

Reestruturação de capital em base fictícia: economia política da gestão de ativos financeiros

*¹Daniel Ferreira da Silva
Mauricio de S. Sabadini*

Resumo: Este artigo tem por objetivo contextualizar alguns fundamentos teóricos e empíricos que possam contribuir para o entendimento do processo de intensificação da centralização do capital via corporações gestoras de ativos financeiros, responsáveis pela administração de carteiras de ativos financeiros empacotados em fundos institucionais, dando ênfase às denominadas “Três Grandes”: BlackRock, Vanguard e State Street. O crescimento das grandes gestoras de ativos foi estimulado a partir da crise econômica de 2007-2009. Desde então, elas têm interferido cada vez mais no núcleo de outras empresas financeiras e não-financeiras cotizadas em bolsa, porque detêm amplos blocos de participações acionárias desses capitais. Essas ações de empresas, somadas a ativos de outros tipos, se traduzem em uma massa de capital fictício vultosa e crescente de cuja administração essas gestoras de ativos se encarregam. Essa centralização de capitais em base fictícia eleva o potencial de geração de crises sistêmicas, dado que tais gestoras se tornaram os centros gravitacionais em torno dos quais passaram a orbitar grandes capitais proutivos, de comércio de mercadorias e de dinheiro em forma fictícia, passando a ocupar um lugar central na dinâmica especulativa no capitalismo contemporâneo.

Palavras-chave: Gestoras de ativos financeiros; centralização de capital; capital fictício.

Abstract: This article aims to contextualize some theoretical and empirical foundations that may contribute to understanding the process of intensifying the centralization of capital via financial asset management corporations, responsible for managing portfolios of financial assets packaged into institutional funds, with an emphasis on the so-called “big three”: BlackRock, Vanguard and State Street. The growth of large asset management companies was stimulated by the 2007-2009 crisis. Since then, they have increasingly interfered in the core of other financial and non-financial companies listed on the stock exchange, because they hold large blocks of equity interests in these capitais. These company shares, combined with assets of other types, translate into a large and growing mass of fictitious capital that these asset managers are responsible for managing. This centralization of capital on a fictitious basis increases the potential for generating systemic crises, given that such managers have become the gravitational centers around which large productive capital, trade in goods and money in fictitious form, began to orbit, coming to occupy a central place in the speculative dynamics of contemporary capitalism.

Keywords: Asset managers; centralization of capital; fictitious capital.

1. Introdução

A Grande Recessão, que se manifestou no plano fenomênico através da turbulência financeira de 2007, atenuando seus efeitos mais patentes em 2009, induziu a economia capitalista mundial a um paroxismo inédito. Segundo Roberts (2009), ela foi a crise de mais longa duração e a que mais intensamente contraiu a atividade econômica mundial desde a Grande Depressão de 1929-1932. Entre seus impactos mais patentes, destaca-se o declínio vertiginoso da demanda agregada e, por conseguinte, da produção global; o drástico aumento do desemprego; além do derretimento imediato

¹ Respectivamente: Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Política Social (PPGPS) da Universidade Federal do Espírito Santo (UFES) e professor do Departamento de Economia e do Programa de Pós-Graduação em Política Social da UFES. E-mails: <daniel.ferreira77@hotmail.com> e <mauricio.sabadini@ufes.br>.

dos preços dos ativos financeiros em geral e dos bens assetizados – tais como os imóveis, então utilizados como colaterais de contratos de empréstimos, os quais foram convertidos em títulos lastreados em hipotecas –, isso para não citar a perversidade de suas consequências sociais particulares (Roberts, 2016). Do rescaldo dessa mesma crise, porém, saíram ainda mais fortalecidos determinados agentes econômicos específicos: as “gestoras de ativos financeiros” (*asset managers*)² (Maher; Aquanno, 2022).

Após a maior convulsão econômica do primeiro quartil do século XXI, as instituições financeiras não-bancárias intituladas de “gestoras de ativos” passaram a aglutinar quantias trilionárias de títulos financeiros em sua posse, com destaque para títulos de propriedade de sociedades por ações, uma das formas de capital fictício apontadas por Marx (2017). Somente como ilustração, já que exploraremos melhor estas informações posteriormente, no ano de 2024, a maior gestora de ativos do mundo, a BlackRock, detinha um total de ativos sob sua gestão equivalente a US\$ 11,6 trilhões (BlackRock, 2024). Em 2006, precisamente um ano antes da eclosão da crise, esse montante era de US\$ 1,1 trilhão (BlackRock, 2007). A Vanguard, segunda maior gestora, era proprietária institucional de um total de ativos financeiros precificados em US\$ 10,4 trilhões em 2024 (Vanguard, 2024a). Em 2006, esse número era de pouco de mais de US\$ 1 trilhão (Vanguard, 2024b). A State Street, terceira maior empresa do ramo, geria US\$ 4,7 trilhões de ativos em 2024 (State Street, 2024). Já no ano de 2006, a quantidade de ativos sob sua gestão era de US\$ 1,7 trilhões (State Street, 2007). Se se computar a taxa de variação percentual das expressões dos valores totais dos ativos sob gestão da BlackRock entre os dois anos mencionados anteriormente, conclui-se que a empresa cresceu aproximadamente 954,5%; a Vanguard, por sua vez, cresceu cerca de 940%, comparando os dois períodos; a State Street, por fim, foi a que menos variou relativamente. Ainda assim, talvez não se possa afirmar que seu crescimento de 176% tenha sido modesto.

Não bastasse este crescimento, uma outra informação reforça a justificativa de análise de nosso objeto de estudo: o somatório dos ativos sob gestão das três instituições financeiras referidas correspondia a cerca de doze vezes o tamanho do Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil ou à totalidade do PIB dos Estados Unidos da América (EUA) no ano de 2024 (FMI, 2024). Ou seja, o enorme volume de capitais fictícios, ações e outros papéis, sob custódia da BlackRock, da Vanguard e da State Street, em conjunto com seu extenso potencial de controle efetivo sobre a direção de

² As “gestoras de ativos financeiros” (*asset managers*) são instituições que administram os portfólios de investimentos de outras instituições jurídicas e de pessoas físicas. Nesse sentido, elas fazem parte dos denominados “investidores institucionais”, tais como fundos de pensão, fundos de investimentos, corretoras de seguros etc. Maher e Aquanno (2022, p. 64-65) diferenciam os investidores institucionais em dois grupos: primeiro, os “proprietários de ativos”, incluindo fundos de pensão, companhias de seguros e fundos patrimoniais (*endowment*) e, os segundos, os “gestores de ativos”, “(...) como firmas de *private equity*, fundos de *hedge*, e empresas de investimentos, que administram fundos mútuos, fundos negociados em bolsas e fundos passivos”. Em suma, as gestoras de ativos gerem, enquanto proprietárias fiduciárias, ativos empacotados em fundos mútuos em que “proprietários de ativos” e indivíduos aplicam recursos monetários.

grandes corporações de capitais produtivos, comerciais e monetários, fez com que elas fossem nomeadas de “Três Gigantes” (Bebchuck; Hirst, 2019) e “Três Grandes” (Fichtner; Heemskerk; Garcia-Bernardo, 2017; Maher; Aquanno, 2024) gestoras do sistema capitalista global pela literatura especializada. Ainda, outra denominação atribuída a elas é a de “Proprietárias Universais” (Fichtner; Heemskerk, 2020) devido não só à magnitude, mas a diversidade dos ativos financeiros que gerem e têm, portanto, parte do controle institucional. Somente a título de exemplo, já que também trataremos este assunto posteriormente, no período de 2021-2023, cerca de 50% dos ativos sob gestão dos fundos da BlackRock (2025) foram de ações de empresas e, aproximadamente, 30% em títulos de renda fixa; nos fundos da State Street (2025), no mesmo período, as ações também representaram em torno de 60% dos ativos sob gestão e 15% em títulos de renda fixa³.

Para mais das “Três Grandes”, outras 34 empresas do ramo da gestão de ativos, incluindo algumas instituições bancárias com atividades dessa natureza, experienciaram uma ascensão estratosférica no século XXI, passando a acumular mais de um trilhão de dólares em ativos sob gestão, no ano de 2024. Tais firmas se encontram majoritariamente sediadas nos EUA; cinco delas possui sede na França; duas, na Alemanha; duas, no Reino Unido; duas, no Canadá; e uma, na Suíça (ADV Ratings, 2025), sinalizando para o poder financeiro imperialista das nações capitalistas centrais, principalmente os EUA.

Isso leva autores do campo da Economia Política, como Stephen Maher e Scott Aquanno (2022, 2024) a argumentarem que se presencia o surgimento de um novo regime de governança no capitalismo: o do novo capital financeiro⁴. O argumento dos autores se baseia no fato de que, à medida que concentram e centralizam o capital de múltiplas corporações não-financeiras, as grandes gestoras de ativos reconfiguram a composição das estruturas de propriedade e o modo de controle dessas empresas de amplo peso na dinâmica capitalista, fazendo-as operar como organizações financeiras de investimentos. Mas é de se destacar também que o debate em torno da relação dos investidores

³ Não encontramos informações sobre a Vanguard, que não é de capital aberto, portanto, não precisa apresentar relatórios anuais à *Securities and Exchange Commission* dos EUA, como nos casos da BlackRock e da State Street, cujas ações são negociadas em Bolsas.

⁴ Maher e Aquanno (2022) movimentam um conjunto de autores com diferentes matrizes metodológicas para discutir, com qualidade, seus argumentos em relação a uma nova forma de capital financeiro capitaneada pelas gestoras de ativos. Dentre os quais, naturalmente, Rudolf Hilferding, que é, a nosso ver, “pouco explorado” pelos autores, mesmo na questão central envolvendo o conceito clássico de capital financeiro, que possui diferentes interpretações na literatura. É de se destacar também, a carência, mesmo que partindo da noção de capital monetário, da categoria capital fictício ao longo da discussão. O novo capital financeiro é, segundo eles, marcado “pelo envolvimento direto dos financiadores na governança corporativa das corporações industriais, por um lado, bem como pelo fato de que essas corporações industriais se tornaram grupos financeiros, com operações internas administradas como um portfólio de ativos financeiros” (Maher e Aquanno, 2022, p. 57, nossa tradução), extrapolando a noção inicial de “interferência” do financeiro na atividade industrial, posição exógena, bem como criticando a noção de financeirização que subestima o fato de que as empresas industriais são inerentemente financeiras, o que reflete a tendência atual de separação da propriedade e da posse dos ativos. Neste sentido, o “sistema de produção” iria para um “sistema de investimento”. “O resultado foi uma nova estrutura de propriedade e controle, marcada por uma fusão de finanças e indústria e o maior domínio do capital monetário sobre a produção: o que chamamos de um novo capital financeiro” (*ibid*, p. 68).

institucionais com as empresas produtivas não é recente (Plihon, 2003; Sauviat, 2005). De todas as formas, para os primeiros autores, novas formas de organização financeira surgiram pós-2007, no âmbito da crise, produzindo vínculos mais estreitos e diretos entre financiadores externos e corporações não-financeiras, constituindo o que eles nominam de novo capital financeiro.

