

DINÂMICA DOS FINANCIAMENTOS: ESCRITURAS DE EMPRÉSTIMOS PAULISTANAS (1912-1928)

Renato Leite Marcondes ¹

Resumo: As primeiras décadas do século XX foram marcadas pela expansão e diversificação do crédito e do sistema financeiro nacional com diferentes operadores e instrumentos, em função principalmente do crescimento das instituições bancárias. Já existe uma literatura bastante consolidada a respeito do mercado bancário paulistano. Neste artigo tentamos ampliar a discussão e compreender não apenas o crédito fornecido pelos bancos. Tal análise realiza-se por meio das informações das escrituras de empréstimos paulistanas entre 1912 e 1928, compreendendo hipotecas, penhores, debêntures e financiamentos municipais transacionadas na sua maioria fora das instituições bancárias.

Palavras-chave: escrituras, empréstimos, hipotecas, penhores, debêntures, quitação.

Abstract: The first decades of the 20th century were marked by the expansion and diversification of credit and the financial system with different operators and instruments, mainly due to growth in banks. There is already an established literature on the São Paulo's banking market. In this article we try to expand the discussion and understand not only the credit provided by banks. The analysis is carried out by means of the information from the scriptures of loans of São Paulo between 1912 and 1928, including mortgages, pawns, debentures, bonds and municipal financing.

Keywords: scriptures, loans, mortgages, pawns, debentures, discharge.

JEL: N36

Área ANPEC 3 - História Econômica

¹ Professor da FEA-RP/USP. Agradeço o apoio da Fapesp (2012/09121-2). Agradeço também os comentários de Teresa Marques.

DINÂMICA DOS FINANCIAMENTOS: ESCRITURAS DE EMPRÉSTIMOS PAULISTANAS (1912-1928)

Após a crise monetária e financeira do Encilhamento e da política de ajuste do ministro da Fazenda Joaquim Murinho no governo Campos Salles, as primeiras décadas do século XX foram marcadas pela expansão e diversificação do crédito e do sistema financeiro nacional com diferentes operadores e instrumentos, em função principalmente do crescimento das instituições bancárias. Já existe uma literatura bastante consolidada a respeito do mercado bancário paulistano.² Neste artigo tentamos ampliar a discussão e compreender não apenas o crédito fornecido pelos bancos. Tal análise realiza-se por meio das informações das escrituras de empréstimos paulistanas entre 1912 e 1928, compreendendo hipotecas, penhores, debêntures e financiamentos municipais transacionadas na sua maioria fora das instituições bancárias.³ Os resultados apontam para um mercado dinâmico até a Primeira Grande Guerra, recuperando-se posteriormente ao conflito, mas sem a pujança anterior. Esse fato decorreu principalmente dos lançamentos expressivos de debêntures no período anterior à guerra, que não se mantiveram mesmo depois do conflito.

A cidade de São Paulo apresentou uma vigorosa expansão demográfica e econômica no início do século XX, recebendo um afluxo expressivo de imigrantes nacionais e principalmente estrangeiros. Os investimentos alcançaram a infraestrutura urbana, indústria, comércio e serviços públicos, como energia elétrica, iluminação, transporte e comunicação.⁴ Esse crescimento das inversões elevou a necessidade de construções, de terrenos e de crédito, valorizando essas propriedades. As atividades financeiras ganhavam cada vez mais destaque. A economia cafeeira no interior do Estado possibilitou uma acumulação de capitais bastante expressiva, que apoiou não apenas o crescimento da produção de café bem como esses investimentos na capital. Desde o final do século XIX, os bancos estrangeiros e nacionais tornaram-se importantes agentes financeiros, assumindo as instituições brasileiras uma parcela significativa das operações. A Bolsa de Valores de São Paulo também auxiliou no processo de diversificação das formas de financiamento, possibilitando a negociação de títulos públicos e privados em moeda nacional ou estrangeira, como apólices da União, Estados e câmaras municipais, letras hipotecárias de bancos de crédito real, ações e debêntures de companhias.⁵ A diversificação do mercado de capitais e a ampliação da atuação dos bancos permitiram a rápida expansão após a crise financeira do início do

² Ver Saes (1986), Costa (1988), Hanley (2005) e Chavantes (2004).

³ Em geral, os bancos são intermediários nas colocações das debêntures para os tomadores finais, podendo subscrever temporariamente esses papéis. Para as hipotecas, a participação bancária na capital paulista chegou a 7,5% do número e 15,9% dos valores em 1909 (cf. MARCONDES, 2014, p. 767). Entre 1912 e 1920, a parcela dos bancos foi de 4,7% do número e 22,4% dos valores. No caso do penhor, a presença deles deve ter sido mais expressiva, como veremos adiante algumas indicações nesse sentido.

⁴ Ver, por exemplo, Rolnik (1997).

⁵ Ver Hanley (2001 e 2005).

século, facilitadas pela reorganização do Banco do Brasil em 1905 com o controle público, a política de defesa do café e a estabilidade cambial com a Caixa de Conversão de 1906 a 1914 e, depois, com a Caixa de Estabilização de 1926 a 1930. Anne Hanley (2005) chamou a atenção para um renascimento da bolsa e de suas negociações com títulos em geral após 1906 num quadro macroeconômico favorável, porém depois de 1913 tal tendência reverteu-se.

O desenvolvimento da cidade conduziu a busca de novas formas de financiamento para as atividades econômicas dinâmicas do início do século XX.⁶ O crédito imobiliário assumiu papel relevante para os investimentos na expansão urbana de São Paulo, por meio de diferentes agentes, como construtoras, caixas de aposentadoria e pensão, sociedades, cooperativas e associações.⁷ As sociedades anônimas também buscaram se financiar por meio de ações e debêntures. Objetivamos neste artigo discutir, numa primeira seção, os negócios imobiliários por meio das escrituras de compra e venda com ou sem pacto adjeto de hipoteca ou penhor de bens entre 1912 e 1928, tentando demonstrar sua relação com o financiamento hipotecário. Numa segunda seção, discutimos as quitações e os empréstimos neste período, como um modo de avaliar o funcionamento desse mercado. Por fim, apresentamos os diferentes tipos de empréstimos desses anos e destacamos as debêntures como um meio importante para as sociedades anônimas se financiarem naquela época.

Muitos instrumentos foram utilizados para ampliar e garantir os financiamentos com ou sem colaterais, como hipotecas, debêntures, arrecadação de impostos e penhores agrícolas e mercantis. Apesar de servirem para distintos propósitos como veremos adiante, esses últimos tipos de instrumentos financeiros foram tomados como empréstimos em nossa pesquisa para este artigo. Doravante consideramos empréstimos a totalidade desses financiamentos.⁸ As fontes utilizadas foram as informações do número e do valor anual das transações registradas legalmente nas escrituras de empréstimos e seus diferentes tipos, quitações e compra e venda de bens para os cartórios de notas da capital de São Paulo.⁹

⁶ Segundo o número de estabelecimentos tributados na capital de São Paulo entre 1914 e 1929, os setores que mais cresceram nesse período foram indústrias extrativas, comércio de imóveis e de valores mobiliários e o setor de serviços (cf. NOZOE, 1984, p. 51).

⁷ A estatística do imposto predial da capital do Estado informou um crescimento do número de prédios na cidade de 22.407 em 1900 para 36.697 em 1912, dos quais 410 em construção no primeiro ano e 616 no segundo (Cf. REPARTIÇÃO DE ESTATÍSTICA E ARCHIVO DO ESTADO, 1914, p. 198). No final do nosso período em estudo, o total de prédios na capital chegou a 99.247, dos quais 1.231 em construção (Cf. REPARTIÇÃO DE ESTATÍSTICA E ARCHIVO DO ESTADO, 1932, p. 70-72). Outra evidência da expansão urbana é o crescimento do número de prédios com mais de um andar além do térreo, que eram apenas 162 em 1912 e passou a 718 em 1928, apontando um crescimento superior ao número total e uma verticalização da cidade.

