

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO DA FACULDADE DE DIREITO

LEOPOLDO FAIAD DA CUNHA

**MOLDANDO O TRAÇADO: COMO AS INSTITUIÇÕES BRASILEIRAS DEFINIRAM
O MODELO FERROVIÁRIO ATÉ O INÍCIO DO SÉCULO XX**

BRASÍLIA - DF
2016

LEOPOLDO FAIAD DA CUNHA

**MOLDANDO O TRAÇADO: COMO AS INSTITUIÇÕES BRASILEIRAS DEFINIRAM
O MODELO FERROVIÁRIO ATÉ O INÍCIO DO SÉCULO XX**

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre, no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília, linha de pesquisa “Globalização, Transformações do Direito e Ordem Econômica”.

Orientador: Prof. Dr^a. Ana de Oliveira Frazão

Brasília – DF

2016

AGRADECIMENTOS

Antes de começar os agradecimentos, peço desculpas antecipadas por não poder citar nominalmente todas as pessoas que foram importantes para a realização deste trabalho, sob o risco de tornar essa parte deveras extensa. Inicialmente, agradeço a Deus, que dotou o homem com capacidade infinita, pelos pequenos milagres cotidianos, pela inspiração nos momentos de incerteza, pela segurança nos momentos de dúvida e pela paz nas inúmeras horas de ansiedade.

Agradeço a minha família, especialmente aos meus pais, minha eterna inspiração. A meu pai, pelo sábio e sintético discurso “Vai estudar!” e pelas grandes atitudes que o acompanhavam. A minha mãe pelas palavras amorosas, pelo escutar reconfortante e pelos inúmeros cafés com bolachas revigorantes.

Agradeço à Luciana Ferrari Maistro por ter acreditado neste sonho e ter optado por participar de minha vida neste momento em que a disponibilidade de tempo e atenção era tão escassa. Sua companhia e seu afeto altruísta foram por diversas vezes o incentivo para escrever mais e melhor.

Agradeço a minha orientadora Ana de Oliveira Frazão que sintetiza o entusiasmo de uma jovem professora e a experiência de vários anos de magistério, orientando de forma pragmática, acalmando o orientando desorientado, e iluminando os caminhos de um aluno. E ao Professor Márcio Iorio Aranha pelo vasto conhecimento na área do Direito Regulatório, o qual foi tão essencial para o sucesso deste trabalho e para minha vida profissional.

Aos membros da Secretaria de Pós-Graduação do Departamento de Direito, que se mostraram dignos de admiração pela presteza e cuidado com os estudantes em suas necessidades.

Não poderia esquecer também das pessoas que auxiliaram neste trabalho. Sem querer ser injusto, agradeço especialmente ao Professor Aldo Musacchio, pela obra amplamente aqui citada e por ter compartilhado informações valiosas; a Guilherme Tombolo por dividir os dados relevantes de sua pesquisa; aos também amigos, Luís Otávio Marques Fernandes, pelos profundos conhecimentos em estatística, Julianna Moreira Reis, pela compreensão em assuntos acadêmicos, e José Maria Nova da Costa pela sapiência dos impactos pessoais deste processo criativo.

Encerrando, agradeço ao povo brasileiro, que possui mais força e história do que escrevem, e a cada contribuinte pelo custeio de meus estudos. Espero sinceramente que este trabalho seja uma forma de retribuir a esse voto de confiança.

Se queres prever o futuro, estude o passado.

Confúcio

RESUMO

A presente dissertação analisa a relação entre um mercado de capitais forte, o desenvolvimento de infraestrutura e o crescimento econômico no Brasil, tendo como objeto de análise a evolução do modelo ferroviário no período de 1852 a 1914. Os três capítulos apreciam respectivamente o embasamento teórico, a Nova Economia Institucional, a evolução histórica, e os impactos da matriz institucional no período e na atualidade. O trabalho inicia pela Nova Economia Institucional, expondo os conceitos estruturantes, como a noção de incerteza e de custos transacionais, passando pela conceituação de instituições e de organizações e considerando o papel do Estado em sua interação com os outros grupos de interesse. A partir disso, expõe a lógica de eficiência institucional e de *path dependence*, para explicar a distinção entre instituições inclusivas e extrativistas e a matriz institucional brasileira, organizada na forma de capitalismo de laços. Assim, inicia-se a digressão histórica das sociedades anônimas, do mercado de capitais, do sistema financeiro e do capital internacional, elementos essenciais para a origem e a evolução do setor ferroviário. Essa análise descreve e contextualiza as normas que gerem cada setor, incluindo as ferrovias. Em seguida, o trabalho disserta sobre as consequências da matriz institucional no setor ferroviário, detalhando alguns dos instrumentos utilizados para viabilizar o modelo econômico do século XIX e início do século XX. Passa-se para as externalidades desse modelo, descrevendo seus efeitos a montante e a jusante para a economia brasileira, com os ganhos e as possíveis perdas de oportunidade de crescimento. Além disso, analisa a correlação entre a evolução da malha ferroviária, o PIB do período e o mercado de capitais. Com essas informações, inferiu-se que há relação entre o aumento da malha ferroviária e o aumento de emissão de debentures. Por fim, expõe os reflexos dessas opções para os dias atuais bem como os desafios que devem ser enfrentados, sedimentados pelo conceito de *path dependence*. Com esse trabalho, é possível verificar que o capital estrangeiro sofria resistência local, que grande parte dos desafios do setor ferroviário atual advém de falhas institucionais sedimentadas no século XIX e que a sociedade brasileira foi responsável pelo surgimento dessas instituições e de suas falhas.

Palavras-chave: Ferrovias. Nova Economia Institucional. Mercado de Capitais. Sociedades Anônimas. Direito Regulatório.

ABSTRACT

This dissertation examines the relationship between strong capital market, infrastructure development and economic growth in Brazil, considering the subject of analysis the railway evolution in the period from 1852 to 1914. The three chapters appreciate respectively the theoretical foundation, New institutional Economics, the historical account, and the impact of these institutional matrix in the period and nowadays. The work begins with the New Institutional Economics, exposing the structural concepts such as the notion of uncertainty and transaction costs, going through the concept of institutions and organizations. The chapter considers the key role of state in its interaction with the other stakeholders. Afterwards, the study exposes the institutional efficiency logic and path dependence in order to explain the distinction between inclusive and extractive institutions and Brazilian institutional framework, organized as ties capitalism. Thus begins the historical digression of joint-stock company, stock market, the financial system and international investments, essential elements for origin and development of Brazilian railway sector. This analysis describes and contextualizes the laws of each sector, including the railways. Then the work analyzes the consequences of institutional framework in Brazilian railway sector, detailing some of the tools used to facilitate the economic model of the nineteenth century and early twentieth century. Then it examines the externalities of this model, describing its effects upstream and downstream in the Brazilian economy, with gains and losses of possible opportunity. The chapter analyzes the correlation between the evolution of the rail network, the GDP of the period and the relevance of capital market. With this data, it was inferred that there is a correlation between the increase of the rail network and the increase in debentures issued. Finally, exposes the consequences of these options for today as well as the challenges that must be faced, based on the concept of path dependence. With this work, it is understandable that foreign capital suffered local resistance, many modern challenges of rail industry comes from institutional failures created in the nineteenth century and Brazilian society was responsible for the emergence of these institutions and for its failures.

Keywords: Railways. New Institutional Economics. Capital market. joint-stock company. Regulatory Law.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Extensão total da malha ferroviária em quilômetros (1854 – 1942).....	93
Gráfico 2 - Variação da construção anualizada da malha ferroviária em quilômetros (1854-1942).....	93
Gráfico 3 - Variação quantidade de debêntures sobre o Produto Interno do Bruto do período (1881- 1942).....	94

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Empréstimos obtidos pelas Estradas de Ferro da Província de São Paulo.	66
Tabela 2 - Correlação entre o PIB, a quantidade de trilhos e a emissão de debêntures.	95
Tabela 3 - Produtos Transportados pelo modo ferroviário 1887 e 1913	97

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 A NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL	16
2.1 OS CONCEITOS DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL	16
2.2 INSTITUIÇÕES	18
2.3 AS ORGANIZAÇÕES E SUA RELAÇÃO COM A MATRIZ INSTITUCIONAL.....	24
2.4 EFICIÊNCIA INSTITUCIONAL	31
2.4.1 Instituições Inclusivas	32
2.4.2 Instituições Extrativistas	35
2.5 MATRIZ INSITUCIONAL BRASILEIRA	38
3 A EVOLUÇÃO INSTITUCIONAL DAS FERROVIAS ENTRE OS SÉCULOS XIX E XIX	43
3.1 O INÍCIO DAS NORMAS SOCIETÁRIAS BRASILEIRAS	43
3.2 A MATURAÇÃO DO SISTEMA DE FINANCIAMENTOS BRASILEIRO.....	53
3.3 A EVOLUÇÃO DAS FERROVIAS E A PARTICIPAÇÃO DO CAPITAL ESTRANGEIRO	63
4 AS CONSEQUÊNCIAS DA MATRIZ INSTITUCIONAL	74
4.1 A INSTRUMENTALIZAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES E SUAS EXTERNALIDADES	75
4.1.1 Garantias Financeiras	79
4.1.2 Outras Garantias Governamentais	82
4.2 AS EXTERNALIDADES DECORRENTES DA INSTALAÇÃO DAS FERROVIAS	84
4.2.1 Backward Linkage	85
4.2.2 Foward Linkage	87
4.3 A CONEXÃO DA DIGRESSÃO HISTÓRICA COM O MOMENTO PRESENTE .	89
4.3.1 A Correlação entre a Expansão das Estradas de Ferro e sua Importância para o Mercado de Capitais	91
4.3.2 Aplicação Atual da Matriz Institucional Brasileira no Setor Ferroviário	99
5 CONCLUSÃO	108
REFERÊNCIA	116

1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é expor a relação entre um mercado de capitais forte, o desenvolvimento da infraestrutura e o crescimento da economia do país, por intermédio da Nova Economia Institucional. Assim, a pergunta central é como a regulação jurídica do mercado de capitais e do setor bancário, por meio de seus marcos legais, explica a evolução do modelo ferroviário no período de 1852 a 1914 e quais são seus impactos no momento presente? Optou-se por utilizar as ferrovias como objeto de estudo por duas razões. A primeira delas é que as ferrovias são instrumentos essenciais na matriz de transporte da maioria dos países, impactando no desenvolvimento dessas nações. Além disso, elas demandam grande aporte de capital, o que exige instituições organizadas. Em razão dessas características, as ferrovias relacionam o capital produtivo com o capital financeiro e demonstram como é a interação dessas instituições para gerar ou não desenvolvimento econômico.

Estabeleceu-se o período histórico de análise entre os anos de 1852 e 1914 por dois motivos: (i) o surgimento e estabelecimento dos primeiros marcos legais e técnicos do setor financeiro e produtivo nacionais; e (ii) a maior expansão de estradas de ferro no Brasil ocorreu nesse período. Alguns conceitos, tais como as formas de financiamento de infraestrutura, podem parecer rotineiros hoje, mas sua discussão foi extensa e relevante quanto são analisados o século XIX e o início do século XX. No Brasil, em razão de suas proporções continentais, o impacto gerado pelas ferrovias tanto no século XIX quanto século XX garantiu ganhos econômicos e estratégicos no passado e na atualidade.

A partir do questionamento central, o trabalho busca obter respostas para os objetivos secundários: (i) mapear o modelo institucional brasileiro; (ii) estruturar o financiamento ferroviário no período; (iii) verificar os impactos de decisões políticas sobre o mercado de capitais; (iv) estabelecer o papel do sistema bancário para o desenvolvimento do setor ferroviário; (v) expor a relação entre as ferrovias e o mercado de capitais brasileiro; (vi) verificar quais lições aprendidas no pretérito são aplicáveis atualmente.