A menção à Grande Recessão de 2007-2009 como marco histórico do avanço vertiginoso da centralização de capitais fictícios, categoria essa que preferimos adotar, por grandes gestoras de ativos não é aleatória; há um evidente nexos entre os dois fenômenos. A interseção entre eles se encontra na reação política das autoridades monetárias estatais do centro do sistema capitalista às repercussões econômicas da mais violenta crise global da primeira da quadra do século XXI (Caldentey, 2017). No intuito de rebaixar as taxas de juros de longo prazo, a fim de reativar a atividade econômica e, assim, impulsionar o crescimento, o *Federal Reserve* (FED) – Banco Central dos EUA –, assim como o Banco da Inglaterra, o Banco Central Europeu e o Banco do Japão, promoveram políticas monetárias “inconvencionais” de afrouxamento quantitativo ou *quantitative easing* (QE)⁵ (Caldentey, 2017; Farhi, 2014). Apesar de seu alvo ter sido a economia real, o QE não parece ter influido diretamente sobre a demanda por empréstimos para investimentos produtivos. Ao invés disso, a política engendrou um efeito de *rebalanceamento de carteiras*⁶ entre a média dos agentes dos mercados financeiros em virtude da redução do rendimento esperado pela compra de títulos públicos de longo prazo efetuada pelas rodadas de QE. No fim das contas, isso incitou um processo de migração maciça de capitais monetários da sociedade para o mercado de ações, cujos preços experienciaram uma trajetória de crescimento indefesso desde a encetadura da crise de 2007-2009 (Maher; Aquanno, 2024).

Ademais, a combinação do aumento da liquidez no sistema de crédito com o rebaixamento da taxa de juros livre de risco à preços acerbados de zero propiciou um ambiente promissor para que o mercado de obrigações se tornasse cada vez mais a fonte de financiamento preferencial das firmas. Segundo Maher e Aquanno (2024, p. 168, tradução nossa), “a disponibilidade de ‘dinheiro grátis’ levou a um aumento do endividamento corporativo. As empresas podiam emitir títulos de dívida a custo quase nulo e, então, realizar recompras de ações”, inflando artificialmente o valor de suas capitalizações de mercado. Por intermédio da alavancagem financeira, as corporações passaram a

⁵ Em linhas gerais, o QE se trata de uma expansão no balanço patrimonial de determinado banco central, com vistas a aumentar a liquidez da economia e estimular as operações de crédito no mercado (Caldentey, 2017). Durante a Grande Recessão, foram implementadas rodadas de QE por bancos centrais do centro da economia capitalista mundial por meio de injeções de capital monetário estatal (potencialmente emprestável) no sistema bancário e crédito privado em troca de seus títulos públicos e ativos ilíquidos – principalmente, títulos hipotecários, à época da crise (Farhi, 2014). Em situações posteriores de instabilidade econômica, como a pandemia de covid-19, tornou-se a recorrer à política de QE para estabilizar a economia (Goldstein, 2020).

⁶ “Rebalanceamento de carteira refere-se a uma queda do prêmio de risco (a diferença entre o retorno esperado de um ativo e a taxa de juros livre de risco) de um ativo produzida por mudanças em sua oferta líquida” (Caldentey, 2017, p. 92), levando a um reajuste desse ativo nas carteiras.

transferir capital monetário de seus credores diretamente para os acionistas, através de recompras de ações, sem alterar as composições técnicas dos seus capitais reais. Substancialmente, descreve-se aqui uma autovalorização especulativa de capital fictício em forma acionária via emissão de capital fictício em forma de títulos de dívida corporativos, os quais foram usados para captar capital a juros.

As baixas taxas de juros e a elevação generalizada do preço das ações contribuíram sobremaneira para o aumento da importância do financiamento empresarial via mercado de capitais em vez de via empréstimos bancários (Caldentey, 2017). Isso atraiu mais e mais mutuantes para os fundos de gestão passiva, assentada em sistemas eletrônicos automatizados e de menores custos, como detalharemos posteriormente, em que as grandes gestoras de ativos são especializadas, fazendo com que um importe expressivo de dinheiro excedente se concentrasse em posse delas. A concentração de capital monetário, por fim, implicou a ampliação do poder das gestoras para centralizar capital através de compras de grandes blocos de participações acionárias de uma imensidão de corporações (Maher; Aquanno, 2024), apontando para uma reconfiguração da propriedade e do controle de capitais em base fictícia.

Apesar de a Grande Recessão ter sido o ponto de inflexão da ascensão das grandes gestoras, outros fatores históricos mostram-se semelhantemente sobressalentes no que diz respeito à emergência de tal fenômeno na esfera financeira⁷. Eles antecedem em, no mínimo, quatro décadas a crise de 2007-2009, e correspondem aos mesmos fatores que culminaram na comumente chamada financeirização da economia capitalista global⁸. Poder-se-ia citar, entre eles, a tendência de empresas não-financeiras a desenvolverem capacidades financeiras internas, passando a depender menos de empréstimos bancários; a promoção da prática de maximização do valor acionário; além da ausência de regulamentação pública para o *shadow banking system* (Guttman, 2008).

Com efeito, as razões do crescimento acima do padrão de gestoras de ativos são multifárias, de modo que escaparia do escopo desta análise apresentá-las uma a uma. O que se pretende aqui é apenas indicar alguns fundamentos teóricos e empíricos que sinalizem para algumas destas mudanças, sugerindo, por hipótese, que, por um lado, tais gestoras de ativos interferem cada vez mais no núcleo das empresas produtivas cotizadas em bolsa e, por outro, centralizam um volume de capital fictício cada vez maior, com elevado potencial de geração de crises.

Para isso, descreveremos no item dois a funcionalidade do capital fictício no processo de reprodução ampliada do capital e suas relações com a gestão de ativos, e, num terceiro item, a economia política da gestão dos ativos financeiros, seguido de algumas considerações finais.

⁷ Usaremos o termo “esfera financeira” para caracterizar um amplo conjunto de instituições presentes no capitalismo contemporâneo envolvendo o sistema bancário, bolsas de valores, bancos comerciais, bancos centrais, diversos tipos de fundos, seguradoras, corretoras etc.

⁸ Um resumo sobre as diferentes formas de se compreender o conceito de financeirização pode ser encontrado em Painceira (2022).

2. O capital fictício e a reprodução ampliada do capital

Uma gestora de ativos é uma categoria de investidor institucional cuja especialidade compreende gerir carteiras de ativos financeiros. As gestoras de ativos fazem a intermediação financeira entre agentes que demandam por capital monetário e agentes que ofertam capital fictício. Os demandantes, em geral, são empresas e Estados emissores ou revendedores de títulos de crédito e títulos de propriedade (capital fictício) com o propósito de obter crédito ou liquidez. Os ofertantes são investidores institucionais e pessoas físicas, que compram os títulos com a expectativa de receber retornos futuros – em forma de juros, dividendos, lucros diferenciais hilferdianos e/ou fictícios⁹ – sobre o capital monetário aplicado em capital fictício.

O negócio de gestoras de ativos consiste em, por um lado, concentrar em sua posse a oferta de grandes montantes de dinheiro dos proprietários de capital monetário potencial. E, por outro lado, as gestoras de ativos logram centralizar a demanda por empréstimos e aplicações financeiras. Assim, as gestoras de ativos “se convertem nos administradores gerais do capital monetário” (Marx, 2017, p. 454), como Marx afirmava para os bancos.

Sem embargo, há diferenças funcionais entre a atividade bancária tradicional e a atividade de gestão de ativos. A princípio, o banco funciona como unidade de entesouramento, onde se guardam as reservas de meio de compra, meio de pagamento e o dinheiro inativo do capital social total. Seu capital monetário emprestável, assim sendo, “forma-se com base nos depósitos dos capitalistas monetários, que deixam ao encargo dos bancos ceder empréstimos com o dinheiro depositado” (Marx, 2017, p. 455). No evoluir histórico do sistema de crédito na sociedade capitalista, “sobretudo a partir do momento em que os bancos passam a pagar juros pelo dinheiro, afluem também aos caixas as reservas de dinheiro e o dinheiro momentaneamente inativo de todas as classes” (Marx, 2017, p. 455). À medida que os bancos passam a concentrar não só o capital monetário potencial da classe capitalista, mas a poupança de todas as classes, sua capacidade de fornecer crédito tende a se ampliar progressivamente.

A expansão dos empréstimos de capital a juros dos bancos, entretanto, não se limita historicamente pelo número de depósitos à vista e em poupança captados por eles. Isso pois, como já assinalara Marx (2017), as instituições bancárias disponibilizam empréstimos em forma de dinheiro escritural, isto é, de crédito bancário¹⁰, determinado como meio de pagamento e independente do dinheiro de fato depositado nos bancos. Nas transações envolvendo o crédito, o dinheiro enquanto meio de circulação (*currency* ou padrão monetário de trocas emitido pelos Estados) aparece apenas

⁹ Sobre os lucros diferenciais e fictícios, ver Carcanholo e Sabadini (2008), Sabadini (2015) e Teixeira e Sabadini (2023).