⁸ Ainda consideramos como empréstimo dois casos de anticrese em 1912, que garantem a renda de uma propriedade imóvel para o pagamento do financiamento, e os financiamentos com garantia de rendas municipais, totalizando 65 escrituras. Não consideramos as fianças como empréstimos nessa pesquisa.

⁹ As informações dos vários tabelionatos da capital foram consolidadas nos Anuários Estatísticos de Estado de São Paulo (Brasil) de 1912 a 1928 (ver REPARTIÇÃO DE ESTATÍSTICA E ARCHIVO DO ESTADO,

Compra e venda de bens e hipotecas

No período em estudo, houve um vigoroso crescimento das transações imobiliárias, acompanhadas por meio das escrituras de compra e venda de bens, que em geral se referem a imóveis.¹⁰ Se no momento anterior a Primeira Grande Guerra realizava-se ao redor de seis mil negócios, depois de pouco mais de dez anos, o total alcançou cerca de catorze mil, apesar da retração durante o conflito. O Gráfico 1 apresenta a evolução do número de escrituras de compra e venda conjuntamente ao das hipotecas. Tal dinâmica demonstrou-se fortemente relacionada à expansão do crédito hipotecário, seja quando observamos o número de transações ou mesmo de valores dos negócios, que veremos a seguir.¹¹ No geral, verificamos um comportamento semelhante das duas variáveis, retraindo-se fortemente durante a guerra e se recuperando posteriormente. Na década de 1920, o patamar de negociações superou o anterior à guerra, mas se estabilizou na segunda metade da década.

A retração dos negócios iniciou antes mesmo da eclosão da guerra e se amplificou durante o conflito.¹² A redução ocorreu primeiramente para as compras e vendas de bens e posteriormente para as hipotecas, aproximando os montantes transacionados das duas variáveis em 1914 e 1915.¹³ Quando da recuperação dos mercados, essa se revelou inicialmente para as compras e vendas, alargando a diferença entre as duas séries. Tal fato aponta para a existência de certa defasagem entre as duas

vários anos). Não incluímos na pesquisa em tela: procurações, contratos de arrendamentos e constituição de sociedade anônima, escrituras diversas, de divisão e demarcação, testamentos, distratos comerciais e outros e escrituras de rescisão de contratos.

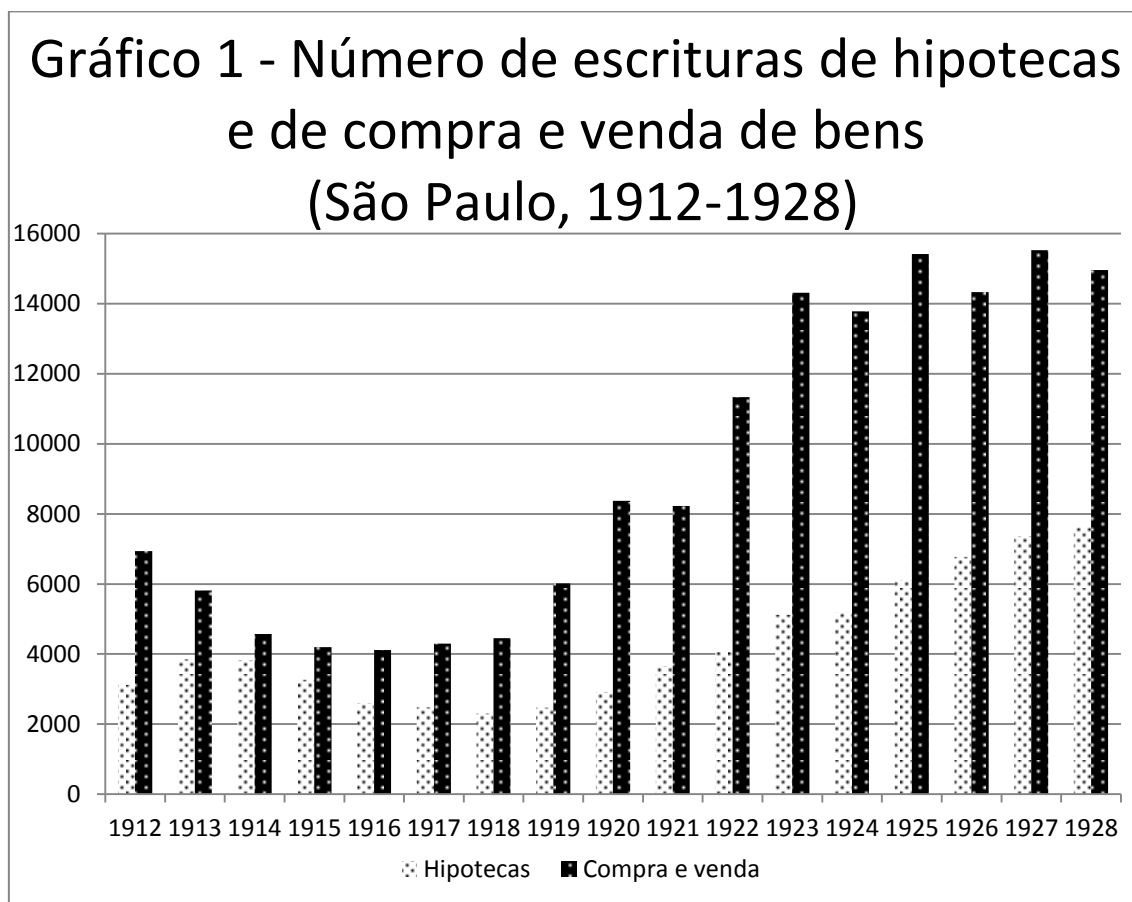
¹⁰ A partir da estatística predial podemos observar uma forte correlação entre o número e valores das escrituras de compra e venda de bens e o número e o total arrecadado de prédios da cidade de 0,857 e 0,795, respectivamente.

¹¹ A correlação entre o número e os valores reais das escrituras de empréstimos hipotecários e de compra e venda revelou-se elevada, chegando a 0,896 e 0,631, respectivamente. Tal resultado distingue-se do verificado com relação às debêntures e a compra e venda, pois não notamos correlação estatisticamente significativa entre elas. No caso dos penhores, a relação entre eles e a escrituras de compra e venda mostrou-se negativa, ao contrário das hipotecas (-0,724 e -0,544, respectivamente). Assim, salientamos a forte associação entre hipotecas e compra e venda de bens, mas não com os outros instrumentos analisados neste artigo.

¹² Adolpho Botelho de Abreu Sampaio que era o diretor da *Repartição de Estatística e Arquivo do Estado* naquela época e que publicava os Anuários Estatísticos de São Paulo, denunciava ao final de 1913 na imprensa a deterioração da economia por meio do movimento dos tabelionatos: “*É a situação da desconfiança no dia seguinte, o receio da queda dos valores imobiliários sobre os quais repousa toda a riqueza particular, tendo por causa o retraimento do crédito exclusivamente, porque não existe positivamente uma causa real para este estado de coisas. Diminuíram notavelmente as escrituras de quitação (...) Ainda ao retraimento do crédito em geral é que deve ser atribuída esta estagnação no movimento dos negócios, dificultando a solução dos débitos comerciais.*” (cf. *O Estado de São Paulo* de 28 de dezembro de 1913, p. 8). De 1912 a 1913, o crédito real calcado em penhores e hipotecas ainda cresceu, mas os negócios imobiliários declinaram. Dado o retraimento do crédito em geral, como pessoal e comercial, a importância relativa do crédito real elevou-se ainda mais no período.

¹³ A parcela das hipotecas no número de escrituras de compra e venda chegou a 83,6% em 1914.

operações, muitas vezes iniciada pela operação de compra e venda e posteriormente completada pela hipoteca do imóvel.

