forma como se diferencia o IDE do investimento internacional de *portfólio* faz do interesse produtivo, ou financeiro, a fronteira mesma que separa um tipo de investimento do outro. Contudo, argumenta que, sem negar suas fronteiras, deve-se reconhecer que a evolução econômica contemporânea mostra que os determinantes produtivos do investimento encontram-se, *grosso modo*, sob o crivo de parâmetros estritamente financeiros, o que aumenta a opacidade dessa diferenciação.

4.2 Empresas Holdings

Outra característica atribuída ao processo de financeirização das empresas decorre da observação de que os grupos transnacionais, cada vez mais, estruturam suas atividades a partir de centros financeiros, os quais comandam a estratégia de valorização de seus ativos segundo uma lógica financeira (CHESNAIS, 1996; SCHERER, 1999).

⁸ Conforme a 6ª edição do Manual do Balanço de Pagamentos do FMI (FMI, 2009).

⁹ Em termos quantitativos, o interesse do investidor estrangeiro no controle de uma empresa é representado pela aquisição de, pelo menos, 10% de suas ações ordinárias. Uma participação inferior a esta será contabilizada como investimento de portfólio (FMI, 2009). Assim, o grau de reversibilidade do IDE seria bastante inferior ao de portfólio, cujo caráter temporal é de curto prazo.

¹⁰ Tradução do autor.

Neste contexto, a forma de organização das ETs tem se pautado pela centralização de duas frentes de atuação: a gestão das atividades financeiras e das redes de atividades produtivas segmentadas internacionalmente. É o que Chesnais (1996) aponta como a constituição das ETs na forma de *holdings*, organizadas a partir de um centro financeiro.

A “parcelização” e a descentralização das atividades produtivas do grupo combinam-se com a existência de um centro de decisão financeira, ao qual as unidades produtivas descentralizadas estão subordinadas. Tal situação, conforme ressalta Chesnais (1996), conduz a uma assimetria interna de poder, na qual a lógica financeira do centro tende a ser “internalizada” pelas unidades produtivas em suas decisões. Ao mesmo tempo, a constituição das ETs como *holdings* organizadas a partir de um centro financeiro, faz com que os diferentes elementos constitutivos do grupo sejam, para tal centro, comparáveis simplesmente a ativos financeiros.

A observação destas características é compatível com os objetivos do IDE apresentados em sua teoria, em especial no que tange à busca por eficiência (*efficiency seeking*) relativa à parcelização da produção das ETs. Contudo, a teoria não alcança os aspectos financeiros que permeiam estas atividades e, conseqüentemente, seus efeitos sobre os interesses da firma. Se a busca é pelo curto prazo, liquidez e segurança, não parece caber, nestes objetivos, o direcionamento da firma para ações relativas ao desenvolvimento tecnológicos e à inovação.

Portanto, percebe-se que em sua “busca por eficiência”, a disposição das ETs para o desenvolvimento de atividades tecnológicas ocupa um lugar de segundo plano, ou mesmo de perda de interesse, restringindo-se à gerência de atividades subcontratadas internacionalmente, devido ao processo de racionalização, concentração em negócios de interesse central e obtenção de maior rentabilidade, flexibilidade e rapidez proveniente das vantagens proporcionadas por estas práticas. Assim, o resultado desta atuação, ao contrário de privilegiar a valorização das especificidades relativas ao conhecimento científico e tecnológico de cada local de produção, tem levado à realização de atividades de baixo conteúdo tecnológico, aproveitando mão-de-obra ou recursos naturais abundantes e pouco especializados. A precarização das relações trabalhistas e a exploração do baixo poder de barganha das empresas subcontratadas parecem ser as principais conseqüências destas práticas.

Dentre outros, a busca por maior liquidez e a comparação constante entre o rendimento dos ativos conduzem a preferência por “lucros” de curto prazo, descartando alternativas de investimentos que carecem de maior prazo de maturação, mesmo que isto venha a comprometer a capacidade de crescimento futuro da empresa. Neste sentido, os grupos transnacionais, muitos deles com participação representativa de investidores institucionais em suas gerências, aparecem como importantes atores dos mercados financeiros internacionais.