¹⁰ Marx (2017) ilustra esse ponto com o exemplo da emissão de letras de câmbio para concessão de crédito bancário. Os conteúdos concretos de cujas matérias deriva-se a forma socioeconômica do dinheiro de crédito são multifários e podem variar ao longo da história, mas seu aspecto comum é o fato de que sua emissão não é uma função de identidade da quantidade de depósitos à vista sob custódia dos bancos.

no vencimento dos débitos, para compensá-los (Soto, Mello, 2021). Isso possibilita que a oferta de dinheiro creditício se autonomize da base monetária. Com isso, os bancos passam a registrar depósitos inexistentes em seus balanços de pagamentos, para originar dinheiro *ex nihilo*. Nos termos de Marx (2017, p. 528), “[t]odos os depósitos, com exceção do fundo de reserva, não são mais que créditos contra o banqueiro e jamais existem em depósito”.

Logo, percebe-se que a maior parte dos empréstimos bancários é viabilizada pela criação de um simulacro de capital monetário, que é “puramente fictício” (Marx, 2017, p. 527). Porquanto passam a emitir integralmente dinheiro creditício, o potencial de expansão da concessão de crédito em forma de capital a juros e da conseguinte ampliação da acumulação de capital monetário na esfera bancária torna-se quase indefinido. Na verdade, a barreira da concentração e centralização de capital monetário pelos bancos passa a ser exclusivamente a sobreacumulação de capitais.

A concentração e a centralização de capitais circunscrevem-se no movimento da acumulação capitalista ampliada. Originalmente, os capitais individuais ampliam seu acúmulo em virtude da elevação da produtividade social do trabalho. O incremento na produtividade, com o qual coincide o desenvolvimento das forças produtivas sociais, ocorre mediante reconversões de capital monetário – quer em forma de mais-valia efetivamente realizada, quer de dinheiro creditício – em mais capital funcionante, em suas formas produtiva e comercial, na economia. A partir dos investimentos, os capitais expandem a composição técnica do seu capital visando à obtenção de economias de escala e de escopo, a fim de extraírem massas de mais-valia adicionais e porventura suplantarem da concorrência. Assim, eles passam a reter progressivamente mais capital em sua posse, implementando a dinâmica da expansão endógena dos capitais, ou a *concentração* de capitais propriamente dita (Marx, 2011).

A concorrência, no que a concerne, incita os capitais individuais com maior poder de compra a efetuarem processos de fusões e aquisições com outros capitais individuais, em geral, com menor poder de compra. Deste modo, ocorre a “repartição alterada dos capitais já existentes e em funcionamento. [...] Trata-se [aqui] da centralização propriamente dita, que se distingue da acumulação e da concentração” (Marx, 2011, p. 702). Ou seja, a centralização se caracteriza pela reconfiguração da propriedade dos capitais da economia global via processos de fagocitose de capitais maiores por capitais menores e por meio de agregações de múltiplos capitais em sociedades por ações. A partir dessa dinâmica de expansão exógena dos capitais, dilata-se em larga medida o potencial de amplificação da acumulação capitalista.

As dinâmicas da concentração e da centralização de capitais constituem-se como base explicativa dos processos de oligopolização e de monopolização. Todavia, tal movimento geral não é precisamente uma identidade da emergência de monopólios e oligopólios, cuja estruturação implicaria, pretensamente, uma supressão da concorrência nos mercados em que eles atuam, como

sugere a teoria econômica neoclássica¹¹. A crítica da economia política, ao contrário, fornece ferramentas para que se apreenda que a competição intercapitalista não se trava apenas em mercados insulados. Ademais, ela jamais cessa no capitalismo, consistindo numa característica inerente a ele.

A concorrência intercapitalista acarreta a constante migração de múltiplos capitais de áreas e setores menos lucrativos da atividade econômica para áreas e setores mais lucrativos. Essa mobilização engloba tanto os capitais de grande porte e, portanto, com mais recursos para concentrar e centralizar capitais, quanto os de pequeno porte, com recursos mais reduzidos. As migrações de múltiplos capitais aguça a competição nos setores e áreas de mais lucrativos, haja vista que a oferta do produto no setor para o qual se transferiram os capitais de menor lucratividade aumentará. O incremento da oferta acarretará uma redução dos preços de mercado, os quais passarão a flutuar em torno de seus preços de produção. A consequência da venda da massa de mercadorias a um preço próximo ou abaixo do seu preço de produção é que os capitais, em geral, passarão a se apropriar de uma taxa de lucro acerbada a da apropriada em geral pelos seus rivais no mercado. A queda da taxa de lucro, assim, fomentará novas rodadas de transferências de capitais para áreas e setores mais enérgicos da atividade econômica, em busca por mais-valia ou lucros extras. Os capitais, ao se deslocarem, podem simplesmente evadir de um setor ou área para outros mais rentáveis ou anexarem capitais preestabelecidos naqueles setores ou áreas, engendrando novas etapas de concentração e centralização (Marx, 2011; Marx, 2017).

Diante do exposto, argumenta-se que a concorrência implica, seu oposto: a não-concorrência, cuja antítese se manifesta no monopólio. Não obstante, na não-concorrência está pressuposta a concorrência. Juntas elas se suprassumem, conformando uma unidade de contrários que se retroalimenta por meio de uma dinâmica cíclica de mobilizações dos múltiplos capitais na economia capitalista global. Tal movimento concorrencial, inflamado pela procura ávida por lucros extradiordinários, incentiva a centralização de capitais. Mas, antes de findar a competição intercapitalista, a centralização a exacerba, na perspectiva do capital social total, porque o poder de investimento e de inovação dos capitais maiores pressiona os demais a revolucionarem suas práticas econômicas com vistas a escaparem da submissão e eventual supressão no mercado e perpetuarem seus acúmulos individuais.

Aqui conta como variável-chave o sistema de crédito, o qual se constitui “numa arma temível na luta concorrencial e [...] num gigantesco mecanismo social para a centralização dos capitais” (Marx, 2011, p. 702) ao longo do desenvolvimento histórico da economia capitalista. Isso decorre de que, à primeira vista, pode-se conceber que a expansão da produção e da circulação de capitais, de cujo movimento sucede a ampliação da acumulação, limita-se pela quantia de capital monetário nos

¹¹ Para uma apresentação neoclássica dos poderes monopolista e oligopolista, ver Tirole (1988).

caixas de cada capitalista singular. No entanto, esses “limites são transpostos pelo sistema de crédito e as ações a ele vinculadas como, por exemplo, as sociedades por ações” (Marx, 2014, p. 509). A generalização das relações de crédito proporciona com que se invista ou se especule sem que se comprometa exclusivamente capital próprio. Isso estende a capacidade de expansão quantitativa e alteração qualitativa da composição técnica dos capitais, visando à acelerar o período de rotação e, por conseguinte, de apropriação potencial de mais valores excedentários do trabalho social pelo capital. O capital monetário obtido via emissões de títulos financeiros e contratações de empréstimos, por fim, contribui para acelerar as mobilizações de capitais para setores pujantes e as apropriações de uns capitais por outros, dinamizando a atividade econômica (Marx, 2011; Marx, 2017).

Depreende-se disto que a centralização de capital monetário no circuito de crédito e financeiro intensifica a reprodução ampliada do capital em geral. Todavia, esse movimento, no que lhe concerne, pode gerar um excesso de capitais (quer em forma monetária, quer comercial, quer produtiva) que não se realizam na circulação (Marx, 2017). Os capitais sobrantes podem até se refugiar momentaneamente na esfera financeira, valendo-se da especulação para se autovalorizar. Todavia, as formas fictícias de valorização do capital “não têm a capacidade de sustentar a dinâmica da acumulação capitalista pelo fato trivial de não estarem substanciadas no valor-trabalho” (Sabadini; Nakatani, 2020, p. 73). Por isso, cedo ou tarde, estouram as crises de sobreacumulação de capitais (Marx, 2017). Em resumo, a expansão do crédito tende a levar, num primeiro estágio, ao acirramento dos processos concorrencias; e, subsequentemente, esse processo tende a provocar espasmos, paralizações e graves depressões econômicas. O contrapeso da dinamização da atividade econômica é, sistematicamente, a crise. E quanto mais elástica for a oferta de crédito, mais acentuados tendem a ser os ciclos de euforia e depressão do capital.

Como integrantes do capital social total, as instituições financeiras (bancárias e não-bancárias), como as gestoras de ativos, disputam entre si por espaços de acumulação nos mercados de crédito e de capitais. Afinal, da mesma maneira que qualquer empresa capitalista, o objetivo último desses capitais monetários institucionalizados é acrescentar sempre mais dinheiro aos lucros que auferem. Por essa razão, as regras da dinâmica cíclica de reprodução ampliada do capital são tão válidas para elas quanto para os capitais funcionantes. As instituições do sistema de crédito não só concentram e centralizam o capital monetário da sociedade, como também efetivam processos de alargamento de suas próprias estruturas financeiras, assim como de aquisições e fusões entre si, o que as implica na dinâmica da reprodução ampliada de capital. Com essa disposição, elas se tornam mais capazes de estimular a contratação de crédito para investimento em capital produtivo e comercial, assim como a especulação baseada na aplicação de capital monetário em capitais fictícios, o que fomenta o sobreaquecimento econômico.

Segue-se disto que “com o moderno sistema de crédito, o capital comercial dispõe de uma grande parte do capital monetário total da sociedade, o que lhe permite repetir suas compras antes de voltar a vender em caráter definitivo o já comprado” (Marx, 2017, p. 347). A demanda sobre-excedente do capital comercial por mercadorias do capital produtivo conduzi-lo-á a elevar o seu produto total a níveis sobrepujantes. E ambos não encontrarão barreiras intransponíveis no acesso ao capital monetário para ampliar suas atividades econômicas, uma vez que podem contar com os bancos, as sociedades por ações e as demais instituições do sistema de crédito e financeiro para lhes suprirem recursos monetários através de financiamentos, empréstimos e aplicações financeiras.

O sistema de crédito moderno, por sua vez, aparentemente, livrou-se das suas restrições financeiras tão logo passou a identificar dinheiro creditício com capital fictício, conforme exposto anteriormente. Sem embargo, todo o dinamismo econômico iniciado pela enorme elasticidade da oferta de crédito colapsa a partir do momento em que os capitais comerciais deixam, tendencialmente, de realizar valor e mais-valia através do consumo das mercadorias e, conseqüentemente, passam a auferir taxas de lucro cada vez menores, porque demandaram excessivamente da produção. As perturbações e interrupções na circulação irradiam rapidamente para o circuito do capital produtivo, cuja trajetória da lucratividade também se encontrará declinante. Desta feita, os capitais produtivos e comerciais podem deixar de liquidar suas obrigações financeiras, provocando crises financeiras, as quais, em sua origem, provém da sobreacumulação de capitais (Marx, 2014; Marx, 2017).