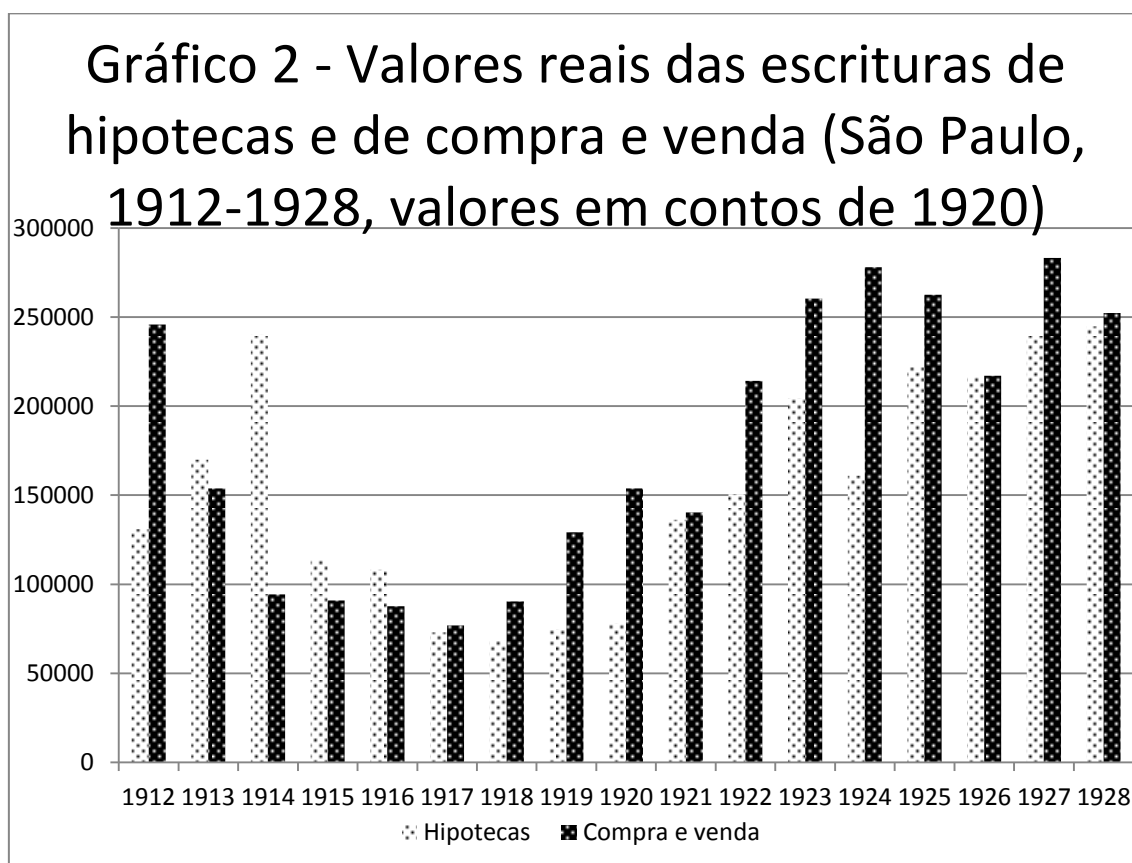


Aos poucos, durante a década de 1920, ocorreu um aumento da participação das hipotecas relativamente às compras e vendas de bens, atingindo montante próximo ao patamar anterior à guerra. Essa participação terminou o período considerado em cerca da metade do número de transações (50,9%). No todo entre 1912 e 1928, verificamos uma participação de 46,4% no número de transações. Assim, as hipotecas representaram, em geral, quase a metade do número de escrituras de compra e venda de bens.

Em termos dos valores reais, a participação das hipotecas nos valores de compra e venda apresentou-se ainda mais elevada, atingindo 86,8% no conjunto do período em análise (1912-1928).¹⁴ As transações hipotecárias envolveram, em média, valores superiores aos das escrituras de compra e venda: 36,2 contos de réis e 19,4, respectivamente. Podemos pensar, *grosso modo*, em hipotecas para financiar as

¹⁴ Utilizamos o deflator implícito do produto de Haddad (1978), publicado em IBGE (1990, p. 177). Os valores foram convertidos para contos de réis de 1920.

aquisições ou investimentos em imóveis de maiores valores.¹⁵ Entre 1913 e 1916, os valores hipotecários chegaram a superar os das escrituras de compra e venda, conforme o Gráfico 2. Apesar da correlação entre as duas variáveis apresentadas no gráfico, a retração dos valores de compras e vendas nos primeiros anos ocorreu em face a uma expansão das hipotecas nesse momento, possivelmente em decorrência da defasagem das operações. Desse modo, houve uma correção da discrepância das séries na passagem do ano de 1914 para 1915, quando ocorreu uma forte retração das hipotecas e uma pequena redução das compras e vendas.



Se compararmos com o comportamento do número, a diminuição foi mais expressiva para os valores reais. Por outro lado, como ocorrido para a série de número de transações, a recuperação real dos montantes transacionados ocorreu apenas no meado da década de 1920, sendo primeiro para as escrituras de compra e venda e depois para as hipotecas, mas não chegaram a superar em grande monta os valores pré-guerra como ocorreu com o número. De forma semelhante, o arrefecimento das escrituras de

¹⁵ O comportamento dos valores hipotecados guardava uma relação com o da receita do imposto sobre o capital particular empregado em empréstimos (cf. SECRETARIA DA FAZENDA E DO TESOUREIRO DO ESTADO DE SÃO PAULO, 1930, p. 243), alcançando uma correlação de 0,898. Esses empréstimos eram feitos em geral por pessoas físicas e não jurídicas, como bancos. Para as escrituras de empréstimos de penhor com a receita do imposto a correlação mostrou-se mais reduzida: 0,560.

compra e venda ocorreu primeiro do que o das hipotecas na segunda metade da década de 1920, aproximando os dois montantes. Destarte, não obstante a defasagem temporal, as duas variáveis apresentadas nos gráficos 1 e 2 são fortemente relacionadas, apontando para a importância da hipoteca para o financiamento dessas aquisições de imóveis.