4.3 A Presença dos Investidores Institucionais

Os investidores institucionais têm papel relevante nesta estrutura, na medida em que vêm assumindo importantes participações acionárias nos grupos industriais, exercendo influência decisiva sobre os rumos das empresas.

A presença de investidores institucionais como importantes acionistas das empresas revela uma das dimensões centrais do novo padrão de gestão da riqueza. Esta participação contribuiu para alterar as regras de gestão no interior da firma, levando os executivos a administrarem a corporação com o objetivo de “criar valor ao acionista”, ou seja, aumentar o valor da empresa para maximizar a riqueza de seus proprietários, seguindo os preceitos de gestão da governança corporativa (*corporate governance*) (ALMEIDA e MOREIRA, 2012; BORGUI e ROCHA, 2010; CHESNAIS, 1996; CINTRA, 1997).

Compatível com a teoria do agente-principal, esta preocupação em harmonizar o interesse dos proprietários com o dos gerentes caracteriza-se, no atual contexto econômico internacional, pelo predomínio da valorização do capital por meio de políticas de curto prazo.

Imposto pelos mercados financeiros e freqüentemente agravado pelo ingresso massivo de fundos de pensão e companhias de seguros na propriedade do capital, esse horizonte de curto prazo se impõe quase que sistematicamente às custas do emprego, do investimento, e da pesquisa industrial nos setores menos "rentáveis" (CHESNAIS, 1996).

A forma de controle de propriedade das empresas não financeiras tem sido alterada, conforme destaca Plihon (2004)¹¹, em razão da maior pulverização do capital. Isto significa uma elevada rotatividade desse controle, resultando em maior liquidez do investimento produtivo, bem como contribui com a dinamização das formas de valorização patrimonial como F&A e compras alavancadas. Essa maior liquidez dos ativos produtivos enseja modificações na governança das empresas, cujo principal objetivo passa a ser a citada maximização do valor acionário.

Cabe refletir e questionar como se posiciona o empresário schumpeteriano neste novo modo de operacionalização do sistema capitalista. Transformou-se no gestor que consensua com os interesses dos controladores das empresas, objetivando valorizar as ações e os ganhos de curto prazo para os proprietários? Ou ainda existe, em proporção inferior, buscando brechas de oportunidade e permanecendo como agente indispensável ao processo de acumulação capitalista, mesmo sob orientação financeira? Ou, pode-se ainda perscrutar, encontra-se principalmente dedicado a desenvolver inovações financeiras que proporcionem o rendimento, a segurança e a liquidez almejada pelos proprietários, na medida em que percebe ser preferível o rendimento ao lucro ou, pelo menos, confundindo a distinção dos dois nos ganhos dos proprietários?

¹¹ Plihon (*apud* CARNEIRO, 2007, p.3-4)

4.4 A Aplicação Financeira dos Lucros “Reinvestidos” das ETs

Devem ser considerados como elemento de influência central neste movimento de financeirização, os denominados “lucros reinvestidos” das ETs. Chesnais (1996) salienta que, para estes, deve ser dada atenção especial, pois passaram a ser direcionados a aplicações financeiras e não reinseridos na atividade produtiva, conferindo caráter volátil a um recurso contabilizado como de longo prazo.

Kregel (2004) argumenta que, ao considerar que no conceito de IDE sejam registrados os lucros reinvestidos, admite-se o aumento do estoque de IDE no país sem que tenha ocorrido realmente um novo aporte de capital ou um fluxo adicional de moeda estrangeira. Conquanto o país receptor possa considerar os fluxos de reinvestimento como investimento direto, o investidor pode considerá-los como um retorno que não precisa ser necessariamente investido em empreendimentos produtivos, mas sim em ativos financeiros domésticos líquidos. Portanto, embora registrados como IDE, “tais fluxos são equivalentes a investimentos de portfólio de curto prazo, tanto de fato como na intenção” (KREGEL, 2004, p. 44).