Com o escopo de responder a essas perguntas, o estudo se apresenta organizado em três capítulos, tendo em vista que a estrutura ferroviária se encontra dentro de uma realidade intrincada com outras instituições e demanda diversos elementos para que seja viável sua existência. Para prover a malha ferroviária, foi

necessário o instituto das sociedades anônimas, no campo jurídico; dos mercados financeiro e de capitais, no campo financeiro. Assim, o primeiro capítulo trata sobre os conceitos teóricos deste estudo; o segundo capítulo analisa a formação das instituições brasileiras, focando nos temas relacionados acima; e o terceiro capítulo expõe os ganhos e as perdas advindos das opções legislativas, bem como apresenta lições que podem ser aplicadas na atualidade.

O primeiro capítulo expõe os conceitos básicos da Nova Economia Institucional (NEI). Diferentemente da lógica positivista tradicional, a NEI considera os elementos que influenciaram o processo normativo, bem como os agentes envolvidos no processo, sob a metodologia da teoria do *public choice*, e os impactos das instituições, como os custos transacionais. Pondera-se a influência do Estado na matriz institucional, por ser um elemento que atua tanto como agente transformador quanto como objeto de transformação. Após a apresentação dos conceitos básicos, exhibe-se o conceito de matriz institucional, sua evolução e lógica de eficiência, distinguindo instituições extrativistas e inclusivas. Por fim, analisa-se a matriz brasileira que, por ser dinâmica, se ajusta ao longo do tempo. Essas alterações, contudo, possuem características estruturantes que se perpetuam mesmo em situações de profunda modificação de valores. Portanto, no primeiro capítulo, a análise é realizada de modo atemporal, considerando alguns paradigmas peculiares da sociedade brasileira.

O segundo capítulo aborda a evolução histórica do setor ferroviário entre os anos de 1852 e 1914. Para demonstrar essa transformação institucional, expõe-se também o ambiente que possibilitou sua existência, por intermédio da formação jurídica das companhias de ferro e das linhas de financiamento. Dessa forma, o segundo capítulo é constituído por três partes: a história do mercado de capitais e das sociedades anônimas; a história do setor financeiro e a entrada do capital estrangeiro; e a evolução das ferrovias. O primeiro tópico é relevante para mostrar que a modelagem jurídica do instituto das sociedades anônimas foi essencial para a circulação de riqueza no Brasil e para a evolução do mercado de capitais. O segundo tópico é relevante para expor as razões da interferência do Estado no mercado monetário e os temores dos agentes públicos ao desenvolver um sistema financeiro estruturado. No terceiro tópico, opta-se por aglutinar a evolução do capital estrangeiro com a evolução do modelo ferroviário, porquanto grande parte do capital estrangeiro aportado no Brasil foi direcionada para o setor ferroviário.

O trabalho se encerra no terceiro capítulo, empregando a metodologia exposta no primeiro capítulo para explicar os fatos descritos no segundo. Além disso, são analisados o impacto da evolução das ferrovias sobre o mercado de capitais, sua relação com o desenvolvimento econômico no período e as lições para a atualidade. O mesmo capítulo se apresenta dividido em três partes. A primeira verifica os instrumentos utilizados para desenvolver as ferrovias e os resultados sobre o mercado. A segunda parte examina as externalidades do setor ferroviário sobre a sociedade e a economia brasileira, considerando tanto os impactos para as indústrias que viabilizariam a existência das ferrovias quanto o resultado desse meio de transporte sobre a parcela da economia que demanda essa infraestrutura para suas atividades. A terceira parte analisa a correlação entre o aumento da malha ferroviária e a participação de debêntures no PIB. Além disso, investiga a correlação entre a expansão da malha e o aumento do PIB. Por fim, mostra quais lições desse período pretérito podem ser trazidas para os momentos atuais da sociedade brasileira.

Elegeu-se a estrutura textual acima porque, tradicionalmente, os trabalhos acadêmicos de Direito visam explicar alguma característica dogmática de determinado instituto ou confrontar linhas de pensamentos divergentes sobre temas dentro desse escopo, que, no limite racional, encerra a norma com uma valoração em si mesma. A apreciação formal de normas é relevante para a harmonização de conceitos jurídicos, mas isso é somente uma faceta da análise e não gera por si ganhos reais para a sociedade. O exame de elementos estruturantes é considerado como metajurídica para a análise tradicional, sendo considerada como elemento estanque e exógeno ao estudo. Assim, para subsidiar as conclusões deste trabalho, são utilizados estudos de outras áreas do conhecimento, como economia, história e estatística.

Com o objetivo de ser útil à coletividade, o pesquisador deve também ponderar os elementos objetivos da norma, considerando os valores que essa sociedade prioriza. Ao realizar essa observação, parâmetros e metodologias são necessários para evitar extremos: em um polo, pode-se considerar qualquer elemento social e econômico como metajurídico, encerrando-se no positivismo extremado; em outro polo, podem-se selecionar arbitrariamente princípios constitucionais para deliberar questões conforme as convicções individuais do agente decisor.

No âmbito jurídico, há ramos que são umbilicalmente ligados à economia, como o Direito Comercial, Regulatório, Tributário e Civil, especialmente nos tópicos relacionados a direito reais, obrigacionais e sucessórios. Essas interações, instrumentalizadas por arcabouços legais, impactam diretamente os mercados, restringindo o espectro de possíveis escolhas dos agentes. Nesse aspecto, o direito assume o papel de alocar direitos, ora impondo custos de transação, ora apresentando incentivos. Para explicar essas intersecções e seus efeitos, este trabalho se baseia nos estudos da Nova Economia Institucional (NEI), sendo, portanto, respaldado nos trabalhos de seu precursor, Douglass North. Ademais, são utilizados os trabalhos de outros autores como os professores Mark Roe, Daron Acemoglu, James Robinson, entre Aldo Musacchio, Mariana Pargendler, Érica Gorga, Sérgio Lazzarini, entre outros.

A Nova Economia institucional possui dois níveis de análise, a perspectiva micro e a perspectiva macro. A perspectiva micro dedica-se ao estudo das decisões dos indivíduos, garantindo os interesses próprios, mas limitados por instituições. Foca-se basicamente nos arranjos estabelecidos por contrato que normatizam a cooperação ou a competição entre os agentes. A perspectiva macro inquiri quais as estruturas institucionais podem incentivar o crescimento econômico da sociedade. O objeto de estudo são as matrizes institucionais, compostas por regras jurídicas, políticas e sociais. Essas matrizes estabelecem o fundamento para os processos de produção, trocas e distribuição. A presente pesquisa aplica uma perspectiva macro no desenvolvimento das instituições que viabilizam a instalação do setor ferroviário no Brasil, dissertando acerca da evolução dessas matrizes.

Considera-se, assim, que o mercado é uma estrutura influenciada mútua e diretamente por diversas instituições que o fundamentam e o legitimam. O avanço tecnológico ou a quantidade de capital acumulado são apenas resultados de uma matriz institucional específica que estimula atividades por meio de regras e arranjos. Este estudo parte do pressuposto de que as instituições políticas criam as instituições econômicas e com elas interagem, resultando em desenvolvimento econômico ou pobreza nacional. Entender o desenvolvimento das instituições é essencial para poder propor qualquer tipo de ajuste e adaptação, pois a chave do problema econômico está nas instituições. Sendo este um estudo jurídico, o foco principal serão as instituições formais, materializadas por leis e decretos do período, e suas consequências. Por meio da análise dessas normas, visa-se demonstrar a

origem das instituições, o resultado advindo da modelagem proposta e as lições que podem ser aplicadas no presente.

Resta, por fim, consignar a importância deste trabalho na linha de pesquisa *Transformações na Ordem Social e Econômica e Regulação*, na sublinha de pesquisa *Regulação e Transformações na Ordem Econômica*, do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade de Brasília (UnB), tendo em vista que a sublinha aborda a crescente demanda por expertise jurídica como instrumento de transformações políticas, econômicas, tecnológicas e sociais. Nesse contexto, as teorias jurídicas da regulação, da empresa, da concorrência e da tributação, as variáveis institucionais resistem à tentação de estagnar as pesquisas em debates ultrapassados pautados nas discussões mercado versus Estado ou Direito versus Economia.

2 A NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL

Este capítulo tem como objetivo apresentar as bases teóricas do presente trabalho e expor a matriz institucional brasileira. Apesar de a proposta ser uma análise jurídica da evolução do modelo ferroviário brasileiro, os termos aqui utilizados não advieram desse ramo do saber de modo estrito, sendo influenciada pela economia sociologia entre outras.

2.1 OS CONCEITOS DA NOVA ECONOMIA INSTITUCIONAL

A incerteza é o conceito estruturante da Nova Economia Institucional, modelo proposto por North (1990). Isso não se refere apenas a problemas computacionais dos agentes (NORTH, 1990), ou seja, a capacidade de analisar todas as variáveis envolvidas em determinada questão, mas também em razão de realidades mutáveis. Esse é um atributo ambiental, exógeno aos agentes, assim os agentes não poderiam ter consciência de todas as possíveis situações para agir de modo estritamente racional, paradigma da literatura econômica ortodoxa¹.

Em contraposição ao homem racional, apresenta-se o conceito de racionalidade limitada, um atributo comportamental, ao considerar que os agentes podem sim cooperar e não conhecem o mundo sobre o qual devem decidir, a racionalidade é construída sobre “realidades subjetivas”², chamadas pelo autor de ideologias. Essas ideologias, visões de mundo, são o sustentáculo dos agentes em suas decisões e nem sempre caminham por uma lógica eficiente. Ao serem

¹ O dilema do prisioneiro, quando jogado uma vez, faz com que os agentes tendam a ser oportunistas, decidindo não pelo que mais lhes traria benefícios, mas pela opção cujos danos seriam menores. Entretanto, quando esse jogo é jogado infinitas vezes, surge a cooperação, derivada do aprendizado dos agentes. Caso o jogo pare em algum momento, os agentes farão análise de oportunidades, sobre se é interessante cooperar ou não. Se o jogo continuar, ainda haverá custos de transação porque um ainda pode obter informações do outro. Assim, quanto menor a probabilidade de o jogo continuar, mais importante deve ser o desempate para garantir o equilíbrio. A lição é que, quando os agentes adquirem todas as informações da outra parte, e vice-versa, o contrato tende a ser autogarantido (BATES, 1987). As relações políticas entre os parlamentares e os agentes que os colocaram lá podem ser vistas como exemplo desse modelo de cooperação.

² A racionalidade limitada infere que os tomadores de decisão desejam atingir metas e utilizam sua capacidade mental nesse processo, sendo dois conceitos estruturantes: racionalidade substantiva e racionalidade processual. A primeira considera que um comportamento é substantivamente racional quando for apropriado para atingir metas estabelecidas. A segunda ocorre quando a racionalidade for dependente dos processos que a geram, como processos de aprendizagem (SIMON, 1976). No caso, o conceito de ideologia advém da Racionalidade processual de Simon, por ser construída ao longo do tempo.

popularizadas na sociedade, as ideologias assumem o papel disciplinador, ao sustentar regras³ estabelecidas. Além disso, as ideologias são a base para a compreensão das regras e leis geradas pelo sistema político. O comportamento de governantes, de grupos de interesse, bem como do Poder Judiciário, materializados em arcabouços legais, jurisprudências, ou normas no sentido lato, somente são compreensíveis por meio do conceito de ideologia (NORTH, 1981).

Além do conceito de incerteza, é importante expor o conceito de custos de transação⁴: custos que impedem a alocação eficiente de direitos (COASE, 1960). Ausência de custos de transação e economia de mercado são abstrações para descrever determinada situação na qual todos os indivíduos e empresas têm liberdade de produzir, comprar e vender os produtos ou serviços que bem entenderem (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012). Na ausência desses requisitos hipotéticos, há falhas de mercado.