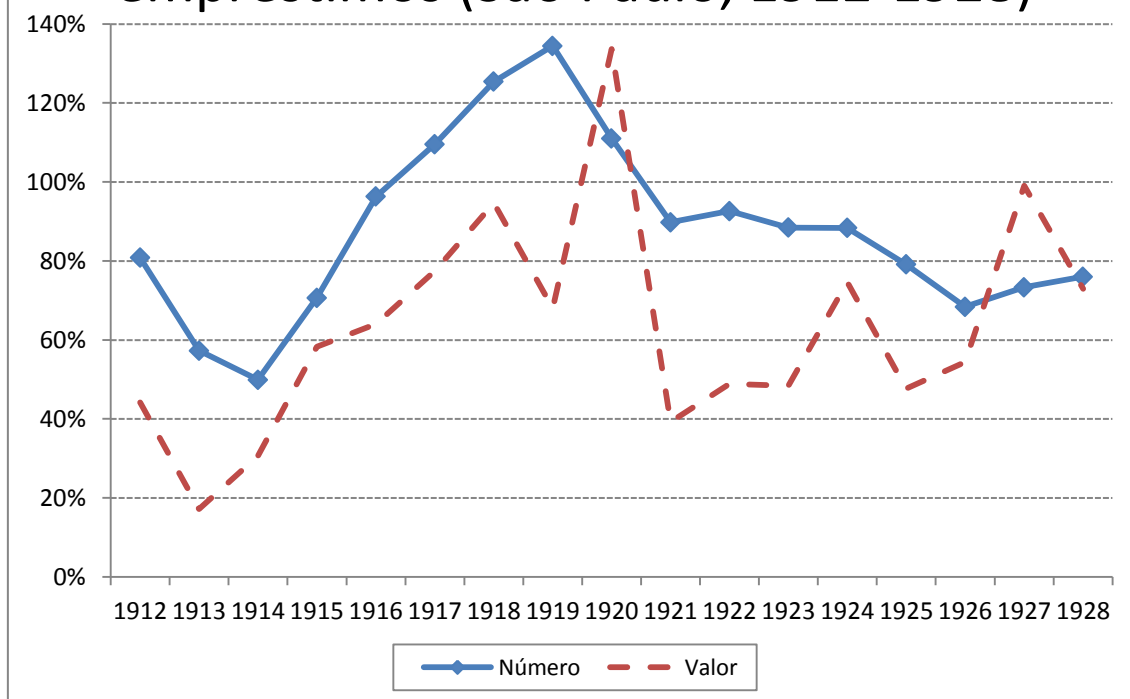
Quitações e Empréstimos

Outro modo de avaliar o funcionamento do mercado dos empréstimos é por meio do seu pagamento, indicando a solvência dos devedores. A escrituração nos livros cartorários das quitações dos empréstimos possibilita analisar a ocorrência de pagamento do financiamento.¹⁶ O Gráfico 3 fornece a razão entre o número e valores quitados relativamente às concessões de empréstimos num idêntico ano. No conjunto do período, verificamos patamares bastante expressivos de quitações, atingindo 83,0% do número, mas apenas 54,8% dos valores emprestados entre 1912 e 1928.¹⁷ Não obstante a falta de dados comparáveis para melhor avaliação desse resultado, ele nos parece apontar para uma solvência bastante significativa no conjunto do período, marcado por conjunturas adversas, como a grande guerra.

¹⁶ Elizabeth Santos de Souza analisou um conjunto de escrituras de venda, dívida e quitação da praça carioca no início do século XIX e verificou “*Em relação as 863 escrituras arroladas no período de 1808 a 1821, dificilmente verificou-se a repetição de nomes entre os que concediam crédito. Quando isso acontecia, geralmente, estava interligando duas escrituras com naturezas díspares, a saber, a escritura de dívida e de quitação. Movimentação coerente, pois ao analisar um recorte temporal de 13 anos, supõe-se que parte dos indivíduos que iniciou obrigação de dívida neste período teve meio de juntar pecúlio para liquidar a responsabilidade adquirida em época anterior.*” (2015, p. 102).

¹⁷ Além do não pagamento, outras explicações podem ser colocadas para quitações menores do que os empréstimos. Há também financiamentos pagos que não se fez a escritura de quitação, talvez pela falta de interesse das partes em oficializar a baixa do débito (muitos empréstimos foram cancelados muitos anos mais tarde pelo tabelião). Por fim, devemos salientar que as quitações foram muito reduzidas relativamente às concessões nos primeiros anos das séries, especialmente em termos de valores. Tal resultado decorre, talvez, da elevada presença de debêntures que possuíam prazos mais longos muitas vezes acima de dez anos, como veremos adiante.

Gráfico 3 - Quitações sobre os empréstimos (São Paulo, 1912-1928)



Como a quitação refere-se a uma transação realizada no passado, o número e os valores de quitadas mantêm-se proporcionais as transações anteriores. Assim, o crescimento das quitadas durante a guerra decorre do menor número de novos empréstimos correntes relativamente a um crescente número de quitadas até 1920. Nesse momento chegou-se a ter mais quitadas do que novos financiamentos relevando uma contração significativa dos empréstimos nessa época. Na década de 1920, a situação alterou-se, apresentando o crescimento de novos financiamentos maior do que o das quitadas. Os valores tenderam a atingir uma participação menor do que o número na razão quitação sobre concessões, em parte em decorrência da inflação durante a guerra e mesmo durante o início da década de 1920. A partir do estabelecimento da Caixa de Estabilização em 1926, houve deflação num cenário de menor expansão do crédito, possibilitando a proporção de valores quitados sobre concessões relativamente maior do que a de número.¹⁸ O fluxo de pagamentos aponta a possibilidade de manutenção do mercado de financiamentos.

Uma forma de avaliar a importância relativa dos empréstimos nessa época consiste na comparação com o PIB brasileiro estimado por Haddad (1978), evitando uma análise apenas em termos absolutos e os problemas com a flutuação dos preços durante o período em análise. O Gráfico 4 fornece a participação dos empréstimos em relação ao PIB brasileiro. Verificamos uma elevada presença dos empréstimos

¹⁸ De 1920 para 1921 houve deflação também facilitando a superação dos valores quitados sobre as concessões relativamente maior do que a de número. A inflação utilizada foi a medida pelo Deflator implícito do PIB calculado por Haddad (1978).

paulistanos em 1912 e 1913, oscilando ao redor de 4% do PIB do país. Em 1914, já ocorreu uma diminuição dos financiamentos no PIB brasileiro em decorrência da eclosão do conflito mundial, atingindo 3%.¹⁹ A continuidade da Grande Guerra conduziu a uma retração mais significativa, chegando em 1918 a menos de um ponto porcentual do PIB. Na década de 1920, houve uma elevação, mas manteve-se entre um e um e meio ponto porcentual do PIB, sem tendência a recuperar o patamar pré-guerra.



A recuperação do número e dos valores reais na década de 1920 observada no gráfico 1 e 2 foi muito mais limitada em termos do PIB brasileiro, apenas acompanhando o seu dinamismo, apesar de São Paulo passar por um momento mais

¹⁹ Na praça carioca, o Jornal do Comércio informou, por meio do seu Retrospecto de 1914, um ajuste nas condições de empréstimos dos bancos durante esse ano relativamente ao anterior: “As letras descontadas importavam, em dezembro de 1914, em 250.341 contos e os empréstimos em conta corrente em 344.552 contos; correspondendo a estas somas, em igual mês de 1913, as de 292.669 e 439.779 contos, vê-se que os descontos diminuiram (...) e os empréstimos também decresceram (...)” (1915, p. 9). No Retrospecto do ano seguinte, o movimento bancário mostrou-se de uma relativa estabilidade com “depósitos e dinheiro em caixa aumentados, mas operações de empréstimos e descontos diminuídas; o que demonstra retração do crédito e, portanto, persistência de uma situação desfavorável ao desenvolvimento das fontes do trabalho e produção.” (1916, p. 4).

expansivo nessa época do que o conjunto do país. Esse comportamento foi compartilhado também pelo sistema bancário brasileiro, como apontado por Raymond Goldsmith (1986, p. 167). Após uma rápida recuperação depois do término da guerra, a participação dos empréstimos e depósitos dos bancos no PIB reduziu-se entre 1921 e 1929, demonstrando um período de menor expansão financeira relativamente ao produto.

O dinamismo do mercado financeiro como um todo nacional e internacional nos anos anteriores a Primeira Grande Guerra possibilitaram formas novas de financiamento, impulsionando os empréstimos nesse período. Assim, na próxima seção, analisamos os diferentes tipos de financiamento, além das já discutidas hipotecas, que nos auxiliam a entender a dinâmica dos empréstimos.

Tipos dos empréstimos

A hipoteca foi um instrumento bastante recorrente para emprestar desde o período colonial. Da mesma forma, os penhores também eram comuns naquela realidade da América portuguesa. A existência de garantias reais como escravos, plantações, benfeitorias, edificações, maquinaria, mercadorias e terras facilitavam os financiamentos por meio desses dois instrumentos. Durante a segunda metade do século XIX uma nova legislação facilitou e incentivou a concessão de empréstimos hipotecários, especialmente a legislação de 1864-65 e de 1875.²⁰ O Banco de Crédito Real de São Paulo criado em 1882 financiava por meio de hipotecas e penhores, lançando letras hipotecárias ao público a fim de emprestar aos agricultores em valores e condições mais favoráveis.