Tal comportamento contrapõe a expectativa de que o retorno dos investimentos seja direcionado ao financiamento de atividades de maior risco, como é o caso dos gastos em P&D e demais despesas próprias das atividades inovativas. A compreensão de que as empresas preferem usar o capital próprio em investimentos de maior risco, corrobora com a percepção do desinteresse das empresas por este tipo de investimento, tendo em vista a observação de que os lucros operacionais, quando não repatriados na forma de dividendos, têm sido destinados ao mercado financeiro.

As inovações financeiras vêm contribuindo sobremaneira para este processo, tornando o impacto de curto prazo do IDE tão volátil quanto o dos fluxos de portfólio. (CARNEIRO, 1999, p.19). “Por isso, a expectativa de variação dos preços dos ativos financeiros passou a exercer um papel muito relevante nas decisões das empresas e bancos, e os lucros financeiros a superarem como tendência os lucros operacionais.” (TAVARES e BELLUZZO, 2004, p. 127).

4.5 O Papel das Fusões e Aquisições (F&A) na Orientação Financeira das ETs

A maior volatilidade do IDE é também atribuída aos intensos movimentos de fusões e aquisições (F&A) e às privatizações. Além da preferência por esta modalidade, em detrimento dos investimentos do tipo *greenfields*, a compra e venda de empresas, ou de parte delas, vem ocorrendo com elevada rapidez e com objetivos considerados especulativo. A lógica seguida, dentre outros, pode estar relacionada à obtenção de ganhos no curto prazo a partir da comercialização de ações pulverizadas das empresas, conforme comentado. Pode também refletir o interesse de que as empresas adquiridas sejam saneadas, reestruturadas e depois revendidas a um preço maior que o de compra. Ou pode revelar a movimentação das empresas em direção à racionalização de suas atividades e concentração de seus negócios naqueles de interesse central.

Salienta-se a correspondência da observação destes movimentos com os objetivos descritos na teoria convencional do IDE, em especial referente à busca por eficiência e a busca por ativos estratégicos. A apresentação teórica destes objetivos, contudo, não aborda o interesse financeiro e especulativo, restringindo-se ao aspecto do lado real e da busca por competitividade das empresas.

Como consequência, esta análise não consegue captar importantes efeitos destes movimentos sobre o interesse tecnológico das empresas. De pronto, é possível argumentar que, ao contrário dos investimentos do tipo *greenfield* que se caracterizam pela instalação de novas plantas produtivas, os movimentos via F&A e privatizações referem-se apenas à mudança de propriedade de unidades produtivas já existentes e, geralmente, passam por um processo de saneamento e racionalização. Este processo, em muitos casos, está relacionado ao cancelamento das atividades mais intensivas em tecnologia, desverticalização da produção e processo de subcontratação ou compra internacional de insumos, dentre outros. Neste caso, a preocupação da ET consiste em se concentrar em seu *core business*, acarretando, comumente, redução do leque de produção e desemprego.

Admite-se, neste contexto, que as F&A, as privatizações, a pulverização do capital e a troca constante de proprietários afetam negativamente as políticas de inovação das empresas, desestimulando a realização de ações, cujos resultados dependam de tempo, se mostrem incertos e apresentem *sunk costs*. A dinâmica buscada é a da rentabilidade e não a da competitividade.

É a partir das observações destacadas neste texto, dentre outras, que autores como Moreira e Almeida (2012) argumentam que o IDE, não necessariamente, deve ser compreendido como uma alternativa para uma transformação na estrutura produtiva, capaz de levar a especialização em setores estratégicos e aumento sistêmico de produtividade das economias emergentes. Na verdade, a entrada de IDE, no contexto de abertura comercial e financeira, implicaria, muitas vezes, no fechamento de empresas com atividades intensivas em tecnologia e/ou na supressão de geradoras de alto valor agregado. Os incrementos nos níveis de produtividade em decorrência da introdução de novas tecnologias podem ficar restritos às próprias atividades sem grandes efeitos secundários sobre a produção e tecnologia.

