

AS FONTES DE FINANCIAMENTO INDUSTRIAL NO PERÍODO ENTRE 1890 - 1940: UM ESTUDO DA COMPANHIA ANTARCTICA PAULISTA

Ellen Fonseca de Assis¹

Mestranda em Gestão Pública e Sociedade no Instituto de Ciências Sociais Aplicadas (UFAL)

ellenfonsecaassis@yahoo.com.br

Resumo

O estudo buscou observar qual forma de financiamento foi predominante no suporte aos investimentos da Companhia Antarctica Paulista entre 1890 e 1940. Dessa maneira, foram coletados e analisados balanços publicados pela empresa no período proposto. Posteriormente, buscou-se a análise da evolução do passivo e indicadores financeiros da companhia. Ao final da pesquisa, foi possível concluir que a maior parcela dos recursos necessários à expansão da empresa foi obtida por meio do mercado de capitais e recursos próprios.

Palavras-Chave: Financiamento, Desenvolvimento Econômico, Companhia Antarctica Paulista, São Paulo, Mercado de Capitais.

The sources of industrial funding in the period 1890 - 1940: a study of Companhia Antarctica Paulista

Abstract

The study sought to observe which form of financing was predominant in the support to the investments of Companhia Antarctica Paulista between 1890 and 1940. In this way, balance sheets published by the company were analyzed during the proposed period. Subsequently, we sought to analyze the evolution of the company's liabilities and financial indicators. At the end of the research, it was possible to conclude that the largest portion of the resources needed to expand the company was obtained through capital markets and own resources.

Keywords: Financing, Economic Development, Companhia Antarctica Paulista, São Paulo, Stock Exchange

¹Mestranda em Gestão Pública e Sociedade pela Universidade Federal de Alfenas. Bacharela em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Alfenas. E-mail: ellenfonsecaassis@yahoo.com.br



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

1. Introdução

O estudo da configuração das instituições financeiras nos primeiros estágios de desenvolvimento de um país se mostra especialmente relevante, pois permite compreender o processo de transição de uma economia de base primário-exportadora para uma economia industrial (Hanley, 2005, p.116). No entanto, as formas de financiamento que contribuíram para o suporte dessa indústria nascente ainda é uma questão pouco explorada e controversa na história econômica do Brasil. Nesse sentido, observa-se que se sustenta uma lacuna em relação à compreensão da evolução da produção industrial brasileira entre o fim do século XIX e início do século XX. (Marques, 2005, p.88).

De maneira mais específica, o Estado de São Paulo, como importante destaque de dinamismo econômico no período, atraiu alguns estudos que visaram compreender sua evolução industrial². Essas pesquisas buscaram entender como a região se apresentou como centro industrial no país já no fim da Primeira Guerra Mundial. As abordagens desses estudos, no entanto, se concentraram em analisar como o nível de investimento no setor industrial era afetado por questões relacionadas à atividade cafeeira, influência do capital externo, guerras ou crises econômicas. Por conseguinte, elas não evidenciaram como os recursos advindos do setor agrícola puderam ser direcionados para o investimento industrial (Hanley 2005, p.116). Na mesma linha de análise, Cortes, Marcondes e Diaz (2014, p.192) explicaram que estudos ligados ao desenvolvimento financeiro inicial no Brasil também não estabeleceram uma conexão direta com o setor industrial emergente.

O estudo da relação entre a oferta de financiamento e o desenvolvimento incipiente da indústria brasileira enfrenta limitações, que de certa maneira, cooperam para a escassez de pesquisas nessa área. As principais barreiras se concentram nas dificuldades teóricas e de obtenção de dados no período. Essas características, tendem a dificultar a avaliação empírica dos fatores que contribuíram para o aumento da oferta de financiamento para a indústria em seu período inicial. (Cortes; Marcondes; Diaz, 2014, p. 191-192; Marques, 2005, p. 116).

² Dentre esses estudos pode ser citado a obra de Dean (1971)



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

A partir dessa perspectiva, esse trabalho visa contribuir com a historiografia da formação da indústria brasileira. Mais especificamente, o estudo se propôs a analisar a origem dos recursos que financiaram os investimentos na Companhia Antártica Paulista no período entre 1890 e 1940. A pesquisa foi realizada a partir da análise de fontes primárias. Dessa maneira, foram utilizadas demonstrações contábeis da empresa publicadas no período, as quais foram digitalizadas e disponibilizadas no próprio site do Diário Oficial do Estado de São Paulo. Posteriormente, os dados referentes às contas do Balanço Patrimonial foram organizados em tabelas para a análise da origem de recursos, grau de imobilização do capital e níveis de rentabilidade da empresa. A interpretação desses dados possibilita avaliar a variação e predominância das fontes de recursos disponibilizados para a companhia no decorrer do tempo, assim como o perfil do financiamento de seu ativo.

A segunda seção do trabalho aborda as diferentes perspectivas dos autores em relação às formas de financiamento que podem ter contribuído para o investimento industrial em seu período emergente. Na terceira seção, é apresentado o contexto histórico e econômico de São Paulo na época, assim como uma breve introdução ao papel da Companhia Antártica Paulista no segmento de bebidas. Por último, é exposta uma breve análise do balanço patrimonial da empresa, perfil do endividamento e a discussão dos resultados da pesquisa.

2. O debate em relação às fontes de financiamentos da indústria brasileira entre o fim do século XIX e início do século XX

Dentre a literatura existente, pode se observar estudos que identificam diferentes linhas de financiamento que possam ter contribuído de maneira efetiva para a promoção do segmento industrial emergente. Dentre elas, se destacam o financiamento por meio de ações negociadas em bolsa, debêntures, empréstimos bancários e hipotecas. No decorrer dessa seção, serão evidenciadas as distintas visões de autores em relação a cada uma delas.

Anne Hanley destacou a importância da Bolsa de Valores para o financiamento das empresas industriais de médio e grande porte em São Paulo no início do século XX.