Essa legislação hipotecária também aprimorou o penhor de cativos mediante registro próprio, salientando a utilização desse instrumento no período escravista. Os penhores de pequenas quantias por meio principalmente de joias e objetos preciosos também se destacaram a partir das décadas de 1860 e 1870, por conta de uma nova instituição, o Monte Socorro associado a Caixa Econômica da Corte (1861) e, posteriormente, de outras províncias.²¹ Os comissários, comerciantes e bancos também se utilizavam do penhor agrícola da safra corrente ou futura para financiar os agricultores, como o Banco de Crédito Hipotecário e Agrícola do Estado de São Paulo a partir de 1909 e o de Custeio Rural no Estado de São Paulo entre 1906 e 1914.²²

²⁰ Lei 1.237 de 24 de setembro de 1864, regulamento 3.453 de 26 de abril de 1865 e Decreto 2.687 de 6 de novembro de 1875. Posteriormente, outras leis modificaram certos aspectos da legislação, mantendo as principais características do registro hipotecário criado a partir de 1864.

²¹ Decreto nº 2.723, de 12 de Janeiro de 1861. Outras instituições privadas também realizavam penhores, pois não havia o monopólio da Caixa naquela época.

²² O Banco de Crédito Hipotecário e Agrícola do Estado de São Paulo (posteriormente redenominado para Banespa) realizava sistematicamente hipotecas e penhores no Estado de São Paulo em valores

Além dos impostos e taxas, as Câmaras Municipais financiavam-se por meio de emissão de apólices públicas e empréstimos internos e externos, dentre eles alguns com garantia em rendas municipais por meio de escrituras.²³ Neste artigo, consideramos apenas esse último tipo de empréstimos. Provavelmente, esses financiamentos eram dados a municípios para ser pagos com as receitas de impostos e taxas.²⁴

Apesar das debêntures já existirem desde o Império, principalmente para ferrovias e engenhos centrais, as novas leis no início da República facilitaram o seu lançamento para empresas de maior porte, em geral sociedades anônimas.²⁵ Esses quatro instrumentos foram as principais formas de empréstimos lavrados em escrituras nos cartórios paulistanos na época em questão, pois a anticrese foi pouco significativa, como veremos adiante.

Devemos salientar que esses financiamentos apresentaram características bastante distintas entre si. Isto pode ser corroborado por meio da análise dos valores médios negociados entre 1912 e 1928. As hipotecas anotaram, para a totalidade desses anos, um valor real médio aproximado de 36 contos, enquanto o penhor mercantil um montante um pouco superior: 49 contos. Já os penhores agrícolas detinham, ao contrário, valor médio muito superior ao dos dois instrumentos anteriores, chegando a 127 contos. Assim, esses dois tipos de penhores diferem dos das Caixas, que eram de pequenos valores, como mencionados anteriormente.

Os demais dois tipos de empréstimos eram em grandes montantes, pois se referiram a Câmara Municipal ou grandes companhias. Os empréstimos garantidos por renda municipal detinham um valor médio de quase dois mil contos (1.846), distintos dos dois anteriormente referidos acima. Sem dúvida, as operações com debêntures

substantivos. De forma ilustrativa, o balanço desse banco ao final de 1912 apontava a existência de quase 22 mil contos em empréstimos, dos quais mais de doze mil em hipotecas, três mil em títulos descontados e o restante em contas correntes garantidas por hipotecas (1.637 contos), penhores agrícolas (1.160) e mercantis (319), ações (512), letras (575) e *warrants* (1.919) (cf. *O Estado de São Paulo*, 27 de abril de 1913, p. 9). Se somarmos as hipotecas as que garantiam empréstimos em conta corrente a carteira hipotecária como um todo desse banco fez 64,0% dos seus empréstimos e os penhores 6,8%. Uma determinada quantidade de “*arrobas de café apenhadas*” garantia a maior parte dos penhores do Banco de Custeio Rural a prazos de 1 a 2 anos, porém ele deixou de operar em 1914. Para uma discussão da operação desse último banco consultar Correa (2014). Por fim, há notícias de penhores de oficinas, máquinas, pertences de uma farmácia, animais etc., ver exemplo no *O Estado de São Paulo* de 2 de fevereiro de 1921, p. 4.

²³ A Câmara de São Paulo tomou diversos empréstimos externos e internos no início do século XX, ver Pereira (2005). 21 municípios tiveram suas apólices cotadas em bolsa em 1907, ver Hanley (2005, p. 238).

²⁴ Como no caso do prefeito de São Paulo: “*É autorizado o Prefeito a dar como garantia do empréstimo (...) as rendas dos impostos necessários para esse fim.*” (Lei municipal 1.631 de 6 de dezembro de 1912).

²⁵ Lei 3.150 de 4 de novembro de 1882, decreto 434 de 4 de julho de 1891 e 603 de 20 de outubro de 1891. Maria Bárbara Levy afirmou para a praça carioca que “*necessitando apenas que a legislação lhes garantisse, através de novas formas de endividamento e de captação, os capitais necessários para se expandir. Isso irá acontecer em 1882, com a permissão de emissão de debêntures até o dobro do capital e em 1890, com uma reforma monetária e creditícia que abriu o mercado de valores mobiliários, também, para as empresas industriais.*” (1994, p. 106). Ver também sobre o emprego desse instrumento Marques (2005).

também eram muito distintas das demais, alcançando um valor médio de 4.670 contos reais de 1920 e, como veremos adiante, mantendo prazos e juros também diferenciados.²⁶

O Gráfico 5 apresenta a participação relativa de cada um desses instrumentos nos empréstimos paulistanos. Não obstante o número muito reduzido de transações nos dois anos antes da Primeira Guerra (54), as debêntures alcançaram pouco mais da metade do total escriturado em empréstimos desses dois anos.²⁷ O momento bastante febril de transações financeiras favoreceu o lançamento desses papéis, os quais necessitavam de corretores e certo tempo para serem colocados no mercado.²⁸ Com a eclosão do conflito, os novos lançamentos de debêntures reduziram-se drasticamente em face de um cenário de maior instabilidade.²⁹

Os penhores e hipotecas ganharam participação, em face ao recuo das debêntures. Os créditos pignoratícios chegaram a representar quase três décimos do total dos empréstimos nos anos mais conflituos. O crescimento dos penhores agrícolas contou com o apoio do governo federal e estadual, ajudando o Banco de Crédito Hipotecário e Agrícola do Estado de São Paulo a minorar a escassez de crédito para os agricultores.³⁰ Como os prazos eram mais curtos do que as hipotecas, o giro dos

²⁶ O menor valor médio anual das escrituras com debêntures foi de 545 contos de réis em 1917. De outro lado, o maior valor de penhor agrícola foi de 256 contos em 1924.