Por fim, a queda da taxa de lucro geral do capital, animada pelo sobreaquecimento da economia, e a crise em si, promovem a aniquilação de capitais. Porém, paralelamente, as suspensões econômicas efetivas proporcionam a condição adequada para que aqueles capitais cujas massas de lucro auferidas compensaram a queda da taxa média expropriem outros capitais insolventes. Ademais, os capitais com maior solvabilidade passam a poder lançar capital monetário sobrando em mercados abertos em função da destruição de capitais, nos períodos de constrição econômica, reiniciando assim o ciclo da reprodução ampliada do capital em geral (Marx, 2011; Marx, 2017).

Em razão do que se apresentou acima, consideramos que o sistema de crédito e financeiro se determina como dinamizador dos ciclos capitalistas – da acumulação ampliada e das crises. Portanto, seria inconsistente, de acordo com o raciocínio aqui traçado, afirmar que o crescimento do capital fictício significaria necessariamente uma estagnação definitiva da atividade produtiva e comercial ou que, sob sua égide, implementar-se-ia a eficiência plena na alocação de capitais. As funcionalidades do capital monetário em forma fictícia de seus desdobramentos socioeconômicos e institucionais no capitalismo são tão contraditórios quanto é o sistema. A questão é que esta contradição, ou não, do capital acentua-se com as gestoras de ativos, como veremos agora.

3. Economia política da gestão de ativos financeiros

A disponibilização de crédito e alocação de capital monetário em forma fictícia não ocorre somente via bancos. As instituições concentradoras de capital monetário podem assumir aparências distintas ao longo da história do capitalismo. Uma delas é a figura das instituições financeiras gestoras de ativos.

As gestoras de ativos, tal qual as instituições bancárias, concebem capital fictício que entra no circuito financeiro. No entanto, a forma concreta de capital fictício que elas criam não é dinheiro creditício. O que elas geram são instrumentos financeiros conhecidos como *fundos mútuos*, que equivalem à conjunção e à aplicação de capital monetário potencial de um grupo de aplicadores em uma carteira de ativos. Os fundos são fracionados em cotas e aplica-se neles por meio da compra delas (Elton *et al*, 2012). O fundo mútuo e suas múltiplas cotas representam uma quadruplicação de capitais, no “sistema de crédito, [em que] tudo é duplicado, triplicado e transformado em simples fantasias” (Marx, 2017, p. 530). Isso dado que, no início do ciclo da aplicação financeira, o dinheiro ou capital monetário se troca por uma forma de capital fictício, cujos conteúdos concretos são o fundo e suas cotas. Após isso, esse capital fictício se converte em outros capitais fictícios, cujos conteúdos são os diversos ativos financeiros que integram a carteira do fundo. Os capitais fictícios presentes no fundo, então, valorizam-se de duas maneiras: o capital monetário que foi trocado por ele pode ser investido produtivamente, gerando mais-valia como rebento; ou por efeito de pura especulação, gerando lucros diferenciais hilferdianos e/ou lucros fictícios. Ao fim do ciclo, o capital fictício será potencialmente valorizado, remunerando os cotistas dos fundos com mais-valia e/ou lucros fictícios.

O lucro que remunera as gestoras de ativos, por sua parte, deriva da cobrança de taxas administrativas associadas à cobertura de custos acarretados pela gestão dos fundos mútuos por elas emitidos (Braun, 2021). Tais taxas costumam ser diretamente proporcionais à valorização medial do complexo de ativos empacotados nos fundos (Braun, 2021), o que incentiva as gestoras a tencionar inexoravelmente por maximizar o valor dos ativos que administram. Essa é outra característica distintiva entre a atividade de gestão de ativos e atividade “tradicional” dos bancos, cujos lucros advém do *spread*, que, nesta acepção, entende-se como a diferença entre os juros cobrados dos seus mutuários e os juros pagos aos seus mutuantes (Mattos, 2015).

Gestoras de ativos, usualmente, detém fundos que empacotam ativos financeiros diversificados, envolvendo fundos do mercado monetário, fundos de renda fixa, fundos de renda variável e fundos multimercados (Fichtner; Heemskerk; Garcia-Bernardo, 2017). Ainda assim, a expertise de grandes instituições financeiras do ramo da gestão de ativos são os fundos de índices e os *Exchange Traded Funds* (ETFs) de gestão passiva (Braun, 2015).

A gestão passiva consiste em replicar a performance de um índice de referência (*benchmark*) dos mercados financeiros (Braun, 2015), como o S&P 500, que é um índice do mercado de ações de

grandes companhias listadas em Bolsas de Valores dos EUA (S&P Global, 2025). “Porque não compram e vendem, ativamente, ativos baseados na expectativa de ganhos futuros, mas meramente acompanham a [oscilação do] mercado, é que [essa estratégia] se chama gestão passiva de ativos” (Fichtner; Heemskerk, 2020, p. 494, tradução nossa)¹². Em função dessa característica os fundos de índice e os ETFs de gestão passiva, ambos são incluídos na categoria de *fundos de índice passivos* (Fichtner, Heemskerk, Garcia-Bernardo, 2017).

A gestão passiva se contrapõe à estratégia de gestão ativa de fundos mútuos, a qual emprega trabalho vivo de pessoas responsáveis pela gestão das carteiras dos fundos: os gestores humanos. A função desses gestores consiste em acompanhar o desempenho financeiro de companhias e obter informações privilegiadas para comprarem ativos financeiros que possam superar o desempenho dos índices de referência e eliminarem das carteiras que gerem os ativos que eles julgam que terão um performance *subpar* (Maher; Aquanno, 2024). Com suporte nisso, os gestores de fundos ativos perseguem o ideal de maximização do rendimento dos aplicadores dos fundos (Braun, 2015).

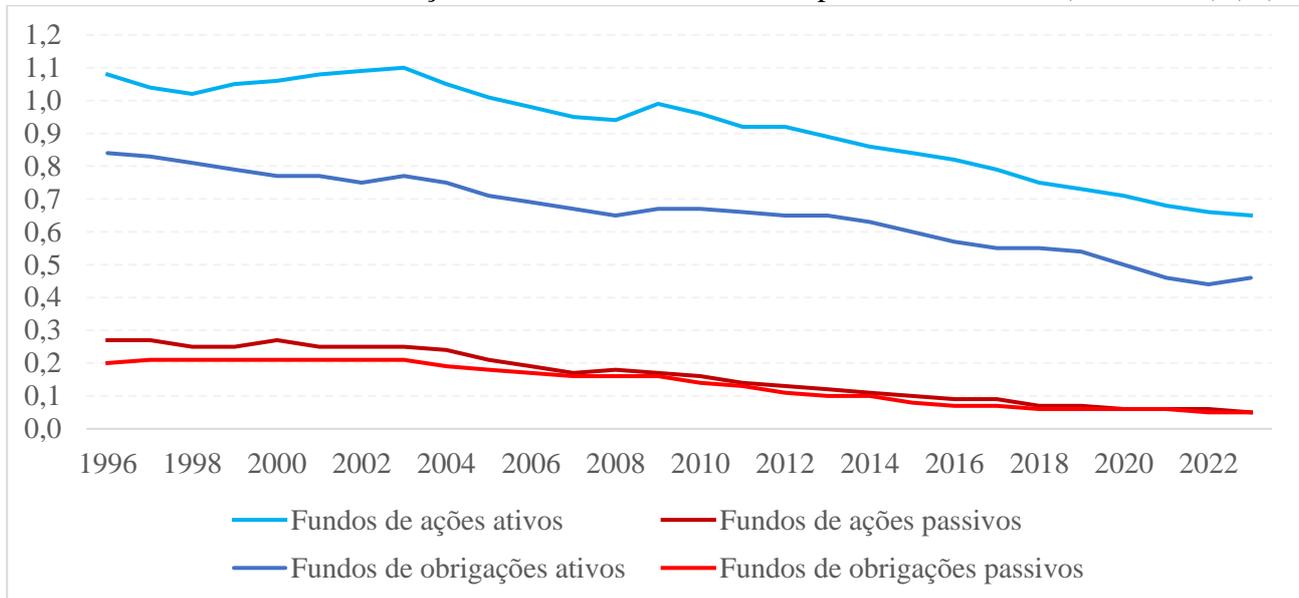
Os fundos de índice passivos providos por grandes gestoras de ativos financeiros, em contrapartida, rastreiam a composição dos títulos financeiros listados nos índices, suas flutuações e o peso de cada um dos seus componentes com base no amplo emprego de trabalho morto de sistemas eletrônicos “automatizados” de processamento de dados informacionais. Tais sistemas operativos são categorizados como *plataformas digitais de gestão de ativos* (Haberly; MacDonald-Korth; Urban; Wójcik, 2019).

Além de constituírem a alicerce operacional de fundos de índice passivos, as plataformas digitais de gestão de ativos também têm sido utilizadas na gestão ativa de carteiras com a finalidade de gerenciar riscos, fornecer aconselhamento financeiro e suporte aos gestores humanos (Haberly; MacDonald-Korth; Urban; Wójcik, 2019). Porém, o diferencial dos fundos de índice passivos é que sua atividade principal só depende de rastrear permanentemente determinado índice, o que oportuniza a quase ausência completa do emprego de força de trabalho humana nesse tipo de atividade. Isso provoca uma redução significativa nos custos unitários cobrados pela gestão dos fundos, o que se reflete em uma queda quase contínua das taxas de administração e corretagem tanto de fundos passivos, quanto de fundos ativos, ao longo dos anos, como podemos ver no período do gráfico 1 seguinte que vai de 1996 a 2022. E o nexos entre o uso intensivo de tecnologia e a redução de custos de gestão se robustece sobretudo no que concerne aos fundos de índice passivos, cujas taxas são

¹² É incipiente ainda afirmar, mas tal “comportamento” nos parece estar substancialmente pautado na busca curto-prazista dos ganhos especulativos sob a forma de lucros fictícios. De certa forma, mas não excludente, a relação típica dos movimentos especulativos do capital fictício, que se pauta sob a expectativa de ganhos futuros de uma mais-valia ainda a ser gerada, mas ancorada na produção de riqueza futura, caminha lado a lado com a geração de lucros desvinculados da mais-valia (lucros fictícios), ampliando e generalizando as contradições da produção e reprodução capitalista.

consideravelmente mais baixas do que as dos fundos geridos ativamente (ver gráfico 1), devido ao modo particular por meio do qual eles funcionam.