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

A partir de seu estudo a autora concluiu que, “o financiamento da indústria de São Paulo era um fenômeno local e a Bolsa foi o seu principal veículo” (Hanley, 2001, p.134). Nesse sentido, em um cenário no qual há indícios de que as instituições bancárias tiveram escassa participação no direcionamento de recursos para empréstimos de longo prazo, as fontes de financiamento para empresas parecem ter ficado a cargo do mercado de títulos. Por conseguinte, a Bolsa teria participado de forma direta na promoção de novos capitais nos segmentos de serviços de utilidade pública e empresas industriais. O fornecimento desses recursos foi de fundamental importância para essas fábricas, visto que as mesmas demandavam grande volume de fundos financeiros, que não poderiam ser disponibilizados por grupos familiares. Dessa maneira, ainda que a Bolsa de São Paulo tenha apresentado apenas um breve período de intensificação de atividades depois de 1909, esse episódio foi suficiente para sustentar investimentos nas empresas financiadas por ela. Por conseguinte, a Bolsa de São Paulo foi capaz de gerar uma importante contribuição para o desenvolvimento econômico de longo prazo. (Hanley, 2001, p.134)

Na mesma linha de análise, Aldo Musacchio observou que a Bolsa no Brasil desenvolveu um importante mercado entre 1890 e 1913. Com recursos bancários mais concentrados em empréstimos de curto prazo, direcionados para a provisão do complexo exportador cafeeiro, a Bolsa teria sustentado largamente o financiamento da incipiente indústria brasileira. No entanto, o mercado de ações e títulos somente pôde cumprir seu papel central no fomento de recursos para a indústria, porque havia fatores que possibilitaram atrair acionistas e credores. Além de condições macroeconômicas favoráveis, as configurações dos estatutos das empresas brasileiras garantiam maior proteção aos investidores, restringido os reflexos da má gestão ou abusos da gerência sobre esses agentes. Adicionalmente, foram estabelecidas “leis de falência”, que garantiam prioridade de recebimento aos debenturistas em cenários de insolvência. (Musacchio, 2009, p.67)

Partindo de outra abordagem, trabalhos de autores como Triner (1996), Marques (2005), Saes e Szmrecsány (1995) evidenciaram o papel dos bancos no financiamento de empresas brasileiras no período compreendido entre o fim do século XIX e início do século XX. A partir da perspectiva desses estudos, a abrangência do sistema financeiro é



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

capaz de explicar a evolução e o nível de crescimento econômico alcançado em períodos posteriores.

Gail Triner identificou o fortalecimento da relação entre a economia produtiva e as instituições financeiras no período entre 1906 e 1930. Sobretudo, sua pesquisa apontou no sentido da formação de um sistema financeiro mais consolidado do que considera a literatura existente. Como indicador desse processo, foi observado o rápido aumento da oferta de meios de pagamento sob a forma de depósitos bancários no período analisado. A elevação do número de aplicações financeiras, também demonstrou o aumento da confiança dos depositantes na solidez dessas instituições. Esse fenômeno teria contribuído, sobretudo, para aumentar a capacidade de empréstimos ofertados por essas instituições bancárias. Ainda que no Brasil, essa ligação não tenha se consolidado de maneira tão significativa, foi observado que o nível de crédito aumentou de forma mais que proporcional em relação ao volume de depósitos no período analisado pela autora. (TRINER, 1996, p. 135-136)

Portanto, o estudo de Gail Triner ofereceu relevantes indícios referentes à existência de relação entre o sistema bancário e o crescimento industrial. A partir dessa análise, as instituições bancárias foram capazes de se desenvolver de forma paralela aos segmentos monetários e reais da economia no período da Primeira República. Esse processo de amadurecimento permitiu ao sistema financeiro aumentar sua robustez, garantindo a atuação eficiente na intermediação e no direcionamento do capital agrícola para o capital industrial. (Triner, 1996, p.150)

Sob uma abordagem semelhante, o trabalho de Flávio Saes e Tamás Szmrecsányi buscou traçar as características da evolução do sistema bancário paulista entre 1880 e 1930³. A partir desse ponto, os autores analisaram a ligação entre os bancos estrangeiros e o segmento industrial no estado. O estudo identificou que os anos de expansão da participação dos bancos estrangeiros na economia, coincidiram com o período inicial de aceleração da indústria paulista. Nesse sentido, os autores citaram o exemplo da contribuição expressiva feita pelo London & Brazilian Bank, para a rede de indústrias Matarazzo, e evidenciaram que esse tipo de financiamento não foi um evento isolado.

³ Os autores escolheram esse período, pela intensificação da presença dos bancos estrangeiros no sistema bancário da região, além da rápida transição de São Paulo como o principal centro industrial do país.



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

Sob essa perspectiva, os bancos estrangeiros parecem ter tido um papel fundamental para o desenvolvimento e financiamento da indústria nascente de São Paulo. (Saes e Szmrecsányi, 1995, p.240-241)

Sob uma análise mais específica, Marques (2005) direcionou seu estudo para a trajetória da cervejaria Brahma e os mecanismos de financiamento de seu plano de expansão. Nesse sentido, a autora observou como uma empresa de pequeno porte, fundada em 1888, foi ampliada e já na década seguinte, conquistou grande parcela do mercado doméstico.

No período de sua evolução inicial, a Brahma mostrou significativos vínculos com o *Brasilianische Bank für Deutschland*. Sob essa perspectiva, o caso da cervejaria mostrou particularidades em relação às estratégias de crescimento corriqueiramente utilizadas por estabelecimentos industriais na década de 1890. “Em torno da empresa gravitavam bancos estrangeiros e empresas exportadoras, formando-se uma comunidade de negócios onde os dirigentes da Brahma encontraram financiamento para ampliar a empresa [...]” (Marques, 2005, p.88).

*No entanto, essa rede não se formou a partir dos princípios de solidariedade ou mesmo simpatia, mas pelas próprias relações contratuais e alterações na legislação comercial. Nesse sentido, essas mudanças foram fundamentais, pois ofereciam o aumento de garantias aos detentores de debêntures e, conseqüentemente, forneceram incentivos para a elevação da oferta desse tipo de financiamento. A partir desse cenário, o banco *Brasilianische Bank für Deutschland* estreitou suas relações com a Brahma. Inicialmente a instituição adquiriu os títulos de dívida disponibilizados pela empresa e, a partir de 1904, se tornou acionista da cervejaria. Contudo, o envolvimento do banco com a Brahma parece que esteve ligado à política alemã de criação de zonas para a comercialização de produtos do país, frente à concorrência de mercadorias inglesas. (Marques, 2005, p.88).*

No caso da Brahma, os bancos vinculados à rede de negócios alemães não tinham como objetivo principal o fomento de atividades industriais no Brasil. Dessa maneira, nem as antecipações em contas da empresa, como créditos renováveis, foram suficientes para sustentar o nível de investimento demandado pelo processo de expansão



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

da cervejaria. Nesse sentido, o papel do banco Brasilianische foi a compra de debêntures da empresa e a promoção de maior liquidez a esses títulos, visto que atuou na intermediação da venda desses papéis junto a investidores. Consequentemente, é provável que essa tenha sido a principal contribuição da instituição bancária para o desenvolvimento da cervejaria. Em outras palavras, os bancos que atuavam no mercado brasileiro “[...] não estavam guiados pelo propósito de aprofundar a presença na economia, criando raízes no sistema produtivo doméstico” (Marques, 2005, p. 103).