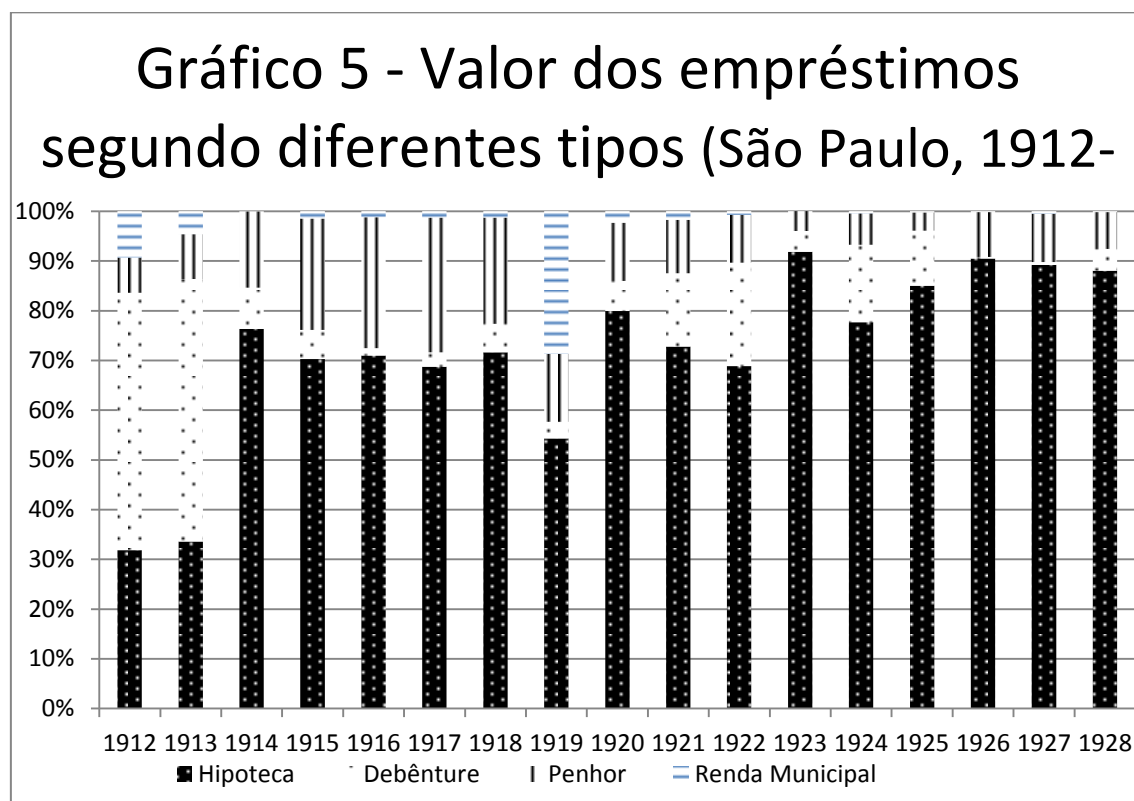
²⁷ Hanley apontou o grande crescimento das debêntures emitidas por sociedades anônimas, que “triplicou de 1905 a 1909, e quase quadruplicou de novo entre 1909 e 1914, quando o mercado alcançou pico. O elemento mais surpreendente é o fato de que todo crescimento do mercado de títulos veio das novas empresas urbanas e industriais.” (2001, p. 137). As empresas de serviços públicos emitiam ações e debêntures, como afirma a autora: “De 58 empresas de serviços de utilidade pública registradas na Bolsa, 46 emitiram debêntures, no mercado, em algum momento, entre 1905 e o ano de pico, 1914. Dois terços ou mais de todos os títulos tiveram mercado durante esse período. Em 1910 e 1911, praticamente todos os títulos registrados na Bolsa tinham uma cotação de compra publicada em jornal.” (ibidem). A cotação de compra publicadas em jornais seriam uma *proxy* para o interesse do investidor no papel.

²⁸ Depois da distribuição primária, estes papéis poderiam ser negociados em mercado secundário, inclusive na Bolsa de São Paulo. Se no início do século XX, poucos papéis foram negociados na bolsa. No final de 1912, a relação de debêntures totalizou 84 empresas de diferentes setores (industrial [especialmente tecidos]; força, luz e tração; água e esgoto e ferrovias), das quais 55 tiveram o preço da última venda, sinalizando maior negociação do título (cf. *O Estado de São Paulo*, 27 de janeiro de 1913). Se ao final de 1920, o número de empresas aumentou para 93, principalmente decorrente o crescimento das empresas de tração, força e luz, porém apenas 28 tiveram negociação de última venda informada (cf. *O Estado de São Paulo*, 25 de abril de 1921).

²⁹ Maria Bárbara Levy revelou que a participação das debêntures nos títulos negociados na Bolsa do Rio de Janeiro chegou a quase um quinto na década anterior a Primeira Grande Guerra. Na década de 1920 a parcela das debêntures foi bastante mais reduzida do que antes do conflito (cf. LEVY, 1994, p. 241).

³⁰ Fernando Nogueira da Costa relata que o Banco de Crédito Hipotecário e Agrícola do Estado de São Paulo “resolveu fazer empréstimos em moeda nacional aos fazendeiros, pelo prazo de um ano, mediante penhor agrícola da safra pendente, com garantias complementares. Aplicou deste modo o empréstimo de 7 mil contos, que obteve do governo federal, de acordo com a lei n. 2863 de 24 de agosto de 1914. O governo do Estado tomou a responsabilidade de indenizar ao banco dos juros que tivesse de pagar ao Tesouro Nacional, descontadas as importâncias que por esse título recebesse no emprego da mencionada quantia (...) O banco emprestou essa quantia, mediante operações de warrants de café e contratos de penhor agrícola, para acudir à situação da praça de Santos e facilitar a fazendeiros, especialmente aos que eram seus mutuários por débitos hipotecários, meios para custeio de suas propriedades agrícolas. Em 25 de maio de 1915, o banco liquidou integralmente o empréstimo que tinha

recursos mais rápido atendendo mais demandantes nesse momento de maior instabilidade. De outro lado, a hipoteca atingiu, na quase totalidade do período de 1914 em diante, mais de dois terços dos empréstimos. No final desse período, tal proporção chegou a quase nove décimos do total, sendo o restante quase todo concentrado nos penhores.³¹



Se tomarmos o conjunto do período em questão, as hipotecas foram a principal forma de empréstimo, perfazendo 93,1% do número de escrituras e 68,1% dos valores, como pode ser observado na Tabela 1 abaixo. Apesar de serem apenas 0,2% do número, as debêntures somaram 18,0% dos valores. De outro lado, os penhores representaram 6,7% das transações e 10,9% dos valores. Por fim, os empréstimos com garantias em rendas municipais foram em número muito reduzido, mas de valores substantivos, atingindo 3,1% do total. O grande aumento de participação desse último tipo de

contraído em 31 de outubro de 1914 com o Tesouro Nacional.” (COSTA, 1988, p. 79). Posteriormente, o Banco do Brasil realizou um empréstimo ao banco paulista de 10 mil contos de réis em 1916 a fim de financiar por meio de penhor agrícola, caucionado por notas promissórias do Tesouro do Estado de São Paulo. Tal empréstimo foi prorrogado periodicamente, conforme aponta Costa (1988, p. 80).

³¹ Uma exceção ocorreu em 1919 por conta de empréstimos garantidos por renda municipal, como veremos adiante. A partir de 1917, o Banco de Crédito Hipotecário e Agrícola do Estado de São Paulo passou a receber os depósitos da recém-criada Caixa Econômica do Estado. Estes recursos adicionais deveriam ser aplicados em hipotecas em moeda nacional, facilitando o desenvolvimento dessa carteira pelo banco (cf. COSTA, 1988, p. 81).

empréstimo em 1919 decorreu, possivelmente, de um grande financiamento do município de São Paulo.³²

Tabela 1
Empréstimos segundo seus tipos
(valores em contos de réis de 1920, São Paulo 1912-1928)

Tipo	Número	%	Valor real	%
Hipoteca	72.659	93,06%	2.631.902	68,05%
Penhor	5.199	6,66%	419.770	10,85%
Debênture	149	0,19%	695.753	17,99%
Anticrese	2	0,00%	415	0,01%
Renda municipal	65	0,08%	119.971	3,10%
Total	78.074	100,00%	3.867.811	100,00%

Fonte: REPARTIÇÃO DE ESTATÍSTICA E ARCHIVO DO ESTADO (vários anos)

As debêntures oscilaram mais fortemente sua participação, ganhando espaço nos momentos de maior dinamismo financeiro e econômico, como em 1912 e 1913 e em menor monta de 1921 a 1925.³³ Tais papéis dependem desses momentos favoráveis para seu lançamento e colocação no mercado. De outro lado, o penhor mostrou-se um instrumento de maior importância relativa nos momentos de maior incerteza, como durante a Grande Guerra. As hipotecas apresentaram uma tendência de crescimento ao longo do período, apesar da retração durante a guerra, principalmente dos valores.