Embora esta perspectiva do IDE deva ser considerada e avaliada, cabe ponderar se esta movimentação mais intensa das ETs em direção ao mercado financeiro refere-se a uma ação própria destas, ou tem refletido um comportamento comum, independente da empresa ser local, regional, nacional ou internacional. A busca por “lucro” rápido; a administração diversificada dos recursos da empresa que passam a ser direcionados para atividades mais rentáveis, seja no mercado produtivo ou financeiro; a racionalização das atividades das empresas que se concentram em negócios considerados de importância central, reduzindo seu tamanho; a preferência pelo investimento na forma de F&A em detrimento da criação/ampliação da capacidade produtiva, dentre outros, são movimentos que não parecem estar restritos aos grupos transnacionais, mas estão também na ordem do dia das empresas nacionais (independentemente de seu alcance geográfico).

Na verdade, tais comportamentos parecem depender, fundamentalmente, do potencial de acesso das empresas ao mercado financeiro, se configurando em uma prática comum às empresas, em geral, no atual estágio do desenvolvimento capitalista.

Sinalizando nesta direção, Farhi e Borgui (2009) citam que a maioria das grandes empresas montou sofisticados departamentos financeiros aptos a gerenciar riscos dos mais diferenciados ativos. Porém, argumentam que este movimento não se restringiu às grandes corporações. Embora isso se manifeste, de maneira mais nítida, nas corporações internacionais, aquelas que se limitam ao âmbito doméstico incorporaram o mesmo estilo de gestão financeira (FARHI e BORGUI, 2009; BORGUI e ROCHA, 2010).

É possível que a percepção, de forma remarcada, da atuação das transnacionais nesse processo, se deva não apenas pelas grandes proporções e alcance geográfico de seus negócios, que lhes conferem elevada visibilidade, mas tenha sido favorecida pelas inovações tecno-financeiras que permitiram maior abrangência e uma movimentação mais intensa de recursos a nível internacional. Acredita-se que o dinamismo e o volume de recursos envolvidos nas transações destas empresas tenham ofuscado, pelo menos em parte, o movimento de empresas limitadas ao território nacional, mas que assumem o mesmo comportamento gerencial, sob orientação financeira, de suas atividades.

Assim, a maior volatilidade atribuída ao IDE e, conseqüentemente, às atividades das ETs, não estaria restrita a estas. Na verdade, se configuraria em um novo padrão de comportamento das empresas em geral, baseado em uma gestão mais flexível, na medida em que as empresas se encontram mais afeitas ao mercado financeiro como opção para diversificação de suas atuações, e à busca por retornos mais rápidos para seus empreendimentos, sejam produtivos ou financeiros, impactando negativamente sobre o potencial interesse das empresas na realização de esforços tecnológicos.

5. Conclusão

A teoria do IDE reconhece o papel central desempenhado pelo esforço inovador para as empresas que atuam em diferentes mercados, dado seu caráter produtivo, estável e de longo prazo. Contudo, importantes pesquisas vêm crescentemente questionando estas características, consideradas intrínsecas a este tipo de investimento, a partir da percepção de que esta modalidade de capital tem apresentado movimentos cada vez mais voláteis e de curto prazo, obedecendo a critérios financeiros na determinação de suas políticas de atuação.

Contudo, esta diversificação das atividades das empresas em direção ao mercado financeiro, parece se apresentar como orientação comum também às empresas com atuação restrita a mercados locais. Na verdade, refletem um novo “comportamento padrão” no atual momento do desenvolvimento econômico capitalista. Esta gestão financeirizada das empresas é permitida e estimulada pelas inovações financeiras e pelos retornos rápidos em suas aplicações que parecem apresentar melhor custo de oportunidade na concorrência com o lado real da economia.

Portanto, a primeira conclusão deste trabalho sugere que tais observações são traduzidas em um novo padrão de comportamento empresarial, construído desde o final dos anos 1970, em decorrência dos movimentos liberalizantes e das “novas” relações econômico-financeiras favorecidas pelas inovações do sistema capitalista.