O conceito dos custos de transação foi ampliado por North⁵, ao afirmar que os gastos para obter informações é a base dos custos de transação. Assim, os custos de transação consistiriam em medir as despesas variáveis dos elementos transacionados e o preço para garantir os direitos e os contratos, em razão das incertezas. Esses custos são a base das instituições econômicas, políticas e sociais, e podem assumir duas características: Custos de *measurement* e de *enforcement*.

Os custos de *measurement* originam-se da dificuldade de os agentes conhecerem de fato o objeto da transação em curso (NORTH, 1990). São equiparáveis à seleção adversa, ou seja, dificuldade de acesso a informações sobre o produto ou serviço transacionado. Quanto mais atributos são considerados, maior será o custo de *measurement*. Como exemplo, podem-se ser usados os custos que investidores ingleses despendiam para descobrir os riscos de investir em uma estrada de ferro no Brasil, situação real que será mais detalhada ao longo do trabalho.

Os custos de *enforcement*, por sua vez, referem-se à incerteza que os agentes têm sobre a propriedade do bem a ser trocado e não podem ser dados por garantidos (NORTH, 1990). Relacionam-se a problemas de legitimidade da

³ O conceito de regra possui caráter polissêmico: para a Nova Economia Institucional e, conseqüentemente, para este trabalho, tratar-se-ão as regras em sua aplicação econômica, como normas que regem as intermediações econômicas entre os agentes.

⁴ Casos esses custos fossem considerados nas análises microeconômicas, um novo modelo deveria ser proposto para a análise. (BARZEL, 1989).

⁵ “*When it is costly to transact, institutions matter*” (NORTH, 1990, p. 12).

transação a ser efetuada. A preocupação aqui se volta para transações complexas que envolvem bens consumidos e produzidos ao longo do tempo, e não meramente a trocas simples e únicas. O *enforcement* pode advir de uma autotutela da parte lesada; da própria parte que descumpriu o acordo, em razão de um código de conduta informal; ou por um terceiro garantidor, com poder extroverso: o Estado. Esse poder de império do Estado e sua relação com as partes envolvidas serão tratados em tópico específico.

Os custos transacionais surgem com os direitos de propriedade, que, por sua vez, são os direitos do indivíduo de se apropriar do seu trabalho e dos serviços e bens que possui. Os custos de transação variam de acordo com o tempo e lugar, de modo que as instituições garantidoras dos direitos de propriedade também variam. Esses direitos poderão ser utilizados como um ativo (expectativa) direto ou indireto. Eles equivalem à manutenção do poder de disposição e controle sobre oportunidades garantidas pela ordem jurídica, de propriedade, e de liberdades. Além disso, de acordo com North (1981), nem sempre os direitos são estabelecidos de modo eficiente. Os *Rulers*, conceito que será explicado adiante, não são neutros e buscam garantir seus próprios interesses ao definir direitos. Com esse comportamento, custos transacionais que geram ineficiências são produzidos. Para garantir o usufruto desses direitos e mitigar os custos de transação em um ambiente de incertezas, surgem as instituições, as quais serão explicadas abaixo.

2.2 INSTITUIÇÕES

Desde o início da civilização humana, os agentes interagem baseados em regras. Somente a partir do surgimento delas, é possível entender a organização das sociedades. As instituições são regras estabelecidas, ou, nas palavras de North (1990, p. 6), “são as limitações humanas criadas para formatar a interação social”. Elas não apenas limitam os agentes, mas também assumem papel construtivo. Cada sociedade cria suas próprias instituições, com base em seus costumes, sistemas de direitos de propriedade específicos e maneiras peculiares de dividir a colheita ou a caça (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012). Assim, as instituições buscam reduzir as incertezas, ao fornecer o mínimo de estrutura e de previsibilidade para a vida cotidiana.

As instituições podem ser classificadas como informais, sendo normas ou códigos de conduta, formados em geral no seio da própria sociedade (NORTH, 1990, p. 36), e formais: as leis e constituições formalizadas e escritas, geralmente impostas por um governo ou por agente com poder de coerção (NORTH, 1990). Mesmo na civilização ocidental, as normas formais representam uma pequena parcela de todas as normas limitantes das escolhas dos agentes, apesar de essa pequena parcela ser extremamente relevante. Mesmo em situações revolucionárias, nas quais grande parte das normas formais é revogada, as instituições informais perduram, porque são originadas das transmissões informais entre gerações, o que nada mais é que a cultura⁶ de um povo.

A cultura provê uma estrutura conceitual para compreensão e interpretação de informações, baseada em linguagem comum. Essa estrutura conceitual é a pedra angular para a compreensão dos padrões de comportamento derivados de um modelo de utilidade esperada: o filtro cultural garante a perpetuação de uma solução informal criada no passado para resolver problemas transacionais. A cultura define a forma que as pessoas processam e utilizam as informações e essa forma define o estabelecimento das normas informais. Não é possível verificar diretamente as normas informais, todavia os contratos e os custos transacionados relacionados apresentam um modo indireto de evidenciar mudanças nesses institutos.

Para a compreensão das normas informais, é importante retomar a teoria da lógica cooperativa citada anteriormente. Em ambientes sem um Estado ou sem regras formais, uma rede social densa produz uma estrutura informal que garante a estabilidade. A ordem nessas sociedades é derivada da intimidade entre os agentes e da profunda compreensão de todos os membros da coletividade dos riscos e custos oriundos da violência, bem como da necessidade de se manter um estado constante de vigilância para evitá-la. Nessas sociedades, qualquer comportamento agressivo tende a ser reprimido, por ameaçar a estabilidade coletiva. O modelo utilizado para explicar a sociedade primitiva⁷ considera que são produzidas instituições com características específicas em ambientes nos quais há altos custos

⁶ Cultura, para este trabalho, é conceituada como a transmissão de conhecimento, valores e outros fatores que influenciam o comportamento entre gerações, via educação e imitação (BOYD; RICHERSON, 1988, p. 2).

⁷ Na análise de sociedades primitivas, há convergência conceitual entre a Nova Economia Institucional (NORTH, 1990) e a *Law and Economics* (POSNER, 1980). Porém, essa similitude se encerra nesse ponto, porque a *Law and Economics* se concentra na maximização da riqueza social e na aplicação da lógica da eficiência.

informativas, ausência de efetividade do poder público, limitado número de ativos, e insignificantes ganhos decorrentes de inovação. Culturas com características arcaicas⁸ possuíam ou, no caso de algumas tribos, possuem estruturas governamentais fracas, com direitos de propriedade baseados em relações familiares, tendo o escambo como forma de trocas comerciais, culpa coletiva e responsabilidade objetiva em caso de lesões, valorizando a generosidade e a honra. De acordo com Posner (1980), laços parentais são essenciais para garantir a efetividade e a proteção dos acordos nessas sociedades.

A ausência de regras informais, derivada da assimetria informacional e da consequente distribuição de ganhos, pode tornar a transação excessivamente onerosa ou inviabilizá-la por completo. Essas regras, a um custo baixo, são capazes de estabelecer padrões em sua origem, como o sistema internacional de pesos e medidas, e garantir, por meio de um terceiro agente, o cumprimento de normas com uma rede informacional, como as agências de risco. O comportamento cooperativo derivado de regras informais é o fundamento de transações, bem como é a base de modelos teóricos mais complexos, que consideram descontos e aumento de informação dos agentes. Essas relações não podem ser baseadas em modelos que analisam o comportamento oportunista, ou seja, a lógica do menor prejuízo.

Experimentos econômicos empíricos mostram que os seres humanos nem sempre assumem comportamentos oportunistas (FRANK, 1988), tendo em vista que a motivação é mais complexa do que simples modelos de utilidade. Em certas condições, honestidade, integridade e manutenção de reputação tornam-se mais valiosos do que maximizar a renda. Dessa situação, surge o conceito de moralidade da cooperação: uma convenção adquire força moral quando quase todos da comunidade seguem-na, sendo interesse individual de cada indivíduo que o outro também o faça. O ostracismo de agentes que violam convenções comerciais ou a cobrança de taxas de juros mais altas aos devedores contumazes são exemplos de sanções por normas informais. Além disso, a codificação de práticas consuetudinárias exemplifica uma forma de transição de norma informal para norma formal.

⁸ As regras informais continuam importantes nas economias modernas para coordenar repetidas ações, podendo influenciar a sociedade em três situações: (i) podem estender, elaborar, subverter ou modificar regras formais, (ii) podem definir normas de comportamento, e (iii) podem internalizar padrões de conduta. As duas primeiras situações são modeladas em um contexto de maximização de utilidade, sendo possível, portanto, aplicar os conceitos neoclássicos. A terceira situação não segue a mesma lógica, tendo em vista que a mensuração de valores é singular.

No longo prazo, a cultura é decisiva para definir como as instituições informais evoluem, e, portanto, são essenciais para estabelecer a evolução histórica de uma sociedade. Da mesma forma, as instituições informais não mudam imediatamente após a mudança de instituições formais. Esse conflito entre normas formais e informais também é decisivo para a evolução das matrizes. As regras informais legitimam as leis e códigos da sociedade, regras formais, e, como consequência, tornam o conjunto de regras formais mais estável. As regras formais também influenciam as regras informais. É que uma mudança legal pode fortalecer um grupo em detrimento de outro, alterando as relações de troca, contudo, ainda assim, as regras informais também participam do processo.

As instituições formais surgiram porque a complexidade da sociedade naturalmente tornou necessária e viável a formalização de limitações coletivas, sendo a escrita elemento essencial para essa transformação. Além disso, o desenvolvimento tecnológico reduziu os custos de transação e demandou maiores padronizações. Estruturas mais complexas demandam uma definição hierárquica para as organizações, reproduzindo a teoria do principal/agente¹⁰. As regras formais possuem a capacidade de complementar e de aumentar a efetividade das regras informais, podendo ser definidas em três tipos: políticas, econômicas e contratuais. Elas são interdependentes e o sentido de causa-efeito é multidirecional. As regras políticas modelam determinado conjunto de regras econômicas, o qual, por sua vez, estrutura os contratos. Em sentido oposto, as novas formas de estruturas contratuais podem alterar as regras econômicas e políticas.

As regras políticas formam a estrutura hierárquica da esfera política, estrutura decisória das instâncias de poder. Exemplo disso são as constituições e as normas que gerem a estrutura entre poderes de um país. É o processo político que determina sob quais instituições econômicas as pessoas viverão submetidas e quais são as instituições políticas que ditam o funcionamento desse processo. Essas normas são essenciais para a análise da evolução de uma matriz no longo prazo.

¹⁰ Essa teoria descreve as relações de delegação e seus problemas mais comuns, com base em certos pressupostos comportamentais. Ainda, afirma que o Agente atua em nome do Principal, o real titular dos direitos, mas os objetivos do agente podem não coincidir com os do Principal. Portanto, este deve monitorar por algum meio o Agente, sendo esse monitoramento sempre custoso. Essa relação gera tanto custos diretos, devido ao comportamento oportunista, quanto indiretos, os custos do próprio monitoramento. Para reduzir esses custos, busca-se estabelecer um sistema de incentivos para alinhar os interesses do Agente aos interesses do Principal. Como exemplo dessas relações: proprietário e administradores da firma; gerente e trabalhadores; eleitor e legislador; legislador e burocratas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Com base nessas regras, agentes podem ser hiper ou sub-representados no cenário político, causando divergência entre a realidade e a representação política, em especial na capacidade de diferentes grupos agirem coordenadamente para alcançar seus objetivos ou impedir outros de atingirem os seus.