³² De acordo com o Anuário de São Paulo (1921, p. 137), o município da capital contraiu financiamento no exercício de 1919 de 31.483 contos de réis, sendo que o total dos dois empréstimos desse tipo nas escrituras desse ano foi 33.180 contos.

³³ A instalação da Inspeção Geral de bancos, câmara de compensação e redesconto no início da década de 1920 favoreceu a estabilidade e a expansão dos bancos brasileiros, mas talvez também a colocação de debêntures.

Debêntures

Apesar da associação de instrumentos pode ocorrer com a garantia simultânea, a diferenciação do crédito de acordo com cada instrumento nos permitiu destacar as debêntures, em função dos patamares extraordinários de negociação, tanto em valor como também nas condições como veremos abaixo.³⁴ Algumas vezes a hipoteca foi associada à debênture para melhor garantir o pagamento dos debenturistas. Como já adiantado na seção anterior, as debêntures começaram a ser lançadas ainda durante o Império. Em São Paulo, temos a notícias de vários lançamentos a partir da década de 1870, especialmente para companhias ferroviárias que passavam por uma febre de investimentos e garantia governamental de juros, como em 1878 a Paulista no valor de 150 mil libras e a Sorocabana de 230 mil libras, conjuntamente com a hipoteca do patrimônio imobiliário da empresa.³⁵

Na praça carioca, Maria Bárbara Levy apontou, como vimos, a mudança legal na passagem do Império para a República como fator dinamizador do financiamento por debêntures de firmas industriais, especialmente têxteis. Além disso, a conjuntura econômica e monetária favorável de *boom* do Encilhamento também auxiliou a colocação desses papéis nessa época. De acordo com o estudo de Ana Maria Monteiro houve 19 lançamentos desses títulos entre 1886 e 1894 por empresas têxteis (*Apud* Levy, 1994, p. 160). Essas emissões totalizaram pouco mais de vinte mil contos de réis, superando em grande monta os empréstimos das instituições bancárias naquela época para essas empresas.

Não eram quaisquer emissões de ações ou debêntures que se colocavam no mercado com sucesso, salientando que apenas as empresas avaliadas como promissoras no momento conseguiam.³⁶ Mesmo assim, em 1887, a emissão de debêntures por companhias paulistas alcançou 28.617 contos de réis, conforme levantamento de Hanley (2005, p. 81). Desse total, 24,6% foram colocadas no mercado em mil réis possivelmente dentro do país e o restante em moeda estrangeira, provavelmente no mercado internacional. No mercado doméstico, a presença mais significativa foi, em 1887, de companhias ferroviárias, além de serviços públicos e Engenheiros Centrais. No externo, havia um conjunto maior de ferrovias e algumas empresas de serviços públicos.

³⁴ Um mesmo devedor poderia realizar a hipoteca da fazenda de café com suas terras, benfeitorias e cafezais e o penhor da safra da colheita de um determinado ano.

³⁵ Conforme Hanley (2005, p. 232).

³⁶ É interessante o relato de uma correspondência publicado no Jornal do Comércio e republicada em São Paulo, diferenciando papéis em face à viabilidade econômica das ferrovias apesar do subsídio estatal: “enquanto as debêntures sem garantia da companhia da estrada de ferro Paulista, emitidas há pouco aqui pelo English Bank of Rio de Janeiro só podem ser compradas hoje com o prêmio de 6% as ações da companhia da estrada de ferro Great Western of Brazil, que tem a garantia de 7%, emitidas quase ao mesmo tempo, são, parece-me, invendáveis. A explicação é que aquelas são debêntures de uma via férrea em tráfego e muito lucrativa, ao passo que estas são ações de uma linha ainda não construída e de uma companhia que pode encontrar dificuldade no levantamento do saldo do seu capital garantido.” (cf. *O Estado de São Paulo*, 4 de abril de 1879, p. 6).

As taxas juros em moeda estrangeira revelaram-se bastante inferiores as internas, sendo as primeiras de 5,0% a 7,5% e as segundas 8,0% a 10,0%.³⁷ Muitas dessas companhias tiveram suas debêntures cotadas em Bolsa desse momento até o início do século XX, além da cotação das ações, apólices públicas e letras municipais. O número de títulos negociados em bolsa cresceu expressivamente até a 1ª Guerra, principalmente de indústrias e companhias urbanas. A grande maioria das indústrias têxteis lançou debêntures entre 1909 e 1914, bem como as de serviços públicos. Das 98 companhias em 1914 com debêntures em bolsa, apenas 2 eram ferrovias, enquanto que 39 de serviços públicos, 16 têxteis e 21 de outras indústrias (cf. Hanley, 2005, p. 107).

Em artigo publicado na imprensa naquela época, Adolpho Botelho de Abreu Sampaio informava que houve uma operação realizada no estrangeiro do Estado de São Paulo em 1913 computada excepcionalmente como empréstimos por meio de debêntures no valor de 112.000 contos de réis no exterior (cf. *O Estado de São Paulo* de 28 de dezembro de 1913, p. 8). Tal caso excepcional manteve esse tipo de financiamento ainda em grande relevância nesse ano, pois representou cerca de três quartos do total negociado em debêntures desse ano.

A partir das informações das inscrições hipotecárias que garantiam adicionalmente o lançamento de debêntures podemos ter uma ideia mais clara destas operações de grande porte. Identificamos 34 hipotecas lastreando debêntures entre 1900 e 1919. Novas oportunidades de investimento abriram-se as companhias num ambiente econômico e financeiro favorável. A grande maioria dos empreendimentos foram atividades fabris ou serviços públicos, como telefonia e energia. Desse total, quinze ocorreram nesse período de 1912 a 1919, enquanto as escrituras de debêntures totalizaram 88 casos nesses anos. Em termos de valores, a representatividade também foi reduzida, atingindo 14,6%.

Um caso chama atenção da companhia *City of São Paulo Improvements and Freehold Land Company Limited*, perfazendo 2.083.086 libras esterlinas em 1912, emprestados a 6% ao ano de juros por 37 anos. A título de comparação, a média de juros das quase três mil hipotecas desse ano foi de 10,8% ao ano e o prazo de pouco mais de três anos. Assim, os valores negociados nas debêntures restringiram-se a um conjunto bastante pequeno de companhias de maior porte, geralmente sociedades anônimas. A hipoteca da companhia *City* compreendeu sítios, chácaras e terrenos em vasta área de novos bairros da cidade, nos quais a empresa realizou loteamentos urbanos planejados. Ao contrário das demais que eram colocadas por corretores de fundos públicos, parte das debentures da companhia *City* deveria, provavelmente, ser colocada fora do país.

Outro exemplo interessante de lançamento de debêntures foi anunciado pela Companhia Telefônica do Estado de São Paulo, que era responsável pelo serviço nas cidades de São Paulo, Santos, Campinas e São Vicente. O anúncio publicado informava

³⁷ Havia apenas um caso de debênture em moeda nacional com juros de 6% da companhia Sorocabana. Todo o restante pagava juros de 8,0% ou mais.

ao público a necessidade de levantar recursos novamente para empresa e a subscrição ocorreria no dia seguinte no escritório do corretor oficial:

contrair um empréstimo de 1.000 contos de réis representados em 10.000 debêntures do valor nominal de 100\$000 cada uma, nos termos do decreto federal n. 177-A, de 15 de setembro de 1893. (...) A companhia emitiu um empréstimo da mesma natureza da importância de 400 contos de réis, que atualmente está reduzido a 260 contos de réis, sendo que o atual se destina também ao resgate desse saldo. Os títulos emitidos ao tipo de 90 e ao juro de 7% ao ano, paga semestralmente em 15 de fevereiro e 15 de agosto de cada ano, e o resgate anual será por quota de 5% do valor nominal do empréstimo que poderá ser elevado a juízo da diretoria. (...) O empréstimo é garantido pela hipoteca de todos os bens da Companhia, consistindo em suas linhas (...), linhas de ligações entre estas cidades, aparelhos, prédio e cúpula, (...) A subscrição pública será aberta em meu escritório (...) no dia 21 do corrente, ao meio-dia, encerrando-se meia hora depois. (cf. *O Estado de São Paulo*, 20 de fevereiro de 1912).