Assim, admite-se o estabelecimento de um novo *status quo*, de uma nova cultura de gestão empresarial que busca, a partir da diversificação de suas atividades para o mercado financeiro, resultados mais rápidos, flexíveis e, na medida do possível, mais previsíveis.

Na verdade, este direcionamento representa mudanças nas relações de produção que influenciam fatores humanos e culturais, dentre outros, e acarreta novas tendências e desafios ao desenvolvimento da capacidade científica, tecnológica e de inovação.

Salientando seus reflexos sobre o interesse na realização de atividades tecnológicas pelas empresas, em especial as transnacionais, apresenta-se a segunda conclusão captada neste texto. O comportamento financeiro das empresas interfere negativamente em seu potencial interesse na realização de atividades tecnológicas. A busca por retornos que exigem menor prazo de maturação, menos risco e liquidez desestimula o investimento em atividades tecnológicas e em esforços inovativos.

Percebe-se, então, uma contradição no atual estágio de desenvolvimento capitalista que, *a priori*, reconhece o investimento em conhecimento, tecnologia e inovação como fator essencial à competitividade e à seleção das empresas nos mercados (um ambiente de incerteza e de racionalidade limitada), mas, ao mesmo tempo cria mecanismos e inovações financeiras que desestimulam a atuação das empresas nestas frentes, buscando, nos movimentos financeiros, elevados níveis de rentabilidade, liquidez e segurança.

O resultado deste novo comportamento empresarial respinga na contribuição do IDE para o desenvolvimento dos países. Se estes investimentos poderiam, através de seu comprometimento de longo prazo e busca de eficiência proporcionar aumento de produtividade e maior intensidade tecnológica para os países hospedeiros, a partir deste novo comportamento esta contribuição fica seriamente prejudicada, salvo uma forte regulamentação do investimento de portfólio para diferenciá-lo do IDE e vice-versa. A questão que fica é qual seria o impacto de uma forte regulamentação sobre o fluxo do IDE se ela não for adotada pela totalidade das economias mundiais.

REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE, E. M. Sistemas nacionais de inovação e direitos de propriedade industrial: notas introdutórias a um debate necessário. **Est. Econ.** São Paulo, v. 26, n.2, pp. 171 – 200, mai./ago., 1996.

BORGUI, R. A. Z. e ROCHA, I. L. **Corporações produtivas e maximização do valor ao acionista**: uma abordagem da instabilidade macroeconômica em economias emergentes. III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira, São Paulo, 11 a 13 de agosto, 2010.

CARNEIRO, R. **A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas**. Texto para Discussão n°90, *IE/UNICAMP*, out.1999.

CHANG, Ha-Joon. **Bad Samaritans: the myth of free trade and the secret history of capitalism**, Great Britain: Random House Business Books, 2007.

CHESNAIS, F. **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã, 1996a.

CASSIOLATO, J. E. e LASTRES, H. M. M. Discussing innovation and development: converging points between the Latin American school and the innovation Systems perspective? **GLOBELICS Working Papers Series**, Working Paper 08-02, 2008.

CINTRA, M. A. M. **As Transformações na Estrutura do Sistema Financeiro dos Estados Unidos: a Montagem de um Novo Regime Monetário-financeiro (1980-1995)**. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas) – IE/Unicamp. Campinas: Universidade Estadual de Campinas (Unicamp), 1997.

CLAESSENS, S., DOOLEY, M., WARNER, A. Portfolio capital flows: hot or cold? **World Bank Economic Review**, v. 9, n. 1, 1995.

CONCEIÇÃO, O. A. C. A centralidade do conceito de inovação tecnológica no processo de mudança estrutural. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 21, n.2, p. 58-76, 2000.

DUNNING, J.H. The eclectic paradigm as an envelope for economic and business theories of MNE activity, **International Business Review**, 9 (1), 163-190, 2000.

DUNNING, J.H. e LUNDAN, S. M. **Multinational enterprises and the global economy**. 2nd Edition, Basingstoke, Edward Elgar, 2008.