As regras formais econômicas alocam os direitos sobre o uso de propriedades e sobre os rendimentos derivados. Essas regras serão o foco na próxima parte do trabalho, citando como exemplo o Código Comercial, a Lei de S/A, a lei de Entraves. Essas normas dão forma aos incentivos econômicos: incentivos para buscar mais educação, para poupar e investir, para inovar e adotar novas tecnologias, e assim por diante. As instituições políticas dirigem as instituições econômicas, porém o acaso, ou seja, a teoria do caos, também atua e de modo multidirecional. Uma crise econômica pode afetar diretamente as instituições políticas. No equilíbrio, uma estrutura de implementação e garantia de direitos de propriedade é condizente com as instituições políticas. Assim, quando uma instituição muda, a outra também se altera no longo prazo.

Os contratos e suas regras são definidos pelas partes, na esfera de relações privadas, sem a participação do Estado. Como exemplo, pode-se citar um contrato entre fornecedores. Os contratos reproduzem e reforçam os direitos de propriedade estabelecidos no nível macro. Além disso, eles podem também ser instrumentos para suprir lacunas existentes em outras regras formais. Como exemplificação, no final do século XIX e início do século XX, no mercado de capitais brasileiro, o estatuto das Sociedades Anônimas estabeleciam direitos para seus investidores, com o objetivo de atrair mais investimentos (MUSACCHIO, 2009). Na teoria, os contratos são simples, completos e estanques: envolvem uma relação unidimensional e momentânea. Os contratos modernos, contudo, são complexos, ao serem multidimensionais e se perpetuarem no tempo. Em razão dessas características, não é possível prever todas as consequências que advirão. Exemplo de um contrato nesses moldes é um contrato entre uma ferrovia e um usuário ou um contrato de concessão de serviços públicos entre o Estado e uma empresa ferroviária.

Para explicar a relação entre as espécies de normas formais, é interessante partir de um ambiente simplificado e aumentar a complexidade progressivamente. Em uma sociedade primitiva, há um *ruler* e os *constituents*. A interação entre um *ruler* e seus *constituents* funciona da seguinte maneira: o primeiro define as regras

sobre propriedade e produção dos *constituents*, que cedem parte de seus direitos ao Estado em troca de serviços como proteção e justiça. Os *rulers* agem de modo semelhante a monopolistas com capacidade de discriminação de preços, já que oferecem a cada grupo um sistema protetivo em troca do pagamento de tributos. Cada grupo de *constituents* tem diferentes custos e oportunidades, de modo que cada grupo tem poder de barganha distinto. Nesse cenário, considera-se que há economia de escala quando essa estrutura protetiva se estabelece. Com aumento marginal de utilidade, a divisão dos ganhos marginais entre *rulers* e *constituents* depende do poder de barganha de cada grupo de *constituents* (organização). As mudanças marginais das relações (matriz) ocorrem pela violência dos *rulers* ou pelas oportunidades do *constituents*, que podem gerar um reequilíbrio nessa balança de forças. Quanto mais essa relação se desenvolve, mais necessária se torna a estrutura burocrática para gerenciá-la, e é aqui que surge o problema da agência, principal/agente, na relação entre poder público e sociedade.

Aumentando a complexidade do modelo, como na idade moderna, converte-se o *ruler* de uma estrutura singular com um único interesse (NORTH, 1981)¹¹ em uma estrutura formada por diversos interesses de *constituents*. Exemplos disso são o parlamento, as cortes e os funcionários públicos, os quais, neste primeiro momento, existem para monitorar os *constituents*. Caminhando para o presente, a matriz institucional se torna ainda mais complexa, com cada vez mais grupos de interesse, de modo que a estrutura administrativa dos *rulers* deve se modernizar para facilitar as trocas, de acordo com o poder de barganha de cada grupo. Nesse contexto, nenhum grupo de interesse específico possui a capacidade de formar a maioria. O acordo entre os próprios grupos deve ser considerado, surgindo aí, o *Logrolling*¹².

Dado o poder original de barganha de cada grupo, a função das regras formais é facilitar as trocas de poderes econômico e político. A estrutura de direitos já existente, bem como seus mecanismos de implementação, definem a equação de utilidade e maximização de riquezas das organizações. As barganhas ocorrem considerando a atual matriz institucional, bem os custos para alterá-la. A pluralidade é importante porque quanto mais interesses estiverem sendo representados, mais

¹¹ O autor parte dessa conceituação simplificada e vai aumentando a complexidade da análise até considerar a influência de vários grupos de interesses sobre os *rulers* (NORTH, 1990).

¹² *Logrolling* é termo que se refere à troca de favores, especialmente em votações sobre legislações específicas (BUCHANAN; TULLOCK, 1962).

difícil será para a maioria subjugar os pleitos antagônicos. Os *rulers* geralmente estão interessados em seus interesses próprios, seguindo a lógica conceitual do *public choice*¹³, considerando sempre seus custos transacionais, o risco e o retorno ao violar uma norma. Em alguns casos, com a tecnologia, o risco e o custo de violar uma norma se tornam extremamente elevados.

A evolução das instituições políticas de um modelo absolutista/monopolista para uma estrutura democrática é geralmente considerada como sendo uma evolução em direção a uma estrutura mais eficiente em termos políticos. Considera-se também que a democracia dá voz e capacidade decisória a um maior número de pessoas, reduzindo os poderes confiscatórios do Estado. Todavia, não é possível transpor a lógica da eficiência econômica para a eficiência política. O aumento da competitividade do mercado reduz os custos transacionais, ao passo que, na democracia, o número de transações políticas aumenta¹⁴, agravando o custo da agência e da manutenção da burocracia. Além disso, aumenta a ignorância racional dos *constituents* devido à complexidade do Estado (*ruler*). Em um ambiente de eficiência política, com modelos precisos para guiar os atores políticos e com custos transacionais baixos, haverá direitos de propriedade estabelecidos de modo também eficiente. No cenário oposto, ou seja, mercados políticos com altos custos e ausência de informações, não haverá incentivos para distribuir os direitos de modo eficiente, o que impede o desenvolvimento econômico.

Considerar apenas as normas formais para verificar o desenvolvimento de um país é inapropriado e pode levar a conclusões imprecisas. Apesar de as regras formais serem explícitas, elas não fornecem muito material empírico para testar as performances da economia, tendo em vista que a relação dessas regras com o resultado econômico final é limitado. Esse resultado é obtido por uma mistura entre normas informais, regras formais, garantias de implementação e vontade interna dos agentes. Para elucidar a relação entre esses elementos, serão apresentadas as organizações e sua relação com a matriz institucional.

2.3 AS ORGANIZAÇÕES E SUA RELAÇÃO COM A MATRIZ INSTITUCIONAL

¹³ Ver Buchanan e Tullock (1962).

¹⁴ Mesmo assim, os custos marginais dessas transações legislativas diminuem (Weingast e Marshall, 1988).

Neste tópico, serão tratados os conceitos de organização, de matriz institucional, de Estado e da interação entre eles. Além disso, será apresentada a evolução da matriz institucional e do conceito de *path dependence*. Esses conceitos são importantes para o presente estudo por explicarem como a sociedade evolui e que essa evolução nem sempre ocorre de modo linear, com aprendizados de eventos anteriores.

Organizações são grupos de indivíduos ligados por um propósito comum. Esses grupos originam-se como uma tentativa de reduzir os custos de transação, de acordo com a matriz institucional em um determinado tempo; e que, a partir dessa formação inicial, começam a influenciar a modelagem da própria matriz institucional. As organizações são os principais agentes em uma sociedade como, por exemplo, os partidos políticos, o senado, a câmara municipal, as agências reguladoras, as empresas, as associações atléticas, as universidades, entre outras. De modo simplificado, para North (1990), as instituições são as regras de uma partida desportiva; as organizações, os jogadores.

O conceito de matriz institucional busca operacionalizar a teoria, pois se apresenta de forma mais concreta. Ao abrigar as instituições de uma sociedade num momento específico do tempo, a matriz define o vetor de estímulos para os diversos agentes sociais, especialmente os envolvidos em atividades econômicas. De um modo geral, a história das sociedades se resume na evolução de suas matrizes institucionais e nas decorrentes consequências econômicas, políticas e sociais. Para que seja entendido o desempenho de diversas sociedades ao longo da história, basta que se analise a dinâmica de suas matrizes (NORTH, 1990).

Ao longo do processo histórico, as diversas organizações investem seus esforços das mais variadas maneiras, sempre buscando na margem os maiores benefícios para suas ações. Elas podem investir em atividades econômicas socialmente produtivas, como novas tecnologias de produção; podem investir em atividades redistributivas, como a formação de oligopólios organizados e podem ainda investir na própria alteração das regras do jogo, mudando, portanto, a matriz institucional sob a qual operam (NORTH, 1990). Para maximizar o retorno de suas

atividades, as organizações investem, na margem, em atividades econômicas ou políticas, a que for mais interessante¹⁵.

Uma sociedade estará em equilíbrio quando, dadas as condições correntes, nenhuma das organizações tiver estímulo para alterar as instituições sob as quais essa sociedade opera (NORTH, 1990). A interação entre as organizações, as próprias instituições e as tradicionais restrições da teoria econômica determina o desempenho econômico e a evolução da matriz institucional. Assim que as organizações se deparam com mudanças anormais no cenário econômico, social ou político, duas opções surgem: (i) é possível manter a matriz institucional, somente rearranjando a relação de insumos e produtos com que trabalham; (ii) ou investir esforços para mudar essa matriz de modo a poder capturar tais ganhos decorrentes de mudanças ambientais.

O Estado é um dos principais objetos de influência das organizações, semelhante ao campo da partida desportiva. Antes de aprofundar no conceito de Estado, é importante explicar a razão de ele existir. Em um ambiente com custos de transação nulos, não há necessidade de instituições, como afirmado anteriormente, ou de Estado. Contudo, na presença de tais custos, esses elementos são necessários. Assim, exemplos de situação que dispensa a existência do Estado são os contratos autogarantidos. Nessa relação, os benefícios de manter um contrato são maiores do que os custos de rompê-lo. Geralmente os contratos são autogarantidos nas relações em que as partes conhecem intimamente uns aos outros e estão envolvidos em repetidas relações. Geralmente, os custos de transação são baixos porque a densa rede social garante o cumprimento, por meio de normas de comportamento, dispensando maiores formalidades.

Ocorre que essas relações cooperativas são raras no mundo real, sendo aí o surgimento da necessidade de Estado. A realidade se assemelha mais a um mundo impessoal, caracterizado pela interdependência, no qual o bem-estar coletivo depende de uma rede complexa de serviços especializados (que raramente se repetem), contínua no tempo e no espaço. Em ambientes sem informações completas e transações impessoais, as relações cooperativas viabilizam as trocas, legitimadas pelas instituições que coíbem a transgressão dos acordos, por dois

¹⁵ Pode-se usar o caso brasileiro na atualidade. De acordo com Lazzarini (2011), uma das atividades que mais repercute em valorização de ações de uma empresa na BOVESPA é o exercício de lobby na Administração Pública.

motivos. Primeiro, cria-se uma rede de informações para saber quando a punição é necessária. Nesses casos, os agentes podem simplesmente buscar o histórico das pessoas para saber se devem ou não transacionar entre si, por exemplo, um banco de dados de maus pagadores, como o SERASA EXPERIAN. Segundo, as instituições devem incentivar as partes a cooperarem, tendo em vista que a punição beneficia toda a sociedade, mas é custeada por alguns agentes.