Gráfico 1. Taxas de administração médias de fundos ativos e passivos nos EUA (1996-2023) (%)

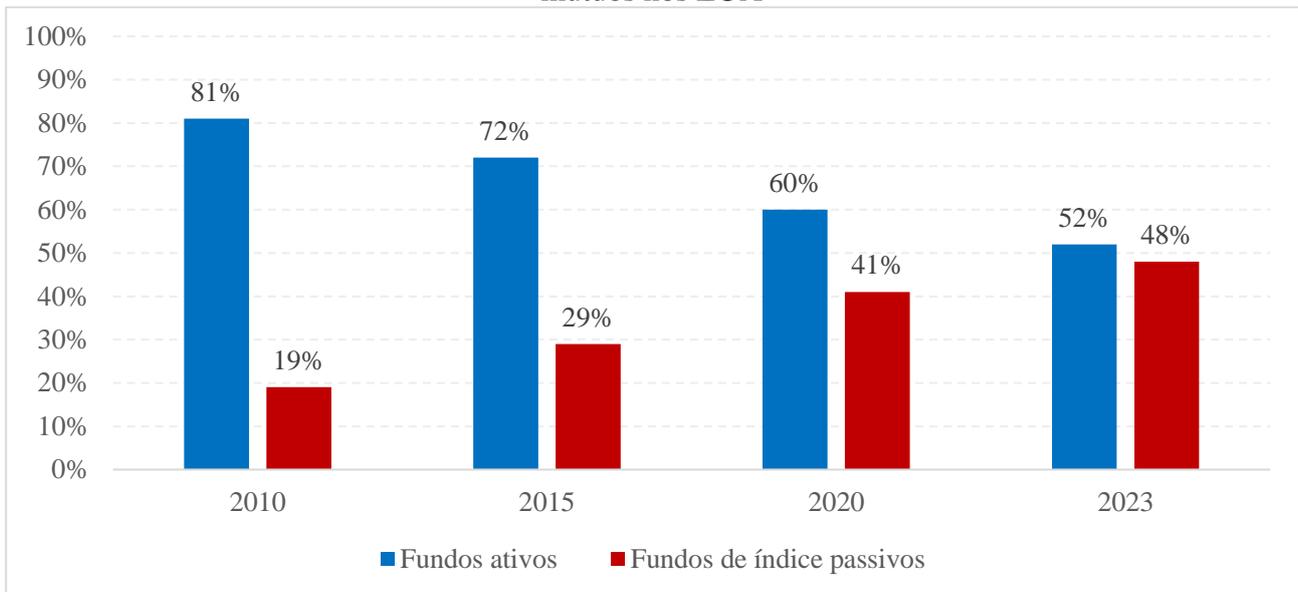


Fonte: Investment Company Institute (2024). Nota: os dados excluem os fundos do monetário.

Os baixos encargos administrativos dos fundos de índice passivos, conjugados com o seu grau de liquidez razoável e a diversidade na composição de suas carteiras, tornaram-nos um tipo de instrumento financeiro atrativo para investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de *hedge*, fundos soberanos etc.) e individuais aplicarem recursos monetários (Braun, 2016). Esse aspecto é demonstrado especialmente com o rápido crescimento da participação de fundos de índice passivos no mercado de fundos mútuos no período posterior à Grande Recessão de 2007-2009 (ver gráfico 2).

O aumento da importância dos fundos de índice passivos se traduz numa “migração em massa de capitais sem precedentes” (Fichtner; Heemskerk, 2020, p. 494) da gestão ativa para a gestão passiva. A série histórica do gráfico 2 nos indica que os fundos passivos saíram de apenas 19% em 2010, para 48% em 2023, num contínuo crescimento, com reflexo na diminuição dos fundos ativos que passaram de 81%, em 2010, para 52% em 2023, praticamente se equiparando neste último ano. E nessa disputa concorrencial, tal qual indicamos no item anterior, os fundos de índice passivos tendem a permanecer atraindo mais capital monetário em detrimento dos fundos de gestão ativa, à medida que a gestão passiva conquista posições no mercado mundial de fundos (Fichtner; Heemskerk, 2020).

Gráfico 2. Participação de fundos de gestão ativa e fundos de gestão passiva no mercado de fundos mútuos nos EUA

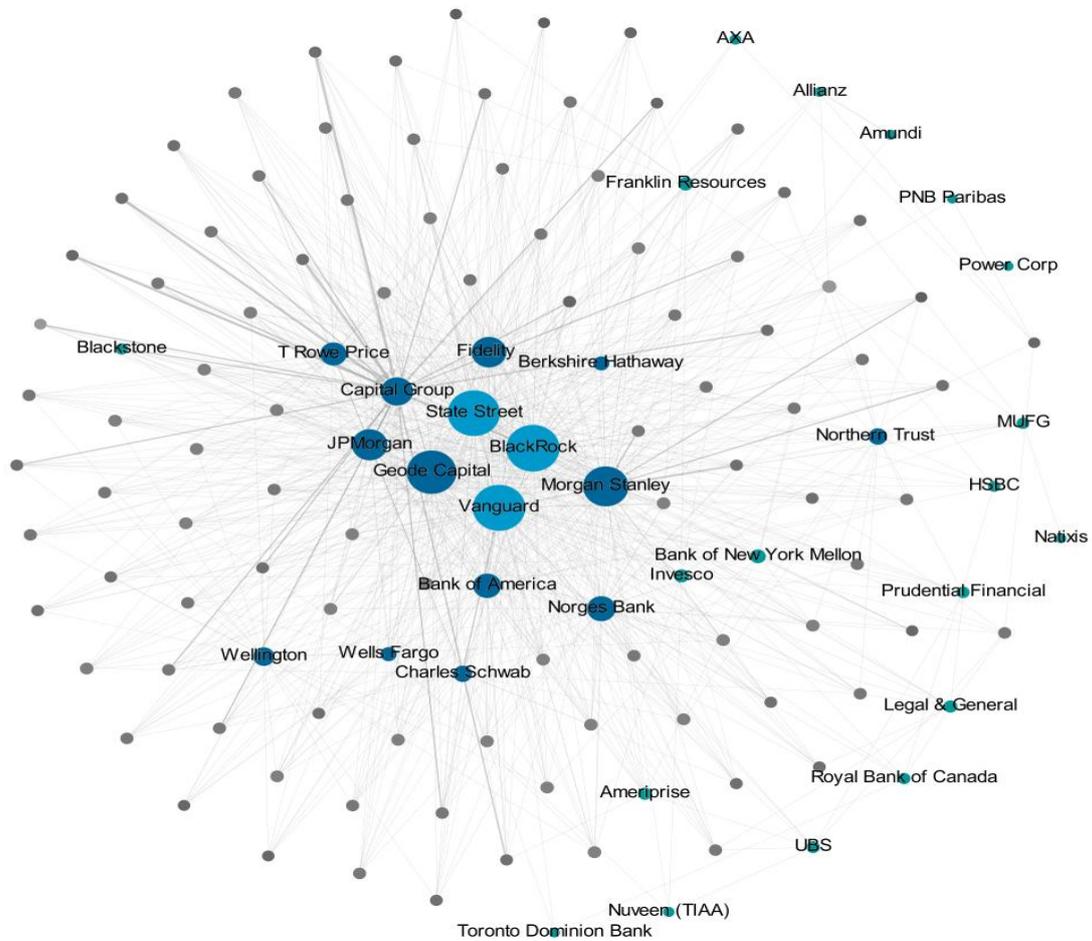


Fonte: Investment Company Institute (2024). Nota: a participação é mensurada com base no total de ativos líquidos detidos por cada de fundo (ativo ou passivo); os dados excluem os fundos do mercado monetário.

Em parte, por causa da minimização dos encargos atrelados às aplicações financeiras em cotas de seus fundos passivos e ativos, grandes gestoras, em particular as “Três Grandes”, obtiveram êxito em concentrar títulos de propriedade de uma ampla gama de sociedades por ações do mundo inteiro. A BlackRock, a State Street e a Vanguard aparecem entre os dez maiores investidores institucionais de todas as cem companhias com as maiores capitalizações do mercado de ações dos EUA, conforme o sociograma 1 seguinte, tomando a economia deste país como exemplo, dada a relevância e o nível de conexão de suas corporações com as demais nações do mundo. Em grande parte dessas empresas, elas são os acionistas (contando individuais e institucionais) que entram com a maior proporção da composição acionária (NASDAQ, 2025).

Outras grandes gestoras de ativos que constam entre os dez maiores acionistas institucionais das cem maiores companhias de capital aberto da economia estadunidense são a Geode Capital, com participações acionárias em todas elas; o Morgan Stanley, em 89 empresas; o JPMorgan Chase, em 61; o Capital Group, a 61; o Fidelity, em 67; o T Rowe Price, em 39; e o Bank of America, em 39. Além das gestoras de ativos, curiosamente, o Banco Central da Noruega (Norges Bank) também está entre os dez proprietários com mais participações acionárias institucionais em 50 das cem empresas com as maiores capitalizações do mercado de ações do EUA (ver sociograma 1).

Sociograma 1. Rede de participações acionárias institucionais de gestoras de ativos financeiros nas 100 firmas maiores de capital aberto dos EUA segundo métricas do índice S&P 100.



Fonte: NASDAQ (2025); ADV Ratings (2025); S&P Global (2025). Elaboração própria. Nota: esta é uma rede que agrega as cem maiores firmas de capital aberto com sedes nos EUA segundo as métricas do índice S&P 100. Além disso, a rede abarca gestoras de ativos financeiros com mais de um trilhão de dólares em ativos sob gestão. Os nós em azul representam os gestores de ativos; os nós em cinza representam as empresas; as arestas (ligações) cinzas representam participações acionárias das gestoras nas empresas do índice S&P 100.