Essa companhia lançou sistematicamente debêntures garantidas por hipoteca em 1905, 1910 e 1912, alcançando valores nominais cada vez maiores, de 250 contos para 400 e finalmente mil contos de réis.³⁸ Os prazos aumentaram de 10 anos no primeiro lançamento para 20 anos nos dois últimos, enquanto que os juros diminuíram de 10% ao ano no primeiro para 8% no segundo e 7% no último. A garantia hipotecária em 1905 envolveu o “*Centro Telefônico desta cidade de São Paulo com 1.209 linhas, atualmente, aparelhos telefônicos e outros, fios, postes e isoladores, materiais, maquinismos e máquinas, móveis e utensílios*” (Registro Hipotecário 23.534 de 23 de dezembro de 1905). Já no segundo lançamento a companhia declarou existir 2.097 linhas e depois 2.980 aparelhos telefônicos em 1912, demonstrando o crescimento da empresa no período. Assim, nos pareceu haver uma correlação entre o financiamento e a expansão da companhia nessa época.

Considerações finais

Uma primeira conclusão da discussão acerca desse mercado de empréstimos paulistano entre 1912 e 1928 foi a forte associação entre o crédito hipotecário e os negócios imobiliários, medido por meio das escrituras de compra e venda tanto em número quanto em valores. A tendência das séries revelou um crescimento, apesar da retração durante a guerra. Outra avaliação do mercado de empréstimos foi obtida mediante as quitações, que demonstraram provavelmente uma solvência significativa dos financiamentos mesmo durante a instabilidade do momento da guerra, retraindo-se menos que os novos créditos.

³⁸ Há uma informação de um lançamento anterior de 1899, totalizando 300 contos de réis com prazo de dez anos e juros de 8% (cf. *O Estado de São Paulo* de 7 de agosto de 1902, p. 3).

A importância dos empréstimos paulistanos no PIB brasileiro retraiu-se fortemente a partir do início do conflito e não se recuperou posteriormente de modo total, ao contrário do movimento absoluto do número e valores das hipotecas e das escrituras de compra e venda de bens, principalmente de imóveis. Tal resultado derivou principalmente da diminuição das operações com as debêntures, que eram em número reduzido, mas de grandes valores. De outro lado, houve o aumento da participação relativa dos penhores, especialmente durante a guerra, indicando ser um instrumento menos arriscado de financiamento e favorecidos pela intervenção do governo federal e estadual em instituições bancárias. As hipotecas cresceram a partir do conflito, revelando menor volatilidade. Essas últimas foram a principal forma de empréstimos, elevando sua participação até o final do período.

O dinamismo dos financiamentos verificado por meio das escrituras de 1912 a 1928 apontou uma tendência de crescimento, mas marcada pela conjuntura desfavorável da Grande Guerra que conduziu a alterações das formas dos empréstimos. Mesmo depois da guerra não houve condições para a recuperação do papel preponderante das debêntures nos valores dos empréstimos paulistanos lavrados em escrituras, deixando aos penhores e principalmente às hipotecas a maior participação nesse mercado. As debêntures requeriam condições macroeconômicas favoráveis para serem lançadas, o que não se mostrava mais tão recorrentes na década de 1920. Em suma, o crédito com garantias reais como penhor e hipoteca parece-nos menos suscetível a contração na crise ou instabilidade do que as outras formas de financiamento nessas primeiras décadas do século XX, como as debêntures.

Referências bibliográficas

- CHAVANTES, Ana Paulo. *Consolidação do setor bancário em São Paulo na década de 1920*. Dissertação (Mestrado em Economia) – IE/UNICAMP, 2004.
- CORREA, Fábio Rogério Cassimiro. *Os bancos de custeio rural e o crédito agrícola em São Paulo (1906-1914)*. Dissertação (Mestrado em História Econômica) – FFLCH/USP, 2014.
- COSTA, Fernando Nogueira da. *Banco do Estado: o caso Banespa*. Tese (Doutorado em Economia) – IE/UNICAMP, 1988.
- GOLDSMITH, Raymond W. *Brasil 1850-1984: desenvolvimento financeiro sob um século de inflação*. São Paulo: Haper & Row, 1986.
- HADDAD, Claudio L. S. *Crescimento do produto real no Brasil*. Rio de Janeiro: Ed. da FGV, 1978.
- HANLEY, Anne G. A Bolsa de Valores e o financiamento de empresas em São Paulo, 1886-1917. *História Econômica & História de Empresas*. Vol. IV.I, 2001, p. 115-142.
- HANLEY, Anne G. *Native capital: financial institutions and economic development in São Paulo, Brazil, 1850-1920*. Stanford: Stanford University Press, 2005.
- IBGE. *Estatísticas Históricas do Brasil: séries econômicas, demográficas e sociais de 1550 a 1988*. 2ª Edição revista e atualizada do vol. 3 de Séries Estatísticas Retrospectivas. Rio de Janeiro: Fundação IBGE, 1990.

- LEVY, Maria Bárbara. *A indústria do Rio de Janeiro através de suas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: Editora UFRJ/Secretaria Municipal de Cultura do Rio de Janeiro, 1994.
- MARCONDES, Renato Leite. Crédito privado antes da Grande Depressão do século XX: o mercado hipotecário. *Estudos Econômicos*. Vol. 44, n. 4, p. 749-786, out./dez. 2014.
- MARQUES, Teresa Cristina de Novaes. Bancos e desenvolvimento industrial. Uma revisão das teses de Gerschenkron à luz da história da Cervejaria Brahma, 1888/1917. *História & Economia - revista interdisciplinar*. vol. 1, n. 1, 2º sem./2005, p. 87-119.
- NOZOE, Nelson Hideki. *São Paulo: economia cafeeira e urbanização – estudo da estrutura tributária e das atividades econômicas na capital paulista (1889-1930)*. São Paulo: IPE, 1984.
- PEREIRA, Robson Mendonça. *O prefeito do progresso: modernização da cidade de São Paulo na administração de Washington Luís (1914-1919)*. Tese (Doutorado em História) – FHDSS/UNESP, 2005.
- REPARTIÇÃO DE ESTATÍSTICA E ARCHIVO DO ESTADO. *Anuário Estatístico de São Paulo (Brasil): estatística moral, econômica e financeira*. São Paulo: Imprensa Oficial, vários anos.
- ROLNIK, Raquel. *A cidade e a lei: legislação, política urbana e territórios na cidade de São Paulo*. São Paulo: Studio Nobel / Fapesp, 1997.
- SAES, Flávio Azevedo Marques de. *Crédito e bancos no desenvolvimento da economia paulista (1850-1930)*. São Paulo: IPE/USP, 1986.
- SECRETARIA DA FAZENDA E DO TESOUREIRO DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Relatório apresentado ao Exmo. Sr. Dr. Heitor Teixeira Penteado M. D. Vice-Presidente do Estado, em exercício pelo Dr. A. C. de Salles Junior, secretario da Fazenda e do Tesouro e Presidente interino do Instituto de Café – Exercício de 1929*. São Paulo: Typ. Casa Garraux, 1930.
- SOUZA, Elizabeth Santos de. *O mercado de crédito na corte joanina: experiências das relações sociais de empréstimos (c. 1808-1821)*. Dissertação (Mestrado em História) – ICHF/UFF, 2015.