As estruturas necessárias para garantir a implementação de direitos correspondem à maior parte dos custos de transação. Inicialmente, é possível, com o desenvolvimento tecnológico, apresentar voluntariamente um terceiro garantidor. Entretanto, o grau de complexidade da sociedade cresce ao ponto que demanda um terceiro com poder coercitivo para minimizar os custos de transação, principalmente os custos de *enforcement*. Com essa necessidade, surge a figura do Estado, no conceito tradicional: o Estado é o “monopólio da violência legítima” na sociedade (WEBER, 1994). Esse monopólio produz a centralização de poder, o que possibilita desempenhar o papel como terceiro garantidor da lei e da ordem, e, além disso, prestar serviços públicos, incentivar e regulamentar a atividade econômica. O Estado se difere das outras organizações e dos agentes devido a esse poder coercitivo. Quando não há essa centralização de poder, a sociedade se transforma em caos anárquico (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012).

Teoricamente, esse terceiro garantidor com poder coercitivo deve ser neutro, sem custo, e com a habilidade de obrigar a parte que descumpriu o acordo a compensar plenamente a parte lesada. Na realidade, o terceiro garantidor é um agente que tem uma função de utilidade própria, guiado por uma ideologia e, portanto, com seus próprios interesses. Os custos de exercer o poder coercitivo aumentam gradualmente a cada etapa: (i) descobrir se o contrato foi violado, (ii) medir o dano e (iii) impor penalidades ao agente que lesou o outro. Ademais, o Estado não é uma estrutura neutra na definição das instituições, pois ele busca também maximizar suas receitas, o que possui limites. As organizações se submetem ao Estado até o momento em que o custo da oportunidade de alterar as relações se tornar menor do que o de mantê-las¹⁶. A interferência na dinâmica econômica ocorre ao ser definida a estrutura de propriedade sobre o que é produzido. Ao estabelecer as instituições formais no modelo, o Estado determina a

¹⁶ Se algum arranjo dentro do próprio Estado oferecer os mesmos serviços a um custo tributário menor, tende-se à dissolução do governo (NORTH, 1981).

modelagem institucional da concorrência e da cooperação, que fundamentarão as estruturas dos direitos de propriedade de modo a maximizar a renda do próprio Estado e da sociedade, bem como reduzir os custos de transação¹⁷.

Fazer com que os agentes políticos garantam os interesses da coletividade é sempre complexo e relativo. Mesmo nos países mais desenvolvidos, não há garantias de que os agentes políticos não alterarão as instituições econômicas, de modo a mudar os preços relativos e as regras que afetam o bem-estar individual dos agentes. Todavia, nesses países, o sistema judiciário garante que o mérito do caso influenciará mais na decisão que o poder de barganha dos agentes envolvidos. Em contrapartida, nos países em desenvolvimento, o resultado é incerto em razão do comportamento e do interesse dos agentes envolvidos¹⁸. É somente a partir do estudo do funcionamento do sistema político que pode ser entendida a origem e a dinâmica das regras formais em uma sociedade. Por exemplo, governos, ao maximizarem suas receitas tributárias, podem produzir arranjos institucionais ineficientes, ou seja, sistemas de propriedade mal definidos. Dessa forma, se o Estado possui poder coercitivo, aqueles que comandam esse Estado podem utilizar tal poder contra o resto da sociedade. Para evitar esse abuso de poder, é essencial criar um sistema efetivo, com limitações morais, o qual demanda um processo lento de amadurecimento¹⁹.

Após a apresentação do Estado e das relações das organizações com a matriz institucional, é essencial mostrar como essa matriz pode evoluir. Antes de aprofundar o conceito de evolução institucional, é importante explicar em que contexto ele é entendido. De acordo com a *Law and Economics*, aplica-se, também na sociedade, a lógica Darwinista de seleção natural: os agentes mais eficientes sobrevivem no mercado e os menos eficientes perecem. Essa lógica tem sentido em uma competição dentro de uma matriz institucional estática; todavia, em uma realidade dinâmica, esse conceito apresenta limitações. A evolução institucional não necessariamente caminha para a eficiência de Pareto, ou seja, quando não for

¹⁷ A definição de Estado para North está umbilicalmente ligada à ideia de direitos sobre propriedade e regras de produção (NORTH, 1981).

¹⁸ No trecho original, o autor afirma: “*enforcement in Third world economies is uncertain not only because of ambiguity of legal doctrine (a measurement cost), but because of uncertainty with respect to behavior of the agent*”. Porém ele não afirma que não desenvolvimento desses está relacionado com a origem do sistema jurídico. Algo que é refutado pela doutrina atual (ROE, 2006).

¹⁹ A transformação rápida das sociedades tribais africanas em economias de mercado desconsiderou esse processo, o que criou um sistema com democracia aparente (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012).

possível melhorar a situação de um agente, sem degradar a situação de qualquer outro agente econômico, ou para uma situação de justiça social. De acordo com Roe (1996), no contexto de evolução da matriz institucional, a evolução nem sempre significa um processo contínuo e de melhorias. Um competidor pode continuar a existir porque o ambiente no qual ele se desenvolveu era tóxico a outros modelos, embora o grupo destruído possa ser melhor para a realidade atual. Ademais, para sobreviver, o grupo ineficiente de hoje pode influenciar nas instituições de modo a inviabilizar o surgimento de novos concorrentes. Diante do exposto, percebe-se que a sobrevivência não significa superioridade em todos os quesitos.

As instituições ineficientes no presente surgem como uma resposta a um inesperado²⁰ desafio passado, mas que pode ter se tornado irrelevante hoje. As instituições se perpetuam em razão de um fenômeno denominado *path dependence*, ou, traduzindo para o português, dependência da trajetória²¹. Esse conceito foi desenvolvido pelos trabalhos de David (1985) e Artur²² (1994), sendo a metáfora uma forma didática de expô-lo. Considere-se uma trilha produzida por viajantes, a fim de se desviarem dos perigos da viagem. Ao longo do tempo, essa região se desenvolve, de modo que essa trilha se transforma em estrada, e ao seu redor surgem casas e comércios. Hoje, a tecnologia atual permite construir na região uma estrada em linha reta, tornando o trajeto mais rápido. Entretanto, a urbanização desse local tornaria a solução deveras onerosa, sendo que, mesmo não sendo o caminho mais eficiente, ele se mantém. Como no exemplo apresentado, a sociedade só escolhe encerrar a instituição quando os ganhos foram maiores que as perdas.

Pequenas diferenças institucionais geram efeitos distintos em circunstâncias críticas. Portanto, quanto maiores as diferenças institucionais, mais díspares serão as matrizes (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012). Geralmente, tais discrepâncias começam insignificantes e são, por natureza, efêmeras. Por serem mínimas, podem ser anuladas, voltar e desaparecer. Mas, ao se acumularem, criam um processo de distanciamento institucional. As disparidades decorrentes desse processo serão

²⁰ Aplica-se aqui a teoria do caos: certo evento ocorrido no passado pode ter consequências imprevisíveis no futuro (GLEICK, 1987).

²¹ A tradução da expressão *path dependence* pode ser confundida com a teoria da dependência, que não tem relação com o presente trabalho. Assim sendo, para garantir maior fidelidade ao termo original, opta-se por manter o termo em inglês.

²² Os mecanismos *self-reinforcing* de Artur ocorrem devido a quatro motivos principais: i) altos custos de *set-up*, ii) efeitos de aprendizado, iii) resultados de coordenação e iv) expectativas adaptativas. Como resultado desses mecanismos, podem ocorrer as seguintes situações i) possibilidade de múltiplos equilíbrios, ii) possibilidade de equilíbrios ineficientes, iii) *lock-in* e iv) *path dependence*.

particularmente impactantes nos momentos críticos, à medida que vão influenciando o modo como a sociedade reage a circunstâncias econômicas ou políticas. Os padrões profusamente díspares de desenvolvimento econômico encontrados no mundo dependem da inter-relação entre as circunstâncias críticas e a diferenciação institucional. As instituições políticas e econômicas existentes podem ser moldadas por um longo processo de diferenciação institucional ou serem resultantes de diferentes respostas a circunstâncias críticas anteriores; independente da origem, elas representam a bigorna sobre a qual as futuras mudanças serão forjadas. Assim, é possível dividir o *path dependence* em três formas (ROE, 1996): a forma fraca,²³ a forma semiforte e a forma forte.

A forma fraca é assim definida porque a “trilha” escolhida não precisa ser muito arraigada à matriz para legitimar essa opção. Em um ambiente com múltiplas opções, a sociedade escolheu uma que funciona tão bem quanto a alternativa descartada, de modo que não há razões para que isso ocorra. Nesse contexto, o fraco não significa que a instituição seja irrelevante ou sem importância, mas apenas que o custo para alterá-la não é elevado.

A forma semiforte já está mais intimamente vinculada à matriz e pode levar a caminhos ineficientes. Mesmo diante da ineficiência gerada, a estrutura se mantém, porque sua alteração acarretaria custos maiores do que sua manutenção. Caso fosse possível optar hoje, outra instituição seria adotada. Ainda assim, alterar radicalmente as instituições em prol de outra matriz, seria mais agressivo e oneroso. Ajusta-se então o modelo atual sem destruí-lo por completo, e ambos os sistemas continuam²⁴. Um exemplo desse tipo de *path dependence* é padrão QWERTY para teclados: apesar de ele não ser o modo mais eficiente para digitar, esse padrão se mantém em razão dos custos para alterá-lo (DAVID, 1985).

A forma forte é uma instituição antiquada, com seus custos de manutenção tão elevados para a sociedade, que justificariam sua obliteração e a construção de um novo modelo. Nesse caso, a opção da sociedade em manter esse modelo só se justificaria em razão de dois elementos de custos reais de ação. O primeiro deles, a ausência ou escassez de informações, pode ocorrer pela inexistência ou dificuldade de obtenção para se dimensionar os reais custos dessa instituição. Já sobre o

²³ A escolha da nomenclatura pelo autor derivou do mercado de capitais. Fraco, nessa situação, significa um equilíbrio de forças. No outro extremo, forte significa a hegemonia de um dos lados.

²⁴ *we resurface, we do not revolutionize* (ROE, 1996).

segundo, aplicando a teoria do *public choice*, os agentes beneficiados com a instituição seriam mais influentes e bloqueariam mudanças. Em síntese, a forma forte, além de possuir os custos inerentes à alteração institucional, absorve custos criados por organizações, o que inviabiliza a mudança. A eficiência das instituições é considerada na proporção que impede o desequilíbrio dessas relações, evitando a manutenção de instituições ineficientes, mesmo que arraigadas na sociedade, como será aprofundado no próximo tópico.

2.4 EFICIÊNCIA INSTITUCIONAL

De acordo com North, instituições eficientes são aquelas que igualam o retorno privado ao retorno social das atividades econômicas dos agentes de uma dada sociedade, tendo em vista que uma matriz institucional eficiente possui um aparato de *enforcement* eficaz (NORTH; THOMAS, 1973). A matriz será mais eficiente quanto maior for o poder dos *constituents* em restringir as atividades de taxaço dos *rulers*²⁵, já que a ineficiência das instituições políticas está na base da constituição de instituições econômicas ineficientes.

As ideologias que reduzem custos de transação são importantes porque possuem a capacidade de concluir um arranjo eficiente, ao definir as dinâmicas política e cultural de uma sociedade (NORTH, 1990). A democracia é um grande passo para alcançar essa eficiência, mas não é satisfatória. Há perigos em transpor a lógica econômica para o mercado político: a democracia não está para a política como os mercados competitivos estão para a economia (NORTH, 1990). De acordo com o conceito de eficiência adaptativa, uma sociedade será mais eficiente quanto maior for sua capacidade de se adaptar a adversidades ao longo do tempo (NORTH, 1990). Acemoglu e Robinson (2012), aprofundam a tese de Douglass North sobre as instituições políticas e sua interação com as instituições econômicas; de modo didático, a tese é dividida em dois tipos: instituições inclusivas e instituições extrativistas. Os autores também afirmam “que o crescimento econômico e a prosperidade estão associados a instituições políticas e econômicas inclusivas, ao passo que as instituições extrativistas tendem a acarretar estagnação e pobreza”.