Partindo de outra perspectiva, Cortes, Marcondes e Diaz (2014, p.195-196) demonstraram que o processo de industrialização do Brasil foi fortemente consolidado por um período de intenso crescimento do mercado de crédito hipotecário. Na mesma linha de estudo, outro trabalho de Marcondes e Hanley (2010, p.104) destacou que essa forma de financiamento se mostrou mais relevante e abrangente do que demonstraram outras pesquisas relacionadas ao desenvolvimento bancário e econômico brasileiro. Contudo, vale destacar que os créditos baseados em hipotecas já eram concedidos no período colonial. Porém, a ausência de um registro hipotecário dificultava ao credor a tarefa de certificar-se que o mesmo imóvel já não tivesse sido oferecido como garantia em outros empréstimos. Além disso, a solução de conflitos e o cumprimento de contratos estavam sujeitos a longos processos judiciais, o que aumentava consideravelmente o prazo de reembolso desses agentes. Esses fatos contribuíam para o aumento da desconfiança em relação à solidez do tipo de proteção oferecida pelos devedores, desestimulando a oferta dessa modalidade de financiamento (Brito, 1923, p.107 apud Marcondes, 2014, p.752).

O aumento da importância do crédito hipotecário ocorreu no interior de um cenário de reformas institucionais que permitiram a expansão desse tipo financiamento no Brasil (Cortes; Marcondes; Diaz, 2014, p.195-196). Dentro desse contexto, Marcondes e Hanley explicaram a relevância da implementação do Código Comercial de 1850. Embora elaborado com o foco voltado para operações relacionadas à comercialização de produtos primários, esse conjunto de diretrizes permitiu a regulamentação de operações bancárias e consequente aumento da oferta de crédito comercial. Os autores também destacam que a Lei de Terras, de 18 de setembro de 1850, representou um ponto de inflexão no estabelecimento dos direitos de propriedade,



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

indispensáveis para a operação de empréstimos hipotecários⁴. Adicionalmente, foi observada a criação de duas outras regulamentações mais específicas: as Leis Hipotecárias de 1864 e 1890, que estimularam o financiamento de longo prazo, e as Leis Empresariais de 1882 e 1890, que viabilizaram a constituição de instituições bancárias por meio de sociedades anônimas. (Marcondes; Hanley, 2010, p. 107). Dessa maneira, Cortes, Marcondes e Diaz relataram que os empréstimos por hipoteca se iniciaram de forma mais significativa a partir de 1866 e alcançaram maior difusão após 1870. A partir desse período até a Primeira Guerra Mundial, observou-se um sustentado crescimento da oferta dessa modalidade de financiamento (Cortes, Marcondes e Diaz 2014, p.201).

Os empréstimos hipotecários representaram uma nova alternativa de fomento para a atividade produtiva, visto que diversos agentes viram nesse tipo de crédito, a maneira de garantir a proteção de seus recursos. Dessa forma, a pesquisa evidenciou que a concessão dessa modalidade de financiamento não se restringiu ao segmento bancário, tendo a participação expressiva de capitalistas, negociantes e até mesmo comerciantes. Embora organizações de maior porte ⁵ buscassem financiamentos por meio da venda de ações, uma parcela desses títulos apresentava como garantia propriedades imobiliárias pertencentes às empresas registradas em hipotecas. A partir dessa perspectiva, o autor afirma que:

[...] o mercado hipotecário mostrou-se mais amplo do que o crédito imobiliário rural ou urbano, compreendendo muitas vezes o comercial e até mesmo o industrial. Por fim, alguns lançamentos de debêntures que procuravam melhores garantias para o credor também se fizeram por meio de hipotecas. (Marcondes, 2014, p.757)

Por meio da análise descritiva de dados, Cortes, Marcondes e Diaz encontraram evidências de que: I) o crédito hipotecário se mostrou fundamental para o fomento do desenvolvimento paulista e o estágio inicial de sua industrialização; II)

⁴ Segundo Cortes, Marcondes e Diaz (2014) tradicionalmente, antes da implementação da Lei, as terras poderiam ser distribuídas ou até mesmo apropriadas de forma livre, estimulando disputas e conflitos violentos.

⁵ Marcondes (2014) cita o exemplo de empresas ferroviárias.



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

grande parcela das negociações envolvendo o crédito industrial ocorreram fora do sistema bancário, sendo guiadas por outros agentes domésticos; III) as hipotecas e a importação de máquinas e equipamentos foram importantes proxies para o financiamento industrial (Cortes, Marcondes e Diaz, 2014, p. 204).

Para analisar o perfil dessa modalidade de crédito em São Paulo Cortes, Marcondes e Diaz coletaram dados de 530 hipotecas firmadas para empresas industriais da região no período de 1886-1891. A partir da análise dos documentos, os autores concluíram que em 1907, os empréstimos industriais chegaram a representar em média, 65% do capital das principais empresas manufatureiras paulistas. Além disso, o desenvolvimento do crédito hipotecário na região sugere sua relação com as mudanças institucionais apresentadas no período (Cortes, Marcondes e Diaz 2014, p.197).

No início do século XX, ainda em um contexto de recessão econômica e decorrente queda do nível de depósitos bancários, a redução no número de hipotecas foi considerada pouco expressiva. Esse fato ofereceu indícios de que os bancos não eram os únicos a oferecer recursos financeiros no mercado hipotecário. Em contrapartida, outros agentes, como banqueiros, capitalistas, corretores de seguros e homens de negócios, contabilizavam aproximadamente 36,8% do número de empréstimos direcionados à indústria. Embora firmassem menor quantidade de contratos, esses credores participavam de investimentos de maior porte e por isso chegaram a prover 83,3% do montante de recursos envolvidos nessa modalidade de financiamento (Cortes, Marcondes e Diaz, 2014, p. 205-206).

Em relação ao tipo de ativo oferecido como garantia dos empréstimos havia a predominância de propriedades urbanas. Em outras palavras, grande parte dos imóveis hipotecados eram casas, prédios e terrenos, representando 55,8% dos contratos. Em segundo lugar, as propriedades rurais como sítios e chácaras correspondiam a 22,1% dos casos, seguido de oficinas e fábricas (5,2%), olarias (1,7%), fazendas (1,5%) e armazéns (1,7%) (Marcondes e Hanley, 2010, p.118).



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

Ao final de seu estudo, *Cortes, Marcondes e Diaz* sugeriram que as principais firmas em 1907 estavam significativamente envolvidas com o mercado de hipotecas.⁶ Além disso, com base em um modelo econométrico⁷, os autores concluíram que essa modalidade de financiamento, teve uma expressiva relação com os investimentos industriais (*Cortes, Marcondes e Diaz, 2014, p. 205*).

3. A indústria Paulista no final do século XIX e início do século XX

Para compreender o processo de evolução que permitiu o desenvolvimento incipiente da indústria paulista, é necessário entender quais foram as bases de sua transformação econômica. Nesse sentido, *Boris Fausto* observou que embora mostrasse indícios de formação já na década de 1870, o crescimento da indústria em São Paulo foi observado de maneira mais consistente após a abolição da escravatura. As atividades manufatureiras na região estiveram apoiadas basicamente em dois aspectos interdependentes: o comércio de café e a chegada de imigrantes (*FAUSTO, 2006, p.287*). De forma análoga, *Dean* (1971, p.9) também evidenciou que o processo de industrialização em São Paulo foi intrinsecamente dependente do cultivo e da venda do café no mercado mundial.