Este conjunto de cem sociedades por ações abrange as maiores empresas dos setores de tecnologia computacional e digital, como Apple, Microsoft, Alphabet, Meta e Broadcom; de consumo discricionário e essencial, como Amazon.com, Procter & Gamble, Walmart, Home Depot, Netflix, Coca-Cola, Pepsi, Philip Morris, Nike, Kraft Heinz, Walt Disney, Mondelez e Colgate-Palmolive; de instituições financeiras, como Berkshire Hathaway, JPMorgan Chase, Visa, Mastercard, Morgan Stanley, Charles Schwab, Paypal, Bank of America, Bank of New York Mellon, Simon Property Group, bem como a própria BlackRock; de serviços de saúde, como United Health Group, Eli Lilly e CVS Health; de farmácia e biotecnologia, como Abbot Laboratories, Bristol Myers-Squib e Pfizer; e de aviação, como a GE Aerospace e Boeing. E a lista de empresas não se finda aqui. Contudo, isso é suficiente para indicar que as grandes gestoras de ativos são proprietárias das ações de corporações

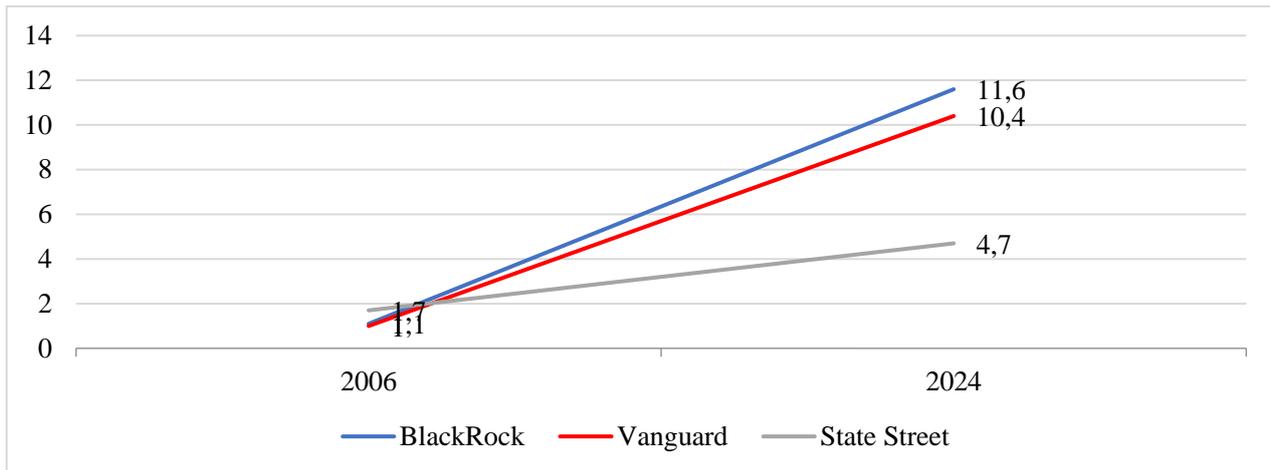
com peso considerável em ramos diversificados das atividades econômicas, que vão desde a produção de computadores e semicondutores até a comercialização de alimentos e itens de vestuário no varejo.

No geral, as “Três Grandes” integram o grupo de acionistas com a maior fatia das participações acionárias na maioria das empresas referidas acima. Nos casos das empresas em que elas não se posicionam enquanto as maiores proprietárias, isso decorre do fato de que sócios-fundadores ainda se constituem como seus acionistas majoritários ou principais, como nos casos da Alphabet, cujas ações são detidas principalmente por Sergey Brin e Larry Page, e da Berkshire Hathaway, de propriedade principal de Warren Buffett (Fichtner; Heemskerk; Garcia-Bernardo, 2017). Mas, mesmo nesses casos, as grandes gestoras de ativos ainda aparecem entre as maiores investidores não individuais (isto é, institucionais), possuindo, portanto, influência significativa na direção das empresas de cujas ações elas são proprietárias. Isso indica o estabelecimento de uma rede complexa de propriedade e controle interinstitucional com alta centralidade, na qual gestoras de ativos dispuseram-se de meios e recursos para se tornarem centros gravitacionais em torno do quais passaram a orbitar grandes capitais produtivos, de comércio de mercadorias e de dinheiro em forma fictícia. E há evidências de que conexões dessa rede institucional, embora se concentre nos EUA, ultrapassa as fronteiras da nação (Phillips, 2024).

Considerando o problema de maneira mais holística, ainda que não seja o objetivo deste trabalho responder a essa questão, seria pertinente indagar mesmo se não seria também expressivo o poder das gestoras de ativos sobre a economia capitalista internacional. Isso porque, se se atenta para o histórico de copiosos processos de terceirizações e descentralizações das atividades produtivas e comerciais, com permanência das atividades administrativas, de companhias transnacionais, sobretudo a partir da década de 1980 (Antunes; Druck, 2015; Maher; Aquanno, 2024), talvez se possa afirmar que o controle das grandes gestoras de ativos sobre a economia extrapola suas ligações institucionais diretas.

Adicionalmente, o gráfico 3 seguinte, cujos dados foram citados na introdução deste trabalho, nos dá uma melhor visualização do crescimento do volume de ativos destas três gestoras, as “Três Gigantes”, no período imediatamente anterior à crise de 2007 até o ano de 2024.

Gráfico 3. Evolução do total de ativos das “Três Grandes” (US\$ trilhões)



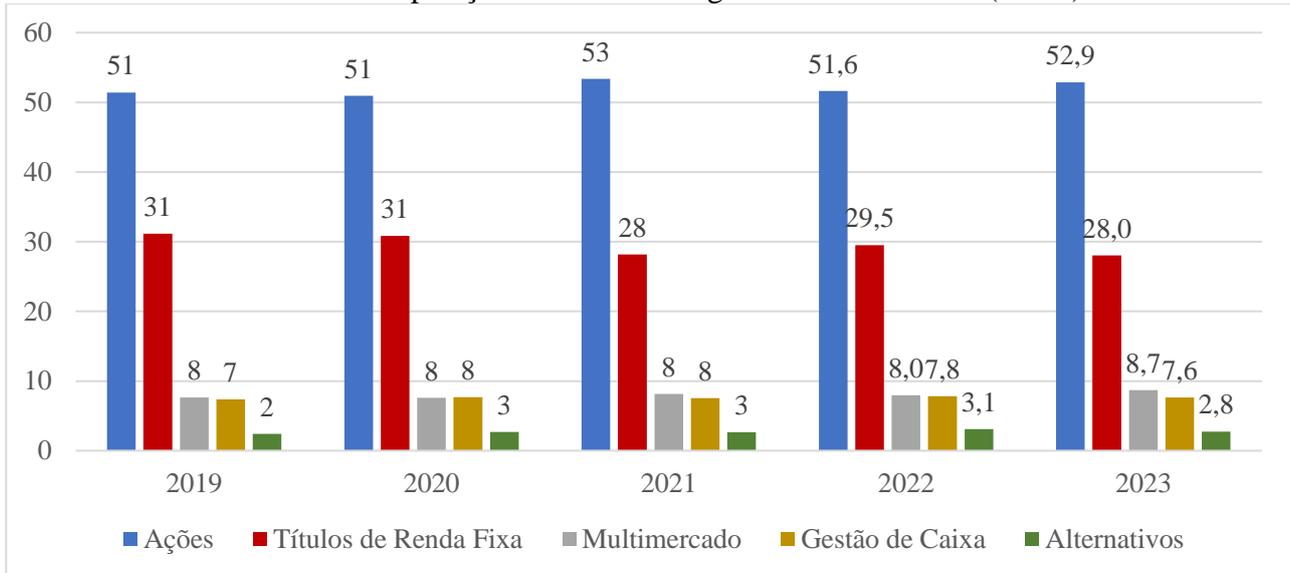
Fonte: ADV Ratings.

Por sua relevância já apontada anteriormente, as “Três Grandes” gestoras administram um volume de capital fictício cada vez maior em um espaço de tempo relativamente curto. A BlackRock (2025), maior delas, tinha um volume de ativos na ordem de apenas US\$ 1,1 trilhões em 2006, indo para os expressivos US\$ 11,6 trilhões em 2024. No total, as “Três Gigantes” somam uma quantia de capital fictício na ordem de US\$ 26,7 trilhões em 2024, próximo do PIB dos EUA, estimados em US\$ 29 trilhões. Da mesma forma, a Vanguard teve um salto ao longo dos 18 anos da série, totalizando US\$ 10,4 trilhões. Quanto à forma de administração dos recursos, mais de 60% dos fundos da BlackRock (2025) são de gestão passiva, e mais de 80% na Vanguard (2025) e State Street (2025).

Não menos interessante é o fato de que a concentração e centralização destes ativos também se manifesta do ponto de vista geográfico, chamando a atenção para o que já conhecemos sobre o também poder imperialista das nações desenvolvidas, em especial os EUA, no âmbito da esfera financeira, já que, da lista das 60 principais gestoras de ativos do mundo, o expressivo percentual de 56,6%, 34 empresas, está localizado neste país. Apesar de os demais gestores estarem diversificados entre outros países, o percentual é bem pequeno, senão vejamos: 8,3% na França, no Canadá e no Reino Unido (5 empresas, respectivamente); 6,6% no Japão (4 empresas); 3,3% na Holanda e na Alemanha (2 empresas, respectivamente); e, finalmente, 1,6% na Suíça, Itália e Austrália (1 empresa, respectivamente).