²⁵ Da dinâmica entre os *rulers* e os *constituents* resultará a estrutura de propriedade da economia, como explicado anteriormente.

Assim, a ligação entre as instituições econômicas e políticas inclusivas e a prosperidade torna-se elemento central. Instituições econômicas inclusivas, que asseguram os direitos de propriedade, criam condições igualitárias para todos e incentivam os investimentos em novas tecnologias e competências, tendo maiores chances de conduzir ao crescimento econômico. Em contrapartida, as instituições extrativistas são estruturadas de modo que poucos possam extrair recursos de muitos e mostram-se incapazes de proteger os direitos de propriedade ou de fornecer incentivos para a atividade econômica. Os autores ressaltam que nem que todas as instituições extrativistas são iguais, sendo algumas capazes de fomentar crescimento, o que, todavia, é insustentável no longo prazo. Esses conceitos serão mais bem desenvolvidos abaixo.

2.4.1 Instituições Inclusivas

As instituições inclusivas surgem da interação entre as instituições já existentes e as oportunidades advindas de circunstâncias críticas, que abalam as relações de poder. O resultado desses conflitos políticos nunca é certo, mas as transformações políticas mais propícias a gestarem instituições políticas inclusivas são resultados de reivindicações das massas, dotadas de cada vez mais poder e autonomia. Tais transformações ocorrem de modo gradual, evoluindo pela margem, seguindo os conceitos de *path dependence*. Com a evolução paulatina, é cada vez menos provável que o conflito se converta em revolução, algo que agrava a incerteza. Esse ganho gradual de participação diminui as chances de que as conquistas sejam bloqueadas em favor de maior estabilidade. A derrubada abrupta do sistema político obriga que se erga instantaneamente algo inteiramente novo no lugar do que foi removido.

A centralização de poder e o pluralismo político são características essenciais das instituições políticas inclusivas²⁶. A centralização do poder está vinculada ao monopólio legítimo da violência, como já foi demonstrado. A expansão do tamanho do Estado, porém, corresponde a apenas parte do processo de centralização política. O mais importante é a qualidade do funcionamento do Estado e o modo de agir dos que o controlam e que nele trabalham (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012).

²⁶ Na ausência de uma dessas características, conceitua-se como uma instituição extrativista, a ser explicada no próximo tópico.

Por sua vez, podem ser denominadas pluralistas as instituições políticas promotoras de ampla distribuição de poder na sociedade e sujeitas a suas restrições. Em vez de ser investido em um único indivíduo ou grupo limitado, o poder político é depositado nas mãos de uma coalizão ampla ou em uma pluralidade de grupos (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012). Um modelo pluralista obriga os agentes políticos a negociarem, realizando concessões aos mais diversos grupos. Em ambiente plural, a relação entre os riscos e os ganhos de monopolização do poder político é ruim, ao ponto de inviabilizar qualquer comportamento nesse sentido. Os detentores do poder político não têm como usá-lo facilmente para explorar as instituições econômicas ao seu bel prazer, criando instituições extrativistas. Assim, nenhum grupo de interesse deseja ou se atreve a derrubar outro do poder, evitando que seu próprio poder venha a ser desafiado posteriormente, quando estiver no comando. Como as instituições econômicas inclusivas geram distribuição mais equitativa de recursos e capital, resta fortalecida a persistência de instituições políticas inclusivas. Só quando os mais diversos indivíduos e grupos participam das decisões e do poder político é que a ideia de que todos devem ser tratados com justiça começa a fazer sentido.

O estado de direito nasce como subproduto desse processo. Com muitos partidos sentados à mesa, dividindo o poder, é natural fazer as leis e restrições se aplicarem a todos eles para que nenhum dos envolvidos comece a acumular poder demais e acabasse solapando os próprios fundamentos do pluralismo. Uma vez instaurada a noção de estado de direito, surge uma espécie de círculo virtuoso²⁷: se as leis são aplicadas igualmente para todos, nenhum indivíduo ou grupo pode se erguer acima dela. As leis não podem ser usadas por determinado grupo para violar os direitos de outro. Além disso, esse princípio introduz a ideia de que as pessoas devem ser iguais não só diante da lei, mas também do sistema político, abrindo o cenário político a um maior número de indivíduos. Portanto, com o pluralismo, o equilíbrio da matriz institucional se estabelece. Os custos para se alterar a matriz vão se agravando com o tempo, ao ponto de outras opções, como obter ganhos de eficiência, serem as únicas plausíveis.

²⁷ Como exposto anteriormente, a manutenção desse sistema é interessante para todos os grupos, de modo que inibir e punir a violação dessas normas é interesse de todas as organizações.

As instituições econômicas inclusivas criam mercados inclusivos, que não são meros mercados livres²⁸, com clara definição dos direitos de propriedade. Eles conferem às pessoas a liberdade de realizar em sua vida a vocação mais adequada aos seus talentos e também criam condições iguais para todos, capazes de lhes proporcionar oportunidade para alcançar o que se almeja. As instituições econômicas inclusivas anulam as mais egrégias relações econômicas extrativistas, como a escravidão e a servidão, reduzem a importância dos monopólios e fundam uma economia dinâmica. Esses fatores reduzem os benefícios econômicos que se pode obter individualmente, ao menos em curto prazo, mediante a usurpação do poder político. Outra consequência das instituições políticas inclusivas é a aversão aos trustes ou a condutas anti-competitivas, pois um grupo não pode se valer de seu poderio econômico para ampliar desproporcionalmente seu poder político.

Como resultado da aplicação do Estado de Direito, os ganhos derivados da concentração de poder político são diminutos. Uma vez que as instituições políticas e econômicas inclusivas estejam instaladas, já não precisam mais da mesma confluência de fatores para que lhes seja assegurada a sobrevivência, visto que toda instituição, com base no conceito de *path dependence*, tende a buscar perenidade existencial. Com o círculo virtuoso em ação, as instituições políticas inclusivas fundamentam as instituições econômicas inclusivas, ao passo que estas restringem possíveis ações danosas contra as primeiras. Além disso, instituições políticas inclusivas impedem a anulação das instituições econômicas inclusivas e também resistem às tentativas de prejudicar princípios políticos estruturantes daquelas instituições.

Um dos pilares que garante a relação casual entre instituições inclusivas e o desenvolvimento econômico dos países é o livre desenvolvimento do processo de inovação. Como as instituições econômicas criam condições igualitárias para todos, ao estimular a propriedade privada e assegurar contratos, novas empresas surgem com novas tecnologias, alimentando a concorrência e o desenvolvimento dos mais diversos mercados. Esse processo de substituição de velhas tecnologias por novas é chamado de destruição criativa (SCHUMPETER, 2013). A destruição criativa e a inovação tecnológica ocorrem quando os agentes percebem que serão beneficiados pelo seu aumento de produtividade, em razão de direitos de propriedade bem

²⁸ Os mercados podem vir a ser dominados por umas poucas empresas que cobrem preços exorbitantes e bloqueiem a entrada de novas tecnologias e rivais mais eficientes.

definidos, e assim desenvolvem outras formas de realizar algo. Essa nova forma de produzir vai se difundindo entre agentes, até que a sociedade, como um todo, aumenta sua produtividade, gerando riquezas. Novos setores atraem recursos de antigos, absorvendo os negócios de empresas já estabelecidas, como foi o caso do surgimento e expansão das ferrovias.

2.4.2 Instituições Extrativistas

Trata-se, agora, das instituições extrativistas. As nações fracassam porque suas instituições econômicas são incapazes de produzir incentivos necessários para que as pessoas poupem, invistam e inovem. As instituições econômicas e políticas extrativistas, ainda que seus pormenores variem sob diferentes circunstâncias, encontram-se sempre na origem do fracasso (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012). Como afirmado no tópico anterior, as instituições políticas extrativistas são aquelas que carecem de pelo menos uma das duas características básicas de uma instituição inclusiva: centralização e pluralismo.

A ausência de centralização do poder político faz com que a sociedade viva uma situação que se assemelha ao estado de natureza hobbesiano²⁹. As instituições extrativistas concentradas nas mãos de uma autoridade central representam avanço em relação à ausência de lei e ordem (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012). O maior obstáculo à centralização política é o medo da mudança de poder: qualquer grupo que tente centralizar o poder no Estado estará também tentando centralizar o poder em suas próprias mãos, o que pode incomodar os agentes que sejam aliçados nesse processo. A ausência de centralização política implica não só ausência de lei e ordem em boa parte do território, mas também a existência de diversos atores dotados de poder suficiente para bloquear ou desagregar o atual estado de coisas (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012).

As instituições políticas definem quem são os detentores de poder na sociedade e para quais fins esse poder pode ser utilizado. Se a distribuição for estreita e irrestrita, as instituições políticas se apresentam absolutistas, como ilustrado pelas monarquias absolutas que imperaram por todo o mundo durante boa parte da História. Sob essas instituições políticas, os detentores do poder dispõem

²⁹ Essa expressão do estado de natureza leva em consideração os aspectos do mundo real, como os custos de transação e a impessoalidade negocial, como explicado anteriormente.

de meios para implementar instituições econômicas, visando ao próprio enriquecimento e aumento de influência, em detrimento da sociedade (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012).

A geração de crescimento por meio de instituições extrativistas requer um Estado centralizado³⁰. As instituições econômicas são, em geral, estruturadas por um grupo, desviando recursos do restante da sociedade, já que são poucos os limites ao exercício desse poder. As instituições extrativistas necessitam, para garantir sua própria existência, gerar riquezas que possam ser extraídas. Com a centralização do Estado e com o monopólio do poder político, é possível introduzir a ordem e um sistema de regras, estimulando a atividade econômica. Um exemplo disso foram as concessões de monopólios pela Coroa, que eram uma das principais fontes de renda do Estado, sendo usadas com frequência como maneira de conferir direitos exclusivos aos partidários do rei.

Antes de desenvolver as instituições econômicas extrativistas, é importante ressaltar que pode haver crescimento econômico, embora não haja perenidade nesse processo. Ao importar tecnologias disponíveis em conjunto com a centralização do poder estatal, coação e decretos estatais podem fomentar um processo rápido de produtividade, baseando-se em incentivos negativos, como violência física e outros instrumentos. O crescimento ocorre quando as organizações no comando conseguem alocar recursos em atividades de alta produtividade, o que tem como condição necessária o controle dessas atividades. Esse crescimento tende a erodir, juntamente com as instituições que o criaram, devido ao limite imposto ao crescimento sustentado pela inerente falta de inovação tecnológica e às disputas internas em torno dos despojos do extrativismo, fazendo o regime ir a pique. Por sua vez, o limite pela inerente falta de inovação tecnológica é sustentada por dois motivos: (i.1) falta de incentivos econômicos³¹ e (i.2) resistência das elites³² ao processo de destruição criativa.

³⁰ Nesse ambiente, o conceito de Estado de Direito é uma ficção, porquanto o poder político e o poder econômico são concentrados nas mãos de uma pequena elite.

³¹ Em economias baseadas na repressão da mão de obra e sistemas como a escravidão e a servidão, a ausência de incentivos econômicos ocorre porque a sociedade não se beneficia do aumento da produtividade de seu trabalho, já que o direito de propriedade sobre o trabalho é definido de modo ineficiente. O excedente produtivo é direcionado para os donos de escravos ou senhores dos servos, garantindo maior concentração de riqueza, de modo que não há motivos claros para os agentes aumentarem sua produtividade.