A cultura cafeeira avançou pelo estado por volta de 1850. Nessa época, os cafezais invadiram o lado do Vale do Paraíba Paulista e chegaram às regiões de Campinas e da capital provincial (*Dean, 1971, p.9*). O café apresentava cada vez maior importância no âmbito do comércio internacional. Na época da República Velha, a bebida já se destacava como o principal item da pauta exportadora do país representando cerca de 72,5% do total das exportações no fim desse período (*Fausto, 2006, p.273*). A ampliação de seu mercado se acelerou no fim do século XIX. Em um contexto de avanço da industrialização nas regiões centrais da Europa e Estados Unidos, o café brasileiro de

⁶ *Cortes, Marcondes e Diaz* (2014) utilizam como exemplo o caso do setor têxtil, considerado a indústria mais importante do Brasil no período, onde a relação entre empréstimos hipotecários e o capital total foi de 96%. Em outros setores observados essa razão girou em torno de 65%.

⁷ *Cortes, Marcondes e Diaz* (2014) avaliaram a relação entre o crédito obtido por meio de hipotecas e a importação de máquinas. Dessa maneira os autores, realizaram testes empíricos fundamentados em cointegração. A importação de maquinários foi utilizada como variável proxy visto que seu nível se constitui em um indicador de investimento.



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

baixa qualidade e, por conseguinte, menor custo, se adequava a necessidade de consumo da classe trabalhadora industrial.

Então, qual característica definiu o protagonismo do café como base do crescimento industrial, dentre outras atividades econômicas desenvolvidas no país até o século XX? Segundo Dean (1978, p.10), o comércio do café teve um importante papel na formação inicial da indústria brasileira porque viabilizou uma condição fundamental para o desenvolvimento desse modo de produção: a economia monetária. Nas fases anteriores ao início do cultivo cafeeiro, as fazendas paulistas e os proprietários de terra direcionavam sua produção para a agricultura de subsistência. Nesse contexto, não havia a presença de um sistema comercial consolidado e, portanto, a necessidade da posse de moeda ou crédito era relativamente baixa. Em decorrência dessa característica, antes de 1872 havia somente dois bancos em operação em São Paulo, os quais eram apenas filiais de empresas instaladas no Rio de Janeiro.

Esse cenário começou a sofrer mudanças a partir do momento em que os lavradores participaram de um mercado onde seus produtos eram pagos em dinheiro. Desse modo, a elevação da circulação de mercadorias implicava na necessidade do aumento da oferta monetária para fazer face à intensificação da atividade comercial. Adicionalmente, com a gradativa substituição do trabalho escravo pela mão de obra livre, a utilização do dinheiro como meio de pagamento passou a difundir-se entre a população. No entanto, esse fenômeno não ocorreu de maneira uniforme no país, de maneira que:

Nas áreas do Brasil em que não vigorava o sistema de produção e exportação, a Abolição não aumentou substancialmente a necessidade de dinheiro para o pagamento dos salários, pois os homens que haviam sido libertados continuavam trabalhando como meeiros não pagos. (DEAN, 1978, p. 11)

A expansão da utilização e oferta de moeda teve outros significados importantes no desenvolvimento das atividades econômicas da época. Nesse novo contexto, o valor da terra passou a ser quantificado em termos monetários, viabilizando sua venda para a compra de outros ativos necessários à produção agrícola, aquisição de ações de empresas comerciais ou operações hipotecárias. Essa mudança possibilitou até mesmo a evolução



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

no papel tradicional dos bancos. As instituições bancárias, as quais estavam tradicionalmente envolvidas em transações de curto prazo envolvendo a cultura do café, poderiam utilizar sua capacidade para o direcionamento de crédito para o financiamento de atividades industriais. (Dean, 1971, p.11-12)

Outras mudanças importantes foram observadas com a expansão do comércio do café. No mesmo período, pôde-se verificar a intensificação do comércio ultramarino por meio de da evolução do sistema de transportes que passaram a percorrer o Atlântico Sul. A intensificação da circulação de mercadorias também significava uma nova mobilização de recursos financeiros. Dentro do contexto de expansão da renda advinda da cultura cafeeira, ocorreu o desenvolvimento do sistema comercial, que foi se tornando mais robusto, ampliando seu alcance e complexidade. Dessa maneira, houve o gradativo aumento da presença de casas importadoras e o início das operações bancárias internacionais. Além de São Paulo, de forma paralela, esse movimento de transformação e elevação do dinamismo econômico foi observado em outras regiões da América Latina. (Dean, 1971, p.9).

Sob essa perspectiva, a cultura cafeeira foi capaz de configurar a economia paulista trazendo diversas transformações que serviram de suporte para a consolidação do segmento industrial. Na mesma linha de análise de Warren Dean, Boris Fausto também observou que os negócios do café:

[...] em primeiro lugar, ao promover a imigração e os empregos urbanos vinculados ao complexo cafeeiro, criaram um mercado para produtos manufaturados; em segundo, ao promover o investimento em estradas de ferro, ampliaram e integraram esse mercado; em terceiro, ao desenvolver o comércio de exportação e importação, contribuíram para a criação de um sistema de distribuição de produtos manufaturados Por último, lembremos que as máquinas industriais eram importadas e a exportação de café fornecia o recurso financeiro para paga-las (Fausto, 2006, p.287).



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

Com o passar dos anos, a indústria paulista foi adquirindo maior notoriedade no cenário nacional. Na década de 1920, São Paulo ultrapassou o Rio de Janeiro (na época a capital do país) e passou a ser considerado o centro industrial mais importante do Brasil. A evolução da indústria na região ocorreu de forma tão ampla que já por volta de 1940 o Estado concentrava o maior nível de manufaturas da América Latina. (Dean, 1971, p. 20)

4. A indústria cervejeira e a Companhia Antártica Paulista

O setor cervejeiro representou um importante segmento de produção no período inicial do desenvolvimento da indústria no Brasil. No início do século XX, as cervejarias já se destacavam em relação ao nível de investimentos realizados em sua produção, perdendo apenas para a indústria têxtil de algodão e de açúcar. Dentre outros tipos de bebidas produzidas no país, a cerveja também se destacava no maior nível de valor agregado. Esse produto representava em média 74% do valor total das bebidas produzidas no Brasil entre 1911 e 1913 e 73,1% em 1919. (Suzigan, 2000, p. 228)

Originalmente a produção de cerveja consistia em um processo simples, que não exigia altos montantes de investimento em máquinas e equipamentos. Dessa maneira, as primeiras fábricas eram de pequeno porte e tinham o estilo de produção artesanal. Nesse tipo de estrutura mais rudimentar, a cerveja produzida era do tipo leve e de alta fermentação. Por sua fabricação ser considerada acessível a pequenos produtores, esse ramo se desenvolveu no Brasil antes mesmo do período da Primeira República. Nesse sentido observou-se que: “Em finais da década de 1870 existiam no império pelo menos 18 fábricas de cerveja produzindo de 8 a 10 milhões de garrafas de cerveja anualmente” (Lago et alii, 1979, p. 40 apud Versiani, 1982, p.470). Na década de 1870, por exemplo, a quantidade produzida por pequenos fabricantes, já alcançava 66,7 milhões de litros. O grande volume de produção na época foi suficiente, inclusive, para reduzir a demanda por cerveja importada (Suzigan, 2000, p. 229).