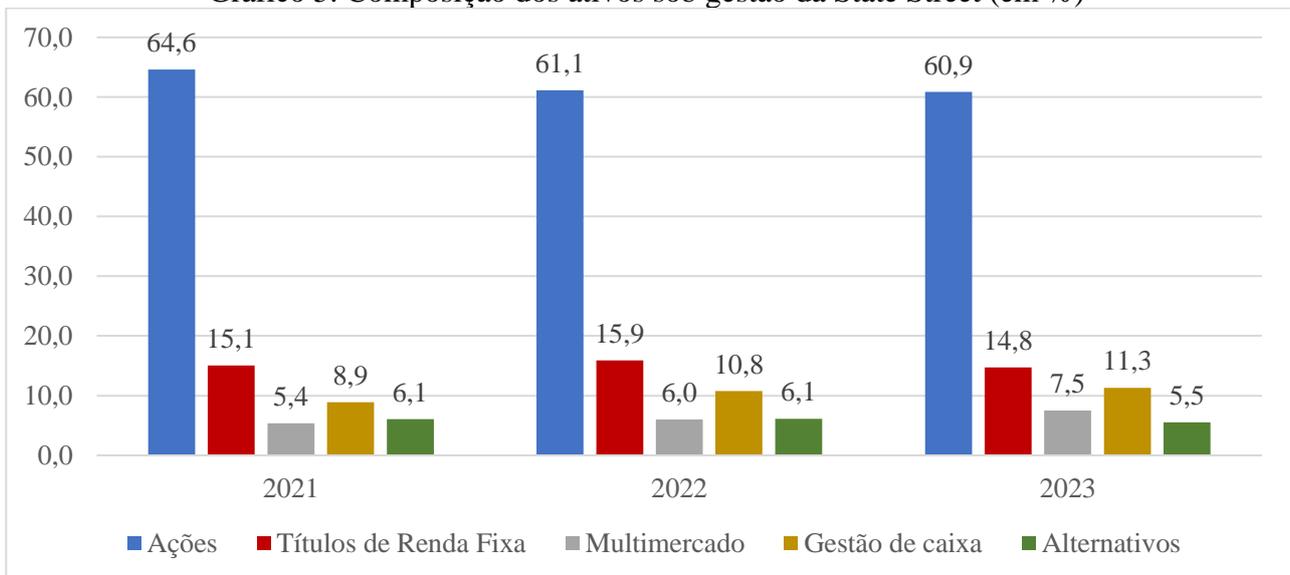
Ao mesmo tempo, quando observamos a gestão destes ativos financeiros, notamos, como apontamos ao longo do texto, que a maior parte dos ativos trata-se de títulos de propriedade (ações) das empresas. Observemos duas destas gestoras de ativos, a BlackRock e a State Street, nos gráficos 4 e 5 abaixo.

Gráfico 4. Composição dos ativos sob gestão da BlackRock (em %)



Fonte: BlackRock (2025).

Gráfico 5. Composição dos ativos sob gestão da State Street (em %)



Fonte: State Street (2025).

É notória a diferença na composição dos ativos sob gestão das duas administradoras. Em todos os anos indicados, o percentual é acima dos 50% para os estoques de ações das empresas, seguido dos títulos de renda fixa, com participação maior na BlackRock (cerca de 30%), e gestão de caixa (aplicação de dinheiro no mercado monetário), em torno de 8%. Já o item “alternativos” refere-se aos ativos imobiliários e *commodities* negociados nos mercados a termo e futuro. Desta forma, o que se nota é, como já era de se esperar, que a composição dos ativos é pautada na forma clássica de capital fictício apontada por Marx (2017).

No caso das ações, sua gestão envolve, como sabemos, possíveis relacionamentos diretos com a expectativa de criação de riqueza na produção, gerando valor e mais-valia, podendo ter, portanto, interferência real na precificação das ações; também o envolvimento no processo de gestão e

organização das firmas não-financeiras, já discutido há décadas na literatura especializada, mas que adquire novas configurações pós-crise de 2007-2009, e, ao mesmo tempo, o potencial de criação de lucros fictícios advindos dos movimentos especulativos, de curtíssimo prazo, de compra e venda dos títulos de propriedade nos mercados bursáteis.

É a dialética do real e do fictício em sua expressão máxima, recontextualizando historicamente o que Marx (2017, p. 534) já afirmava no século XIX:

os títulos de propriedade sobre sociedades por ações (...) Apenas dão direito a reclamar uma parte do mais-valor [mais-valia] a ser produzido por esse mesmo capital. Mas esses títulos se convertem também em duplicadas de papel do capital real (...) Convertem-se em representantes nominais de capitais inexistentes. (...) Na medida em que a acumulação desses títulos expressa a acumulação de ferrovias, minas, navios a vapor etc., ela expressa a ampliação do processo real de reprodução (...). Porém, como duplicatas que, em si mesmas, podem ser negociadas como mercadorias e, por isso, circulam como valores-capitais, elas são ilusórias e seu montante de valor pode diminuir ou aumentar com absoluta independência do movimento de valor do capital real, sobre o qual são títulos.

A relação entre a apropriação de capital fictício por gestoras de ativos e seu potencial de controle sobre o capital real é de proporcionalidade direta. Assim se passa, pois, ao aplicarem capital monetário nas cotas dos fundos de ações (quer ativos, quer de índice passivos), os aplicadores, clientes diretos das gestoras, confiam-nas o direito de voto atrelado às ações através de uma procuração, tornando-as proprietárias fiduciárias dos ativos financeiros. Considerando a totalidade de ativos em posse das grandes gestoras, infere-se que a capacidade de controle delas frente à administração de grandes conglomerados de capitais aos quais elas se conectam é bastante expressiva. E enquanto proprietárias fiduciárias desses capitais, elas enxergam como dever o seu direito fiduciário de voto para influenciar as práticas corporativas (Fichtner; Heemskerk, García-Bernardo, 2017).

O motivo básico do engajamento das gestoras de ativos nas assembleias gerais dos acionistas com os conselhos administrativos empresariais se explica pelo fato de que essas instituições financeiras são “proprietárias permanentes” dos capitais acionários compreendidos em seus fundos de índice passivos (Fichtner; Heemskerk, 2020). Ou seja, elas não podem revender as ações empacotadas em seus fundos indexados passivos, porque os índices são providos por agentes externos que os elaboram. Agentes esses que, sim, podem remover ou adicionar empresas do índice de acordo com performance financeira de cada empresa. Por isso, as gestoras de ativos são classificadas como *proprietárias permanentes* do capital empacotado nos seus fundos de gestão passiva (Fichtner; Heemskerk, 2020). E enquanto tais, elas estabelecem como meta supervisionar e controlar internamente os processos decisórios corporativos, além de, ao menos retoricamente, incentivar práticas de governança corporativa, social e ambiental sustentáveis, de longo prazo (Braun, 2020).

Entretanto, as gestoras de ativos costumam votar em grupo, geralmente alinhadas com as decisões dos conselhos de administração das empresas (Fichtner; Heemskerk, García-Bernardo, 2017), mesmo em pautas que focam na maximização do valor acionário no curto prazo, como as recompras de ações (Fichtner; Heemskerk, 2020). Para mais, as grandes “gestoras de ativos votam *contra* a maioria das propostas sociais e ambientais” (Groot; Koning, 2021, p. 4, grifo dos autores, tradução nossa) das empresas. Na realidade, o que se constata é que as grandes gestoras de ativos, assim chamadas *proprietárias universais permanentes*, aplicam capital monetário em capitais fictícios emitidos por empresas altamente poluentes, depredadoras do meio ambiente e deletérias para a humanidade (Phillips, 2024).

Essencialmente, as gestoras de ativos incorporam a conhecida racionalidade do capital, incessantemente aflito por autovalorizar a si mesmo, independentemente do caráter qualitativo ou das consequências dos seus investimentos produtivos ou das suas especulações, como é de se esperar, vestindo uma nova roupagem. Tão ou mais importante, o volume de capital fictício administrado por estes gestores de ativos constitui uma forma de capital autonomizada que adquiriu não só um peso importante no volume dos estoques e transações financeiras nas últimas décadas, servindo, hipoteticamente, como um aparato institucional de criação de novas potencialidades de lucros fictícios, desprovidos de riqueza real, produtiva. Desta forma, também passam a ocupar um lugar central na dinâmica especulativa no capitalismo contemporâneo, administrando, concentrando e centralizando uma massa de riqueza, em grande parte fictícia, na economia mundial.

Considerações finais

Procuramos apontar ao longo do texto que, diante de um dos fundamentos centrais da lei da acumulação capitalista, o processo de concentração e centralização do capital tem também reflexo, como algo adicional ao longo das últimas décadas, sobretudo após a crise de 2007, na concorrência entre os investidores institucionais, particularmente nas gestoras de ativos. Uma disputa por espaços de acumulação com interferência direta tanto na dinâmica da economia, como, por exemplo, na administração de uma massa crescente de ativos financeiros, componentes do capital fictício, com potencial ampliado de geração de fissuras e crises, aqui não explorado, quanto na interferência direta no processo de gestão das empresas industriais, de forma mais incisiva que em momentos anteriores à Grande Recessão de 2007, já que agora também capitaneado pelas gestoras de capital fictício.

Tal processo não é, como sabemos, novo na dinâmica e configuração do capitalismo, mas, como indicamos, traz traços particulares na acumulação capitalista no início do século XXI. Apesar da concentração e centralização na esfera financeira fazerem parte da lógica capitalista e intensificadas desde o início do período neoliberal, no último quartel do século XX, sugere-se que a maior fusão organizacional entre as gestoras de ativos financeiros e outras corporações não-financeiras e financeiras

se intensifica após a crise de 2007, marcando uma linha divisória dada pela inserção das empresas gestoras de ativos e o aumento ainda maior do controle institucional sobre as empresas acionárias, agora firmas também financeiras, conforme a literatura aponta.

Neste movimento, os capitais institucionais e individuais cada vez mais centralizam seus ativos na busca incessante de valorização fictícia de seus papéis e também na procura permanente de lucros advindos da rentabilidade financeira, podendo gerar um volume de capital fictício que tende a não se realizar no ciclo do capital.

Na procura infundável por lucratividade, advinda ou não da produção, vimos que os fundos passivos das gestoras dos ativos, com crescimento e participação expressiva nas carteiras, se contrapõem aos fundos ativos a partir do gerenciamento dos papéis pelo acompanhamento das oscilações do mercado, via algoritmos e sistemas automatizados das plataformas digitais, e não pela presença direta dos trabalhadores na tomada de decisões. A diligência pela lucratividade por via das variações nos índices compostos por títulos financeiros, nos remetem a uma intensificação dos movimentos especulativos que fazem parte da lógica da produção e reprodução capitalista, e que se intensificaram ainda mais nas últimas décadas com forte interferência na dinâmica da acumulação.

Ademais, a gestão passiva dos ativos não necessariamente, como insinuamos anteriormente, se baseia na expectativa de lucros futuros, fundados na mais-valia a ser produzida ulteriormente, mas se constitui “apenas” na oscilação presente do mercado, ganhando, e também perdendo, a partir dos movimentos especulativos no curtíssimo-prazo, um dos fundamentos dos lucros diferenciais hilferdianos e dos lucros fictícios.