³² As instituições econômicas que criam incentivos para o progresso econômico podem, ao mesmo tempo, operar redistribuição de renda e de poder, de tal modo que a situação particular de um ditador predatório e de outros detentores de poder político acabe sendo pior. Assim, surge a

O fato de ter tanto a perder com a destruição criativa significa que as elites locais assumem papel ativo para impedir que esse processo ocorra³³. Quanto maior o poder desse grupo e quanto mais essas instituições se perpetuem, outra questão se manifesta: os favorecidos pelo atual regime tornam-se cada vez mais ricos e organizados, tornando-se os opositores cada vez mais eficientes às mudanças significativas que podem reduzir seus privilégios econômicos e seu poder político. Ao mostrar resistência à destruição criativa e à tendência natural de um colapso, as instituições extrativistas produzem, com base no mesmo conceito de *path dependence*, um círculo vicioso. Aqueles que se beneficiam do extrativismo dispõem de recursos suficientes para montar seus próprios exércitos e corromper o sistema legal, de modo a se manter no poder. Como há interesse de que essa dinâmica continue, por parte dos que governam, as instituições econômicas extrativistas servem de plataforma para que suas contrapartes políticas persistam, espoliando cada vez mais a riqueza da sociedade, até a inanição.

Aplica-se então o conceito de um *path dependence* forte com um custo social alto. Novos agentes empoderados por algum poder econômico novo possuem um desafio duplo: introduzir inovações advindas da destruição criativa e superar várias fontes de resistência, inclusive a das autoridades detentoras de poder. Isso faz com que a probabilidade de uma revolução generalizada ocorrer seja maior. O processo revolucionário destrói grande parte das instituições formais, o que, somado ao ambiente anterior sem restrições, incentiva os novos entrantes a manterem as instituições políticas extrativistas e fundar um conjunto similar de instituições econômicas. A essência da lei de ferro da oligarquia dita que os novos líderes derrubem os antigos com promessas de mudança radical, embora nada tragam de novo.

As instituições econômicas extrativistas estão umbilicalmente ligadas às suas congêneres políticas, à medida que riqueza e poder econômico “compram” poder político. Essas relações institucionais produzem tanto ganhadores quanto perdedores, o que gera uma competição por esse poder entre os agentes (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012), sendo vencedor geralmente quem está melhor

segunda vedação ao crescimento sustentável das instituições extrativistas: a resistência das elites ao processo de destruição criativa. Esse temor se encontra na origem da oposição às instituições políticas e econômicas inclusivas.

³³ Essa é uma situação na qual o grupo mais adaptado do passado pode não ser o mais interessante para o momento.

relacionado com os agentes que comandam o poder extroverso do Estado (LAZZARINI, 2011). O problema fundamental dessa intervenção estatal é que haverá necessariamente divergências e conflitos entre organizações. Os conflitos internos e a instabilidade constituem características inerentes às instituições extrativistas; e essas características revertem a centralização política alcançada e, por vezes, até induzem ao total colapso da lei e da ordem (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012). Apesar do círculo vicioso, as instituições extrativistas podem ser substituídas por outras inclusivas, o que não se dá nem de maneira automática nem com facilidade. Em geral, é necessária uma confluência de fatores para que um país avance ao encontro de instituições mais inclusivas, especialmente uma circunstância crítica aliada à ampla coalizão entre os que pressionam por reformas ou outras instituições existentes que sejam propícias.

A combinação de instituições inclusivas e extrativistas raramente se sustenta. Instituições econômicas extrativistas, sob o poderio de instituições políticas inclusivas, dificilmente sobreviverão por muito tempo. Instituições econômicas inclusivas não têm condições de sustentar nem de serem sustentadas por instituições políticas extrativistas: ou se tornam extrativistas, em favor dos interesses estritos dos detentores do poder, ou a dinâmica econômica por elas gerada acaba desestabilizando as instituições políticas extrativistas, abrindo caminho para a emergência de instituições políticas inclusivas. Instituições econômicas inclusivas também tendem a reduzir os benefícios desfrutados pelas elites, graças à concorrência no mercado e às restrições que as submetem aos contratos e direitos de propriedade do restante da sociedade.

2.5 MATRIZ INSTITUCIONAL BRASILEIRA

Após explicar a teoria institucional de North e desenvolvê-la com os conceitos de instituições extrativistas e inclusivas de Acemoglu, serão analisadas as instituições brasileiras. Partir-se-á dos trabalhos de Lazzarini (2011), Holanda (2006) e Faoro (2013), para explicar como as relações entre a iniciativa privada e a iniciativa pública funcionam no Brasil. Lazzarini trata de uma situação

contemporânea, contudo, como exposto no trabalho de North e aprofundado pelo trabalho de Acemoglu, a História importa. As instituições se alteram na margem, de modo que essas características que foram plantadas nos séculos anteriores se perpetuaram até o presente.

Com os devidos ajustes, os conceitos desenvolvidos por Lazzarini (2011) se aplicam de modo atemporal ao Brasil. O presente trabalho considera que a economia está embutida³⁴ no contexto social, ao ressaltar o papel do Estado na redução dos custos de transação e também nos casos de criação. De acordo com o autor, capitalismo de laços é:

A rede de contatos, alianças e estratégias de apoio gravitando em torno de interesses políticos e econômicos [...]. Trata-se de um modelo assentado no uso de relações para explorar oportunidades de mercado ou para influenciar determinadas decisões de interesse. Essas relações podem ocorrer somente entre atores privados, muito embora grande parte da movimentação corporativa envolva, também, governos e demais atores na esfera pública (LAZZARINI, 2011).

Nesse estudo, o conceito de laços é a “relação entre atores sociais para fins econômicos” (LAZZARINI, 2011). Entende-se, portanto, o sentido de relações sociais valiosas como um contato pessoal que é estabelecido para obter algum benefício particular ou, ainda, um gesto de apoio visando algo em troca no futuro. Evidentemente, essas relações recíprocas são favorecidas por laços pessoais fortes (LAZZARINI, 2011). A discussão do capitalismo de laços se sustenta em três pilares: o sistema político vigente no país; os laços que esse sistema, especialmente a sua coalizão dominante, estabelece com atores governamentais; e os grupos privados domésticos, que estruturam laços diversos com coalizões políticas e entidades governamentais.

O capitalismo de laços pode ser considerado uma espécie de distorção do mercado eficiente, fazendo com que projetos ou decisões de investimento sejam influenciados por contatos sociais e critérios políticos³⁵ em vez de considerações baseadas exclusivamente no critério econômico. O foco negativo não se aplica somente às relações público-privadas, mas também às relações estritamente privadas, como é o caso dos cartéis. Em contraposição ao argumento de que essas

³⁴ *Embeddedness* é termo que pode ser conceituado como sistemas sociais enraizados em contextos econômicos (POLANYI, 2013). Apresenta-se em contraposição à literatura de custos de transação, que ignora possíveis normas sociais e efeitos de reputação trazidos por laços entre ou dentro de firmas (GRANOVETTER, 1985).

³⁵ Há expressão inglesa para esse tipo de estrutura: *crony capitalism* (HABER, 2013).

relações criam ineficiências, há o argumento de que a cooperação entre empresas e governo reduzem os custos de transação do setor privado e impulsionam investimentos produtivos complementares (LAZZARINI, 2011), por meio de instituições que gerem incentivos. Entretanto, o dilema surge quando os laços estabelecidos se tornam veículos de favoritismo, conluio e proteção não justificada.

Uma das principais obras para explicar a cultura brasileira é *Raízes do Brasil* (HOLANDA, 2006). Nesse trabalho, Sérgio Buarque de Holanda (2006) descreve o brasileiro como um homem cordial. Essa cordialidade não advém de gentilezas ou cuidados, mas do fato de o indivíduo ser guiado por relações que extrapolam o que é definido unicamente por instituições formais do país. Estabeleceu-se, assim, uma sociedade em que vínculos mais imediatos, instituições informais, se sobrepunham a relações formais que constituem norma ordinária nos tratos e contratos, ou seja, instituições formais. Inicialmente, isso ocorreu porque a colônia em formação não possuía um sistema judiciário impessoal que limitasse a ação discricionária da coroa portuguesa (LAZZARINI, 2011).

Com a chegada da família real e, posteriormente, com implementação do império, concessões, favores e recursos orçamentários frequentemente passavam pela figura real. Nesse ambiente, cultivar bons laços com o governo era não apenas vantajoso, como também, por vezes, crucial para garantir a sobrevivência dos negócios privados, gerando confusão entre capital público e privado. A realidade brasileira vem sendo também calcada, portanto, em bases relacionais: o poder se sustenta, fundamentalmente, por meio de intrincadas conexões de uma “rede patriarcal” (FAORO, 2013). Os donos do poder são aqueles que entendem e se beneficiam de uma dinâmica de laços, sendo que quanto maior a centralidade entre grupos distintos, maior o poder. Dessa forma, a sociedade brasileira se organiza primordialmente por rede de instituições informais. Nessa modelagem, o clientelismo³⁶ converge com a teoria do capitalismo de laços: contatos recíprocos que permitem aos atores obter desigualdade de influência.

³⁶ As relações entre a iniciativa privada e a iniciativa pública no Brasil se estruturam mais com base em laços particulares do que por meio de grupos de interesse organizados. O sistema de classes coloca foco na criação de políticas governamentais amplamente definidas, com programas e perspectivas vistas em termos gerais. Em oposição, os sistemas clientelistas buscam modificações limitadas e individuais de políticas já estabelecidas, ou seja, alterações marginais da matriz. Por exemplo, em um sistema de grupos, os políticos podem formular uma política de alocação geral, com cada grupo tentando usar a máquina do Estado para o seu benefício próprio. Políticos clientelistas, entretanto, se concentram mais em obter empréstimos governamentais para os seus clientes particulares, dentro de um arcabouço de orçamento e critérios de alocação predefinidos

Se o ponto de contato é o Estado, é fácil perceber que um ator privado se tornará mais influente que outro a partir das suas relações particulares. Ainda que determinado setor tenha uma associação relativamente forte, com grande poder de influência no governo, os benefícios gerados por essa iniciativa recairão para todas as empresas do setor. Além disso, quanto mais acesso tiver um determinado proprietário a outros atores na economia, maior será a sua capacidade de mobilizar recursos e influenciar nas instituições políticas³⁷.

Com relação ao capital externo, os atores locais agem estrategicamente para se beneficiar de ligações com empresas estrangeiras. Dessa forma, as empresas estrangeiras terão sucesso na sua estratégia de entrada somente se seus investimentos forem legitimados no âmbito doméstico. A matriz institucional, por meio do sistema político, define quais serão as instituições econômicas formais que podem tornar mais atraentes a entrada de estrangeiros para o mercado local. Nesse contexto, é possível que muitos grupos domésticos se beneficiem da entrada de capital internacional. De um lado, o próprio governo pode condicionar a abertura externa da economia a ações de desenvolvimento da indústria doméstica. De outro, as firmas estrangeiras podem querer acessar conhecimentos e conexões de posse de potenciais parceiros no país-alvo.

A análise do capitalismo de laços se diferencia das abordagens tradicionais de dependência por trazer o foco do debate para o ciclo de relações criadas entre grupos domésticos, governo e sistema político do país-alvo. Os atores estrangeiros estarão, a princípio, à margem desse processo, a menos que entendam e sejam acolhidos por aquele ciclo. Em grande parte, o resultado dessa dinâmica será a matriz institucional doméstica.

Essas relações aqui descritas entre agentes privados, agentes políticos, governo e capital estrangeiro são essenciais para compreender o desenvolvimento do próximo capítulo. Cita-se, como exemplo, a capacidade que um agente com maiores conexões tem de sobrepujar os interesses de um grupo. Isso é visível ao desviar uma rota ferroviária, em favor de apenas um latifundiário. Outro exemplo é a

(LEFF, 1968). A prática eficaz do clientelismo requer o capitalismo, não o contrário. Assim, mecanismos clientelistas podem florescer em países que combinam elementos de mercado com intervenções governamentais seletivas (SANTOS, 2006). Os livros aqui citados tratam de outros períodos, embora essas estruturas tenham sido estabelecidas ao longo do tempo.