As décadas de 1880 e 1890 marcaram o início da consolidação de cervejarias de maior porte. Essa nova etapa da produção da bebida, teve importante participação de empresários imigrantes, sobretudo, alemães. Esses industriais foram capazes de produzir em grande escala, a cerveja do tipo alemã. A variedade de bebida leve, anteriormente



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

importada, já havia conquistado a preferência de consumidores brasileiros. Para a produção dessa cerveja no Brasil, os imigrantes importavam máquinas, matérias-primas como o malte e lúpulo, e técnicos da Alemanha. Por conseguinte, antes mesmo do início do século XX, a demanda pela bebida no Brasil foi praticamente satisfeita pela produção doméstica. As novas empresas obtiveram êxito em produzir as cervejas leves, de ampla variedade. Além de agradar o mercado brasileiro, a produção desse tipo de bebida foi capaz de aumentar o volume de vendas das novas cervejarias. (Suzigan, 2000, p.234)

Dentre as grandes empresas produtoras de cerveja que surgiram após 1880, estava a Companhia Antártica Paulista. De acordo com Rodrigo Semenichin a empresa foi fundada em 1888, a partir de uma sociedade entre o cervejeiro de origem alemã, Luiz Bücher, e Joaquim Salles. O segundo sócio, era proprietário de uma fábrica de gelo e derivados da carne de porco. Dessa maneira, Joaquim Salles já possuía em sua fábrica um ambiente favorável à produção da bebida, como água potável e estruturas de refrigeração para seu armazenamento. Luiz Bücher, ao propor a sociedade, estava interessado na produção de cerveja de baixa fermentação. Como comentado anteriormente, essa bebida diferia na época, daquelas fabricadas no país, as quais eram de alta fermentação e produzidas de maneira artesanal. Sob essa perspectiva, a cerveja de baixa fermentação, além de ser considerada de qualidade superior, passava pelo processo de pasteurização, o que conferia maior durabilidade à cerveja. Esses fatores contribuíram para o destaque da cervejaria no mercado nacional (Semenichin, 2006).

A companhia organizou-se como sociedade anônima em 1891. Grande parte das ações foi adquirida por empresários locais. No entanto, integrava o quadro de acionistas dois alemães naturalizados brasileiros: João Carlos Antônio Frederico Zerrenner e Adam Ditrik von Büllow, os quais exerceriam importantes funções no processo de expansão da empresa. (Suzigan, 2000, p.231)

De acordo com Bandeira Jr, até o início do século XX a companhia já contava com três máquinas de gelo, duas do sistema *Lind* e uma americana do modelo *Cleveland*. A capacidade da produção de cerveja poderia chegar a 42.000 litros em 24 horas e o volume de gelo fabricado poderia atingir 58000 quilos no mesmo intervalo. (Bandeira Jr., 1901, p.35-36)



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antartica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

No setor cervejeiro, a capacidade de produção tinha elevado grau de concentração, evidenciando características oligopolistas já em 1907. Nesse sentido, quinze das maiores fábricas do segmento geravam aproximadamente 75% da produção total no ano. Dentre elas, as três empresas de maior porte eram a Companhia Cervejaria Brahma, a Companhia Antartica Paulista e a Fábrica de Cerveja Paraense. Essa estrutura de concentração já começou a ser formada em 1890, a partir da abertura dessas grandes cervejarias de maneira que: “As três companhias controlavam mais de 50% do mercado, 61,9% do capital, 68% da potência instalada e 47,3% da mão de obra empregada na indústria de cerveja. Mas a Brahma e a Antartica tinham predomínio absoluto” (Suzigan, 2000, p.235).

Nos primeiros anos do século XX, foram observados o aumento acelerado no consumo de cerveja e a ampliação do mercado interno. Por conseguinte, houve a crescente necessidade de expansão no nível de produção das indústrias de bebidas. “A Antartica e a Brahma, especialmente, ampliaram as instalações, diversificando a produção para incluir bebidas não alcoólicas, soda, gelo, ácido carbônico, etc.” (Suzigan, 2000, p.235-236). A partir desse cenário de crescimento, a próxima seção busca mostrar quais foram às fontes de recursos no período, que permitiram o investimento na expansão da Companhia Antartica Paulista.

5. As fontes de financiamento da Companhia Antartica Paulista

Com base no estudo dos balanços patrimoniais, publicados no Diário Oficial do Estado de São Paulo entre os anos de 1890 e 1940, foi possível traçar algumas características inerentes às origens do financiamento da Companhia Antartica Paulista.

A partir de uma visão geral das contas do passivo da empresa, foi observado que seus recursos vieram de diversas fontes. No entanto, o nível de participação entre elas variavam de maneira considerável ao longo dos anos. Nesse sentido, são identificados no passivo, além de recursos provenientes do mercado de capitais (ações e debêntures), hipotecas e empréstimos bancários.



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

No Gráfico 1, foi observado que no início da década de 1890 a companhia teve grande parte de seus recursos provenientes do mercado de capitais. No entanto, após oscilações, a participação dessa modalidade de financiamento começou a perder força a partir de 1915, no contexto da Primeira Guerra Mundial. O período de expressiva participação dessa fonte de financiamento na Antártica converge exatamente com os anos de maior crescimento do mercado de capitais, identificados no estudo de Aldo Musacchio. Nesse sentido, o aumento da proteção dos acionistas e credores, estabelecida no estatuto das empresas, seria uma das razões pela quais companhias como a Antártica, conseguiram obter grande aporte de recursos junto aos investidores. (Musacchio, 2009, p.39).

No intervalo analisado, a oferta de financiamento por meio de ações e títulos alcançou seu menor nível no período da crise de 1929. Esse episódio, marcado pela queda repentina das ações na Bolsa de Nova York, afetou o mercado de capitais no Brasil e acentuou seu declínio na participação do provimento de recursos à empresa. Ainda que a proporção desse tipo de financiamento tenha aumentado em relação aos recursos totais após 1930, sua relevância não chegou a representar os níveis observados no período inicial das operações da companhia.