FARHI, M. e BORGHI, R. A. Z. Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. **ESTUDOS AVANÇADOS**, v. 23, n. 66, p. 169-188, 2009.

FELIPE, E. S. Instituições e mudanças institucionais: uma visão a partir dos principais conceitos neo-schumpeterianos. **EconomiA**, Brasília(DF), v.9, n.2, p.245-263, mai./ago. 2008.

FMI (Fundo Monetário Internacional). **Balance of payments and international investment position manual**. Washington, DC. USA. 6th ed., 2009.

FREEMAN, C. The 'National System of Innovation' in historical perspective. **Cambridge Journal of Economics**, 19, 5-24, 1995.

KREGEL, J. Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. In: Fernando Ferrari Filho e Luis Fernando de Paula (orgs.): **Globalização Financeira**. Petrópolis: Vozes, 2004.

KUPFER, D. e HASENCLEVER, L. **Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticas no Brasil**. Rio de Janeiro:Campus, 2002.

LACERDA, A. C. e OLIVEIRA, A. **Influxos de investimento direto estrangeiro (IDE) no Brasil: uma análise da desnacionalização da estrutura produtiva nos anos 2000**. VII Ciclo de Debates em Economia Industrial, Trabalho e Tecnologia – EITT, São Paulo, 18 e 19 de Maio, 2009.

LAPLANE, M. F. e SARTI, F. Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90. **Economia e Sociedade**. São Paulo: Unicamp, n.8, jun. 1997.

MATESCO, V. R e HASENCLEVER, L. Indicadores de esforço tecnológico: comparação e implicações. Texto para Discussão n. 442. **IPEA**: Rio de Janeiro, 1998.

MOREIRA, C. A. L e ALMEIDA, A. T. **A Dinâmica do Investimento Direto Estrangeiro no Brasil em Meio a Crise Econômica Mundial e Impactos sobre a Conta de Transações Correntes**. XVII Encontro Nacional de Economia Política. Rio de Janeiro, Sociedade Brasileira de Economia Política – SEP, 5 a 8 de junho de 2012.

NELSON, R e WINTER, S. **An evolutionary theory of economic change**. Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1982.

PAULA, J. A., CERQUEIRA, H. E. A. da G. e ALBUQUERQUE, E. da M. **Ciência e tecnologia na dinâmica capitalista**: a elaboração neo-schumpeteriana e a teoria do capital. Texto para discussão, n. 152. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2001.

POSSAS, M. L. Elementos para uma integração micro-macrodinâmica na teoria do desenvolvimento econômico. **Revista Brasileira de Inovação**, vol. 1, ano 1, jan./jun., 2002.

_____. Economia evolucionária neo-schumpeteriana: elementos para uma integração micro-macrodinâmica. **Estudos Avançados**, 22 (63), 2008.

SCHUMPETER, J. A. **Teoria do desenvolvimento econômico**: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico. São Paulo, Nova Cultura, 1997.

SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, n. 9, 1998.

SCHERER, A. L, F. **As raízes financeiras do investimento direto estrangeiro**: notas sobre a experiência brasileira recente. Ensaios FEE, Porto Alegre, v. 20, n. 2, p. 81-128, 1999.

SHIKIDA, P. F. A. e BACHA, C. J. C. Notas sobre o modelo schumpeteriano e suas principais correntes de pensamento. **Teor. Evid. Econ.**, Passo Fundo, v. 5, n. 10, p. 107-126, maio 1998.

TAVARES, M. C.; BELLUZZO, L. G. A mundialização do capital e a expansão do poder americano. In: FIORI, J. L. **O Poder Americano**. Petrópolis: Vozes, 2004.

TAVARES, P. V., KRETZER, J. e MEDEIROS, N. Economia neoschumpeteriana: expoentes evolucionários e desafios endógenos da indústria brasileira. **Economia-Ensaios**, Uberlândia, 20(1): 105-120, dez., 2005.

WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism**. New York: Free Press, 1985.