Assim, a nova centralização de capitais se reconfigura pela via da atuação destas gestoras de ativos, em detrimento ou em proveito e parceria, com os proprietários dos ativos, no rol dos investidores institucionais, potencializando ainda mais a acumulação capitalista de “capitais inexistentes”, de “capitais ilusórios”, de capitais fictícios.

Referências bibliográficas

ADV RATINGS. World’s top asset management firms. 2024. Disponível em: <<https://www.advratings.com/top-asset-management-firms>>. Acesso em: 15 dez. 2024.

ANTUNES, Ricardo; DRUCK, Rosa. A terceirização sem limites: a precarização do trabalho como regra. **O Social em Questão**, v. 18, n. 34, 2015, p. 19-40, jun. 2015. Disponível em: <<https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=552264586001>>. Acesso em: 07 jan. 2025.

BEBCHUCK, Lucian; HIRST, Scott. The Specter of the Giant Three. *Boston University Law Review*, v. 79, 2019, pp. 721-741. Disponível em: <<https://www.bu.edu/bulawreview/files/2019/06/BEBCHUK-HIRST-1.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2024.

BLACKROCK. Financials. **Annual Reports & Proxy**. 2025. Disponível em: <<https://ir.blackrock.com/financials/annual-reports-and-proxy/default.aspx>>. Acesso em: 01 mar. 2025.

BLACKROCK. **2006 Annual Report**. Nova Iorque. 2007. Disponível em: <https://media.corporate-ir.net/media_files/irol/11/119943/BLK_06_final_business_section.pdf>. Acesso em: 05 jan. 2024.

BLACKROCK. **Quarterly Results**. Nova Iorque, BlackRock. out. 2024. Disponível em: <<https://ir.blackrock.com/financials/quarterly-results/default.aspx>>. Acesso em: 10 nov. 2024.

BRAUN, Benjamin. Asset Manager Capitalism as a corporate governance regime. *In*: HACKER, Jacob S.; HERTEL-FERNANDEZ, Alexander; PIERSON, Paul; THELEN, Kathleen. **American Political Economy: Politics, Markets, and Power**. Nova Iorque: Cambridge University Press, 2021, p. 270-294.

BRAUN, Benjamin. From performativity to political economy: index investing, ETFs and asset manager capitalism. *New Political Economy*, v. 21, n. 3, p. 257-273. Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/13563467.2016.1094045>>. Acesso em: 10 nov. 2024.

CARCANHOLO, Reinaldo A.; SABADINI, Maurício de S. Capital fictício y ganancias ficticias. **Herramienta**, v. 37, p. 3-51, 2008.

CALDENTEY, Esteban P. Quantitative Easing (QE), changes in global liquidity, and financial instability. **International Journal of Political Economy**, v. 46, n. 2, p. 91-112, 2017. Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/08911916.2017.1383695>>. Acesso em: 05 jan. 2025.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J.; BROWN, Stephen J.; GOETZMANN, William N. **Moderna teoria das carteiras e análise de investimentos**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2012.

FARHI, Maryse. Revelações da crise: moeda fiduciária e as relações Tesouro/Banco Central. **Revista de Economia Política**, v. 34, n. 3, p. 396-412, jul.-set. 2014. Disponível em: <<https://repositorio.unicamp.br/acervo/detalhe/1211106>>. Acesso em: 05 jan. 2025.

FICHTNER, Jan; HEEMSKERK, Eelke M.; GARCIA-BERNANDO, Javier. Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. **Business and Politics**, v. 19, n. 2, 2017, pp. 298-226. Disponível em: < 10.1017/bap.2017.6 >. Acesso em: 10 nov. 2024.

FICHTNER, Jan; HEEMSKERK, Eelke M. The New Permanent Universal Owners: Index funds, patient capital, and the distinction between feeble and forceful stewardship. **Economy and Society**, v. 49, n. 4, 2020, pp. 493-515. Disponível em: <<https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/03085147.2020.1781417>>. Acesso em: 10 nov. 2024.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. FMI. Data bank. World Economic Outlook. **Fundo Monetário Internacional**. out. de 2024. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2024/October/>>. Acesso em: 10 nov. 2024.

GOLDSTEIN, Matthew. Fed Releases Details of BlackRock Deal for Virus Response. **The New York Times**, New York, 28 mar. 2020. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2020/03/27/business/coronavirus-blackrock-federal-reserve.html>>. Acesso em: 10 nov. 2024.

GROOT, Wilma de; KONING, Jan de. Sustainable voting behavior of asset managers: Do they walk the walk? **SSRN Working Paper**, n. 3783454. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3783454#paper-citations-widget>. Acesso em: 05 jan. 2025.

GUTTMANN, Robert. Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. *Novos Estudos Cebrap, Dossiê Crise Econômica*, v. 82, nov. 2008. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/S0101-33002008000300001>>. Acesso em: 10 nov. 2024.

- HABERLY, Daniel; MACDONAL-KORTH, Duncan; URBAN, Michael; WÓJCIK, Dariusz. Asset Management as a Digital Platform Industry: A Global Financial Network Perspective. **Geoforum**, v. 106, 2019, p. 167-181. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0016718519302520>>. Acesso em: 06 jan. 2025.
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE. **Statistics**. 2024. Disponível em: <<https://www.icifactbook.org/index.html>>. Acesso em: 15 dez. 2024.
- MAHER, Steven; AQUANNO, Scott. **The Fall and Rise of American Finance: From J.P. Morgan to BlackRock**. 1. ed. London/New York: Verso. 2024.
- MAHER, Steven; AQUANNO, Scott. The New Finance Capital: corporate governance, financial power, and the State. **Critical Sociology**, v. 48, n. 1, p. 1-19, 2022. Disponível em: <<https://doi.org/10.1177/0896920521994170>>. Acesso em: 21 nov. 2024.
- MARX, Karl. **O Capital: crítica da economia política. O processo de produção do capital**. Livro 1. 1. ed. São Paulo: Boitempo Editorial. 2011.
- MARX, Karl. **O Capital: crítica da economia política. O processo de circulação do capital**. Livro 2. 1. ed. São Paulo: Boitempo Editorial. 2014.
- MARX, Karl. **O Capital: crítica da economia política. O processo global de produção capitalista**. Livro 3. 1. ed. São Paulo: Boitempo Editorial. 2017.
- MATTOS, Olivia M. B. **Bancos “Shadow Banks” e moeda endógena: desafios à política monetária do Federal Reserve no século XXI**. 2015. Tese (Doutorado em Ciências Econômicas). Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2015.
- NASDAQ. National Association of Securities Dealers Automated Quotations. **Market Activity. Stocks**. 2024. Disponível em: <<https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks>>. Acesso em: 10 nov. 2024.
- PAINCEIRA, Juan P. **Financialisation in Emerging Economies: changes in Central Banking**. London and New York: Routledge, 2002.
- PHILLIPS, Peter. **Titans of Capital: How concentrated wealth threatens humanity**. Fair Oaks/New York: The Censored Press/Seven Stories Press. 2024.
- PLIHON, Dominique. **Le nouveau capitalisme**. Paris : Éditions La Découvert, 2003.
- ROBERTS, Michael. **The Great Recession: profit cycles, economic crisis. A marxist view**. Morrisville: Lulu Press. 2009.
- ROBERTS, Michael. **The Long Depression: how it happened, why it happened, and what happens next**. Chicago: Haymarket Books. 2016.
- ROMPOTIS, Gerasimus G. An empirical comparing investigation on exchange traded funds and index funds performance. **Capital markets: asset pricing and valuation**, p. 1-17, 2006. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=903110>. Acesso em: 06 jan. 2025.
- SABADINI, Mauricio de S. NAKATANI, Paulo. A respeito das taxas de lucro e juros em Marx. **Análise Econômica**, v. 38, n. 76, p. 55-74, jun. 2020. Disponível em: <<https://doi.org/10.22456/2176-5456.77602>>. Acesso em: 17 jan. 2025.
- SABADINI, Mauricio de S. O capital fictício e suas formas: lucros de fundador, diferencial e fictício. In: GOMES, Helder (org.). **Especulação e lucros fictícios: formas parasitárias da acumulação contemporânea**. São Paulo: Outras Expressões. 2015.
- SAUVIAT, Catherine. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAIS, François (Org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências**. São Paulo: Boitempo, 2005.3

SOTO, Olga P.; MELLO, Gustavo M. C. O capital portador de juros em Marx. In: MELLO, Gustavo M. C.; Nakatani, Paulo. **Introdução à crítica da financeirização**: Marx e o moderno sistema de crédito. 1. ed. São Paulo: Expressão Popular. 2021.

S&P GLOBAL. **Índice S&P 500**. 2024. Disponível em: <<https://www.spglobal.com/spdji/pt/indices/equity/sp-500/#overview>>. Acesso em: 29 nov. 2024.

STATE STREET. Filings and Reports. **Annual Reports and Proxy Statements**. 2025. Disponível em: <<https://investors.statestreet.com/filings-and-reports/annual-reports/default.aspx>>.

STATE STREET. **Annual Report 2006**. Boston. 2007. Disponível em: <[https://s203.q4cdn.com/888565246/files/doc_financials/2006/ar/2006-Annual-Report-\(1\).pdf](https://s203.q4cdn.com/888565246/files/doc_financials/2006/ar/2006-Annual-Report-(1).pdf)>. Acesso em: 01 mar. 2025.

STATE STREET. **Quarterly Results**. Boston. 2024. Disponível em: <https://s203.q4cdn.com/888565246/files/doc_financials/2024/q3/STT-3Q24-Earnings-Press-Release-vFinal.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2024.

TIROLE, Jean. **The Theory of Economic Organization**. Cambridge/Londres: MIT Press. 1988.

TEIXEIRA, Adriano L. A.; SABADINI, Mauricio de S. Marx e a categoria lucros fictícios. In: MELLO, Gustavo M. de C. (org.). **Especulação e lucros fictícios II**. Marília: Lutas Anticapital. 2023.

VANGUARD. **Vanguard in a nutshell**. Pensilvânia. 2024. Disponível em: <<https://www.ch.vanguard/content/dam/intl/europe/documents/en/vanguard-in-a-nutshell-eu-en.pdf>>. Acesso em: 12 jan. de 2024.

VANGUARD. **Why investors choose Vanguard**. Pensilvânia. 2025. Disponível em: <<https://investor.vanguard.com/about-us/why-vanguard#modal-value-of-ownership>>. Acesso em: 10 jan. 2025.