Dentre os bancos que ofereceram empréstimos à companhia, apareceram em alguns balanços⁸ o *The National City Bank of New-York* e a Caixa Econômica Federal de São Paulo. No entanto, como pode ser observado no Gráfico 1, empréstimos bancários não apresentaram grande representatividade no financiamento da empresa no intervalo analisado. Essa constatação parece reforçar a observação de que os bancos adotaram um comportamento mais conservador em relação fornecimento de empréstimos de longo prazo à indústria incipiente. Dessa maneira, estariam mais focados em empréstimos de curto prazo e financiamentos do complexo exportador cafeeiro em detrimento do setor industrial (Musacchio, 2009, p.62). Nesse ponto, o caso da Companhia Antártica parece convergir com a condição da cervejaria Brahma, onde os bancos alemães parecem não ter mostrado muito interesse no fornecimento de crédito para projetos industriais (Marques, 2005, p.102-103).

⁸ O empréstimo do *The National City Bank of New-York* apareceu no balanço patrimonial de 1915 e a Caixa Econômica Federal de São Paulo nos anos de 1939 e 1940



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

Como pode ser observado no Gráfico 1, os empréstimos hipotecários, tiveram considerável participação nos primeiros anos da Companhia Antártica Paulista. Essa modalidade de crédito chegou a representar 19,4% das fontes de recursos da empresa nos anos de 1905 e 1906. Na análise dos passivos da empresa, a presença do financiamento hipotecário foi verificada em apenas um curto período, até 1906. Não obstante, é oportuno observar que essa fonte de crédito representou maior participação no fornecimento de recursos se comparados àqueles fornecidos via empréstimos bancários.

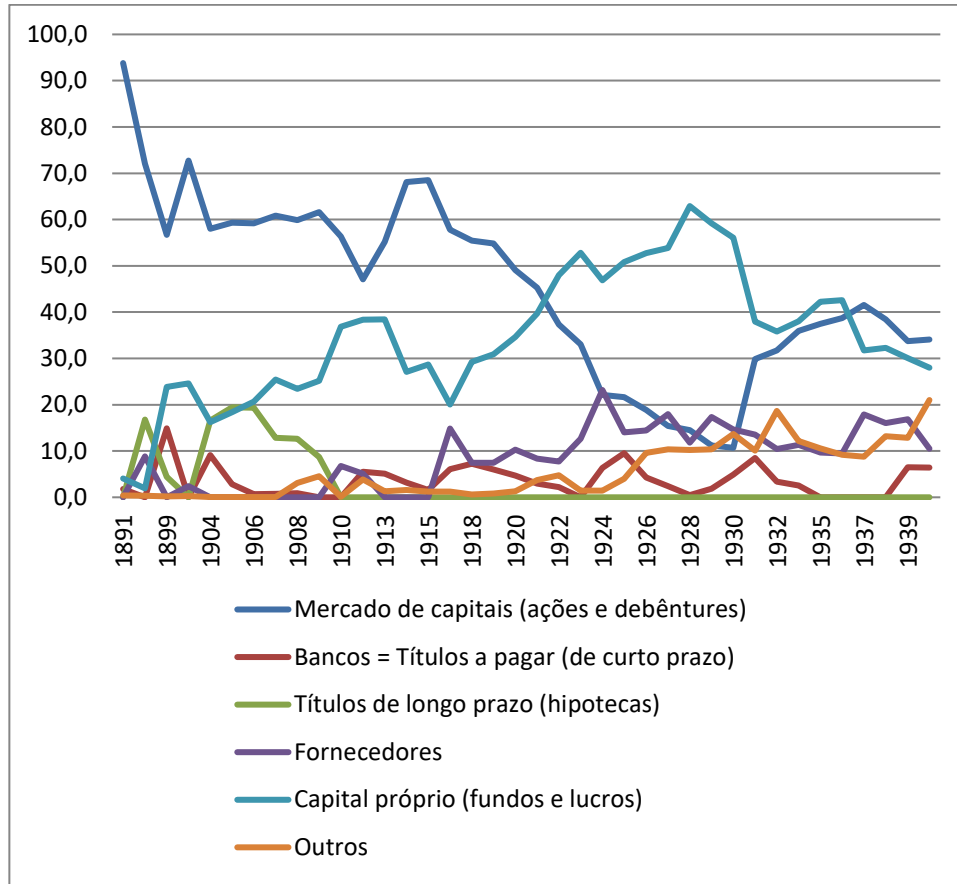
Na década de 1920, o Gráfico 1 mostrou uma mudança na fonte de recursos que ofereceu suporte a investimentos na empresa. O mercado de ações e títulos deixou de ser o protagonista no aporte de capital para a Companhia Antártica. Por outro lado, no Gráfico 2 foi observado, entre as décadas de 1920 e 1930, o aumento do ativo da empresa⁹, o qual passou a ser financiado predominantemente pelos lucros e fundos da própria companhia. O mercado de capitais voltou a ter a maior participação relativa em 1937, representando 41,6% dos recursos totais. No entanto, a importância dessa fonte de financiamento não chegou a alcançar os níveis que apresentou nos primeiros anos de operação da Antártica.

Gráfico 1 - Origem das fontes de financiamento da Companhia Antártica Paulista entre os anos de 1890 e 1940 – (em % dos recursos totais)

⁹ Para deflacionar os valores do ativo a níveis de 1913, utilizaram-se os seguintes índices de preço: (1891 a 1913: Catão, 1992, p. 530) e (1913 a 1930: Malan, 1977, p. 516)



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antarctica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

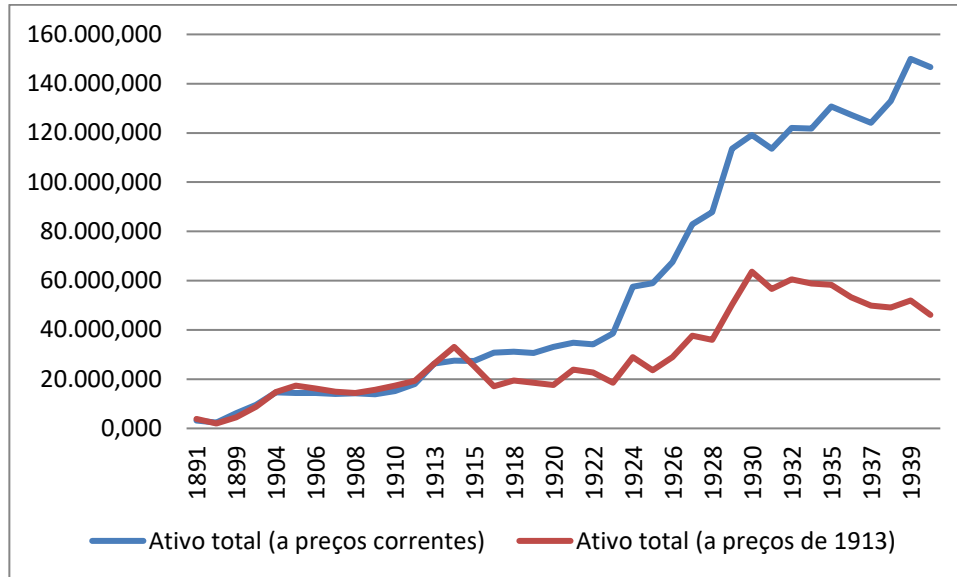


Fonte: Elaboração própria com base nos balanços patrimoniais da empresa publicados no período

Gráfico 2 - Evolução do ativo da Companhia Antarctica Paulista entre os anos de 1890 e 1940 - (em contos de réis)

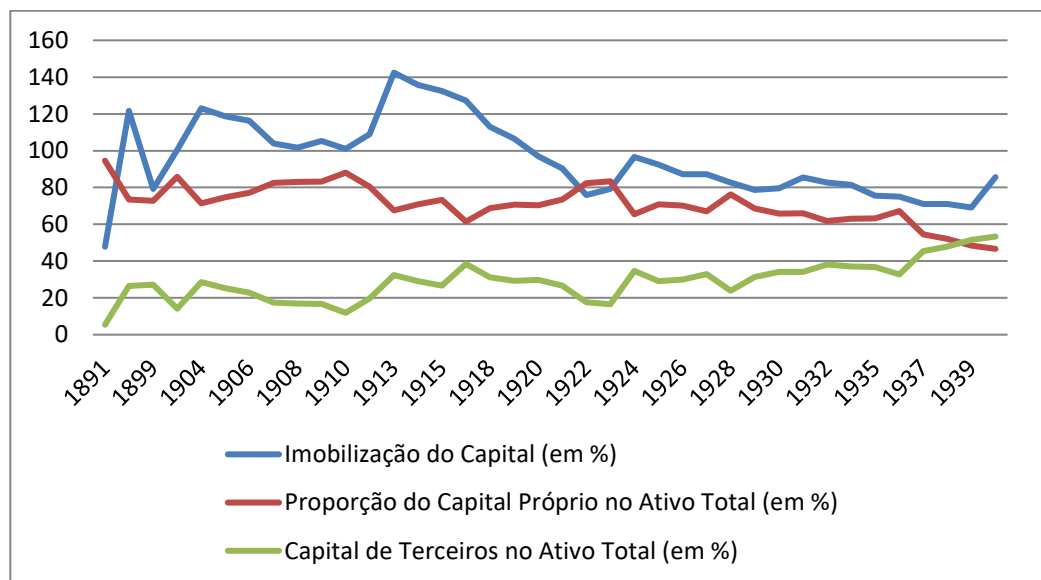


As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antarctica Paulista – Ellen Fonseca de Assis



Fonte: Elaboração própria com base nos balanços patrimoniais da empresa publicados no período

Gráfico 3 – Grau de imobilização e composição do capital Companhia Antarctica Paulista –1890-1940 (em %)



Fonte: Elaboração própria com base nos balanços patrimoniais da empresa publicados no período



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

O quociente de imobilização do capital (Ativo Imobilizado/Patrimônio Líquido) retrata qual porcentagem dos recursos próprios estão alocados sob a forma de plantas e instalações, entre outros ativos de menor liquidez. Nesse sentido, a concentração de uma parcela exagerada de recursos no ativo imobilizado pode gerar problemas na capacidade da empresa em gerenciar suas relações entre fornecedores e clientes (Iudícibus, 2009, p.188).

Dessa maneira, a partir do cálculo dos níveis de imobilização do capital, representados no Gráfico 3, observou-se que a companhia apresentou grande parcela de seus recursos alocados no ativo permanente. No intervalo entre 1894 e 1914, primeiros anos de sua operação, o nível de recursos concentrados no ativo imobilizado apresentava valores que até mesmo ultrapassavam seu montante de capital próprio (superiores a 100%). No entanto, o grau de imobilização do capital começou a apresentar queda a após 1914. Esse tipo de comportamento pode ter ocorrido a partir de uma postura mais conservadora da companhia, com o objetivo reduzir a proporção de ativos de baixa liquidez frente ao cenário de incerteza trazido pela Primeira Guerra Mundial.

Em relação à composição da origem de seu patrimônio, foi notado que a Companhia Antártica Paulista manteve grande participação de recursos próprios no ativo total. Conforme pode ser observado no Gráfico 3, essa parcela se sustentou acima de 60% em quase todo o período analisado, apresentando maior sinal de queda após 1936. Ao final da série, após 1938, a proporção de capital de terceiros ultrapassou a participação do capital próprio, ocupando 51,61% do ativo total.

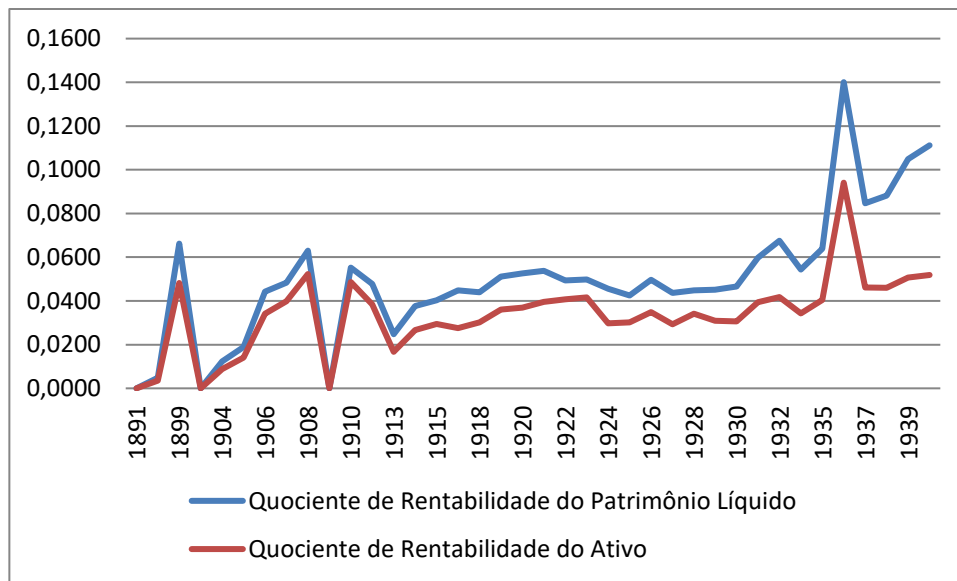
Com base na análise do Gráfico 4, foi observado que a rentabilidade da companhia não sofreu quedas significativas nos períodos da Primeira Guerra e da Crise de 1930. Nesse sentido, a dificuldade que a indústria brasileira enfrentou para a importação de matérias primas na Primeira Guerra Mundial, pode não ter afetado de maneira intensa o nível de produção da companhia. Uma hipótese para justificar o comportamento relativamente estável dos níveis rendimento da empresa nesse período, foi encontrada no estudo de Warren Dean. Nele, o autor observou que a Companhia Antártica Paulista possuía quase o monopólio da produção da cerveja em São Paulo. Dessa maneira, em um contexto de pressão da sociedade, a qual se queixava do aumento do custo de vida, houve o pedido do consulado para o Secretário de Estado, para que ele



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

não restringisse o acesso da Antártica às matérias-primas necessárias. Nesse sentido, o corte do fornecimento de insumos à empresa no período da Guerra, poderia causar prejuízo à produção e fornecimento das bebidas. Por conseguinte, seria capaz de gerar a revolta da população contra os Estados Unidos. (Dean 1971, p. 109).

Gráfico 4 – Quocientes de rentabilidade do patrimônio Líquido e do ativo da Companhia Antártica Paulista no período entre 1890-1940



Fonte: Elaboração própria com base nos balanços patrimoniais da empresa publicados no período

6. Conclusões

No decorrer do estudo buscou-se observar o nível de participação das principais fontes de recursos no financiamento da Companhia Antártica Paulista. Dessa forma, os dados referentes aos balanços patrimoniais da empresa entre os anos de 1930 e 1940 foram organizados e analisados conforme a sua evolução. De maneira complementar, foram calculados alguns indicadores que permitiram traçar o perfil do financiamento da empresa e a evolução de seus níveis de rentabilidade.

Ao final do trabalho, foi possível concluir que a origem dos recursos que permitiram a expansão da companhia estava concentrada no mercado títulos e em fundos



As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis

e lucros da própria empresa. Nesse sentido, observou-se que o mercado de capitais se apresentou como uma importante fonte de financiamento nos primeiros anos da Antártica. Dessa maneira, com exceção de 1911, no período entre 1890 e 1920, as ações e títulos respondiam por pelo menos 50% da participação na origem de recursos da companhia. Essa situação só se inverteu na década de 1920, onde a Antártica passou a se financiar majoritariamente pelos seus próprios fundos. O mercado de capitais só voltou a apresentar maior participação relativa em 1937, onde representou 41,6% dos recursos totais. Embora sua participação voltasse a crescer após 1937, o financiamento por meio de ações e títulos não chegou a alcançar os níveis relativos que apresentou em seus primeiros anos de expansão.

Os empréstimos bancários não tiveram uma relevância expressiva no período analisado, de modo que o nível de sua participação relativa no financiamento da companhia não ultrapassou 10% do total de recursos disponíveis. Além disso, um dos indicadores da baixa participação dos bancos no aporte de recursos para a empresa foi a grande proporção de capital próprio em seu patrimônio, o qual chegou a representar mais de 80% do seu ativo total.

A partir da análise do caso da Companhia Antártica Paulista foi possível observar a relevância do mercado de capitais nos primeiros anos da companhia. Essa forma de financiamento ofereceu o impulso inicial para os investimentos necessários à empresa em um período ainda incipiente do desenvolvimento industrial e financeiro de São Paulo. As evidências encontradas nesse trabalho parecem convergir com a conclusão do estudo de Anne Hanley sobre o papel da Bolsa de Valores no financiamento de empresas paulistas entre 1886 e 1917. Nesse sentido, o curto período de expansão do mercado de títulos e ações foi suficiente para a consolidação inicial e o crescimento de empresas como a Antártica, no mercado brasileiro. Dessa maneira, ainda que a Bolsa não tenha obtido sucesso em se sustentar no decorrer dos anos, ela apresentou uma contribuição significativa no desenvolvimento econômico de longo prazo. (Hanley, 2001, p. 140-141).

Referências

Fontes Primárias



**As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da
Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis**

SÃO PAULO. *Diário Oficial do Estado de São Paulo*. (vários anos)

Fontes Secundárias

BANDEIRA Jr., Antonio Francisco. *A industria no estado de São Paulo em 1901*. Typ. do "Diario Oficial", 1901.

BRITO, J. R. de. *A economia brasileira no alvorecer do século XIX*. Salvador: Progresso, 1923.

CORTES, Gustavo S.; MARCONDES, Renato L.; DIAZ, Maria Dolores M. Mortgages for machinery: credit and industrial investment in pre-World War I Brazil. *Financial History Review*, v. 21, n. 2, p. 191-212, 2014.

DEAN, Warren. *A industrialização de São Paulo*. São Paulo, Difel, 1971.

FAUSTO, Boris. *História do Brasil*. São Paulo: Edusp, 2006.

HANLEY, Anne. “A Bolsa de Valores e o financiamento de empresas em São Paulo, 1886-1917”. *História Econômica & História de Empresas*. 4 (2), 2001, p. 115-142.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Análise de Balanços: análise da liquidez e do endividamento, análise do giro, rentabilidade e alavancagem financeira*. São Paulo: Atlas, 2009

MARCONDES, Renato Leite; HANLEY, Anne G. Bancos na transição republicana em São Paulo: o financiamento hipotecário (1888-1901). *Estudos Econômicos (São Paulo)*, v. 40, n. 1, p. 103-131, 2010.

MARCONDES, Renato Leite. Crédito privado antes da Grande Depressão do século XX: o mercado hipotecário. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, v. 44, n. 4, p. 749-786, 2014.

MARQUES, Teresa C. N. “Bancos e desenvolvimento econômico: uma revisão das teses de Gerschenkron à luz da Cervejaria Brahma, 1888-1917”. *História e Economia*. 1 (1), 2005, p. 87-119

MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in financial democracy: corporate governance and financial development in Brazil, 1882-1950*. Cambridge University Press, 2009.



**As Fontes De Financiamento Industrial No Período Entre 1890 - 1940: Um Estudo Da
Companhia Antártica Paulista – Ellen Fonseca de Assis**

SAES, Flavio; SZMRECSÁNY, Tamas. El papel de los bancos extranjeros en la industrialización inicial de Sao Paulo. In: *Las inversiones extranjeras en América Latina, 1850-1930: nuevos debates y problemas en historia económica comparada*. El Colegio de México, 1995. p. 230-243.

SEMENICHIN, Rodrigo. *Breve história de uma famosa marca de cerveja*. Jornal da Unicamp. Edição 327 - 12 a 25 de junho de 2006. Disponível em http://www.unicamp.br/unicamp/unicamp_hoje/ju/junho2006/ju327pag8c.html. Acesso em: 18 março 2018.

SUZIGAN, Wilson. *Indústria brasileira. Origem e desenvolvimento*. São Paulo: Hucitec, 2000.

TRINER, Gail D. Banking, economic growth and industrialization: Brazil, 1906-30. *Revista Brasileira de Economia*, v. 50, n. 1, p. 135-154, 1996.

VERSIANI, Maria Teresa. *Proteção tarifária e crescimento industrial nos anos 1906/12: o caso da cerveja*. 1982.