³⁷ A popularidade dos candidatos não é definida, diretamente, pelos benefícios trazidos pelas emendas e projetos aprovados, já que isso só traz ganhos indiretos. O político tentará avidamente aprovar projetos, visando favorecer grupos privados em vez de favorecer a sua base eleitoral (SAMUELS, 2002).

pouca capacidade de influenciar no preço das tarifas cobradas pelo transporte que uma empresa estrangeira tinha no século XIX, situação que será melhor explicada no próximo capítulo.

3 A EVOLUÇÃO INSTITUCIONAL DAS FERROVIAS ENTRE OS SÉCULOS XIX E XX

O objetivo deste capítulo é explicar a origem das ferrovias no Brasil, abordando as instituições que as moldaram no período compreendido entre 1852 e 1913, assim como abordar o movimento de concentração das ferrovias sob a égide do Estado. Ainda, a análise jurídica da evolução ferroviária não poderia se eximir de considerar também a realidade no qual o setor ferroviário foi estruturado, sendo, o mercado de capitais e o financeiro, bem como o capital externo, essenciais para explicar o financiamento dessa atividade. Este estudo busca analisar as características das estradas de ferro (EF) e dos efeitos das normas que as regulam, considerando o comportamento dos agentes que operam no mercado ferroviário, incluindo o Estado³⁸.

Assim, explica-se a evolução institucional sob três prismas. Inicialmente, apresenta-se a estrutura societária brasileira e como ela se desenvolveu. Em segundo lugar, expõe-se as consequências das políticas monetárias sobre as instituições financeiras. E, no terceiro momento, expõe-se a evolução regulatória das ferrovias, bem como de que modo o capital internacional se aproveitou das lacunas institucionais anteriores para investir na constituição de ferrovias em território pátrio. Esses três tópicos acompanham a lógica cronológica, em que os marcos legais essenciais de cada prisma são apresentados.

3.1 O INÍCIO DAS NORMAS SOCIETÁRIAS BRASILEIRAS

Apesar da estabilidade e dos recursos naturais, o Brasil pouco se industrializou no século XIX, se comparado aos Estados Unidos no mesmo período, e uma das principais barreiras foi o transporte ineficiente (SUMMERHILL, 2003). As razões que dificultavam o financiamento das atividades industriais e comerciais eram múltiplas, já que as relações entre os agentes econômicos no Brasil eram personalistas, fenômeno relacionado à ausência de direitos de propriedade claramente definidos (FAORO, 2013). Para que houvesse o real crescimento da

³⁸ Não se pretende aprofundar as considerações sobre os grupos de interesse que participavam das decisões estatais e o modo como eles se organizavam, porque, como exposto no capítulo anterior, a cultura brasileira prioriza os arranjos individuais. Considera-se o Estado como um ente participante, que em determinados momentos assumiu papel de regulador e em outros se eximiu de suas funções ou assumiu controle direto sobre a atividade.

economia brasileira, necessitava-se de dois elementos. Primeiramente, alterar as estruturas institucionais para expor de modo claro os riscos que o investidor estaria exposto; e, posteriormente, reduzi-los para atrair os investidores. Com o segundo reinado, o final dos movimentos separatistas de 1840 e a ascensão do gabinete de conciliação, surgiram elementos mínimos para garantir a estabilidade necessária (SUMMERHILL, 2003).

A definição da matriz institucional brasileira em nível societário só começou a assumir feições formais a partir de 1849. Antes disso, após a independência, aplicavam-se normas alienígenas no Brasil, com base na lei de 20 outubro de 1823³⁹, que declarava válidas todas as normas portuguesas em território brasileiro até que se publicasse lei nacional sobre o assunto. Entre essas normas, havia a Lei da Boa Razão, norma do período pombalino, publicada em 1769, determinando que o magistrado que julgasse os casos apresentados a ele, no caso de ausência normativa, poderia selecionar leis específicas das nações civilizadas para aplicar ao caso concreto no reino português, e, sob a égide da norma supramencionada, também no Brasil. Isso concedia grande liberdade decisória aos juizes, gerando diversas decisões divergentes. As normas inglesas e francesas eram as mais aplicadas, porém não eram as únicas. Essa discrepância jurisprudencial impactava diretamente nas relações comerciais: a disparidade entre as decisões inviabilizava a previsibilidade na ação dos agentes e o planejamento no longo prazo.

Com a estabilização política⁴⁰, o governo conseguiu dedicar mais atenção para outros setores do país, como a economia. A ausência de regras inviabilizava o mercado de capitais e a expansão das sociedades anônimas, elementos essenciais para viabilizar grandes investimentos. O mercado de capitais como conhecido hoje não existia na década de 1840, havendo apenas corretores que negociavam moedas e outras mercadorias, bem como alguns títulos. Como exemplo, a bolsa de valores do Rio de Janeiro foi criada em 1845, principalmente para negociar títulos públicos. Para suprir essa lacuna, os debates sobre a normatização das atividades mercantis no Brasil foram iniciados⁴¹. De acordo com Pargendler (2013), o processo

³⁹ Declara em vigor a legislação pela qual se regia o Brazil até 25 de Abril de 1821 e bem assim as leis promulgadas pelo Senhor D. Pedro, como Regente e Imperador daquela data em diante, e os decretos das Cortes Portuguezas que são especificados. (BRAZIL, 1823).

⁴⁰ A proposta de Código Comercial foi enviado ao Congresso em 1934, mas, devido a questões políticas mais urgentes, teve sua análise postergada (LEVY, 1994).

⁴¹ A forma como ocorre essa normatização é motivo de debates acadêmicos. Por um lado, apresentam-se alguns autores (BERKOWITZ; PISTOR; RICHARD, 2003) argumentando que o

legislativo brasileiro possuiu três características próprias: a legiferação politizada, a origem em diversos países e o transplante seletivo de normas.

A legiferação politizada adveio dos diferentes interesses tutelados no período colonial e mantidos após a independência. Nesse aspecto, a ciência jurídica deve ser calcada em outras ciências sociais, as quais demonstram que as instituições coloniais e, posteriormente, as imperiais eram extrativistas. Nesse período, foram defendidos interesses dos produtores agrícolas, agentes usuários de mão-de-obra escrava e avessos à pulverização do capital. Essa postura mostrava-se distinta do que ocorria em outros países, onde outros grupos de interesses burgueses e, principalmente, industriais assumiram a capacidade de influenciar nas decisões (SCHULZ, 1996). O debate legislativo foi intenso, questionando inclusive a necessidade de edição de um código para tratar sobre o assunto, sob o argumento de que a jurisprudência existente era suficiente, mesmo com a insegurança jurídica causada pela Lei da Boa Razão.

A análise de diversos códigos e normas estrangeiras foi necessária para desenhar o arcabouço normativo comercial do período, condizente com os interesses dos agentes mais bem representados politicamente. Inicialmente, em 1833, o projeto do código comercial foi cópia do código comercial português (PARGENDLER, 2013), o qual, por sua vez, foi influenciado pelo direito inglês. Entretanto, com a grande quantidade de petições de associações comerciais, as diversas propostas e emendas apresentadas foram moldando o código comercial, que mostra grande influência do direito francês e do direito inglês.

Com a demanda por regulamentação de um lado, e com a demora legislativa do outro, o Imperador Dom Pedro II promulgou a primeira norma que versa sobre Sociedades Anônimas do Brasil, o Decreto nº 575 de 10 de janeiro de 1849⁴². De acordo com essa legislação, era necessário que o Conselho de Estado⁴³ aprovasse a criação das entidades, sendo seus constituintes responsáveis ilimitadamente, até a aprovação do ato. Ainda, no caso de a empresa ser sediada fora do Rio de Janeiro, a firma deveria ter autorização também do presidente da província na qual operaria.

Código Comercial Brasileiro foi um exemplo de um transplante normativo do Direito Francês, sem se atentar para os anseios da população local. Em contrapartida, há autores argumentando que há uma análise da construção normativa no parlamento brasileiro (PARGENDLER, 2013).

⁴² Brasil (1891).

⁴³ O Conselho de Estado assumia tanto funções judicantes, quanto administrativas. O Conselho foi criado pela Lei nº 234, de 23 de novembro de 1841. (BRASIL, 1841). Para maiores detalhes, Martins (2007).

Essas determinações se aplicavam a todos os tipos de sociedades anônimas, demandando autorização legislativa específica para as empresas que buscassem privilégios. Ademais, criou-se regulação extra para o caso de instituições bancárias, o que será explicado com maiores detalhes no próximo tópico. A aprovação de uma sociedade sem privilégios demorava um ano ou mais, dependendo do recesso legislativo (LEVY, 1977). A classe política e pensante acreditava que a constituição de sociedades anônimas sem a aprovação governamental constituía risco para a sociedade por poder resultar em empreendimentos fraudulentos e especulativos⁴⁴. Sendo assim, foram concedidos amplos poderes ao Conselho de Estado que não se limitavam à lógica binária aprovado/reprovado. A análise se aprofundava também na estruturação societária das sociedades anônimas, por meio de critérios subjetivos, como as qualidades e a moralidade dos subscritores, os interesses da indústria em geral e a possibilidade de sucesso do empreendimento.

O Código Comercial Brasileiro entrou em vigor no ano de 1850, mantendo válidas as disposições do Decreto nº 575/1849. O Código tratava das Sociedades Anônimas em apenas cinco artigos, os quais definiam os seguintes tópicos: necessidade de aprovação governamental; ações transferíveis; responsabilidade limitada dos acionistas; publicidade dos atos constitutivos; causa da dissolução e responsabilidade ilimitada tanto dos diretores quanto dos acionistas, antes do registro. Essa direta interferência do Conselho de Estado nas atividades mercantis estava prevista apenas para as companhias nacionais, já as companhias estrangeiras⁴⁵ atuantes no país eram apenas aprovadas ou reprovadas, embora com a liberdade de definir de modo livre a estrutura societária⁴⁶.

A condicionante de aprovação da sociedade anônima por um poder público existia em outros países, como Espanha, Portugal, Inglaterra e Bélgica. Contudo, sua aplicação era equalizada por outros instrumentos jurídicos. No direito inglês, permitia-se a criação de sociedades anônimas sem necessidade de aprovação do

⁴⁴ Esse é um exemplo de ideologia, conceito descrito no capítulo 1.

⁴⁵ As companhias estrangeiras eram regidas pelo Decreto nº 2.711/1860, em seu artigo 46, § 1º:

Art. 46. As disposições do presente Decreto são applicaveis aos Bancos e outras Companhias e Sociedades anonymas estrangeiras, suas Caixas filiaes e Agencias, que se estallecerem no Imperio, com as seguintes restricções:

1ª Não se poderão fazer alterações nos Estatutos, ou Escriptura de associação approvedos por Governo estrangeiro, devendo simplesmente conceder-se ou negar-se a autorização. (BRASIL, 1860).

⁴⁶ Essas empresas tradicionalmente optavam pela regra de votação proporcional, o que facilitava encontrar agentes londrinos dispostos a investir nelas.

governo, embora a responsabilidade fosse ilimitada, o que só foi alterado para simplificar o processo e incentivar a criação de novas companhias, com os *Companies Acts* de 1855 e de 1862. Na França, a constituição das sociedades anônimas dependia de aprovação do *Conseil d'État*, o que inspirou diretamente o parlamento brasileiro. No entanto, a sociedade de comandita por ações era um substituto eficiente que garantia a constituição de empresas para um objetivo semelhante, sem a necessidade de aprovação do conselho francês.

A figura da empresa estabelecida na forma de comandita por ações não foi mencionada no Código Comercial de 1850, o que gerou uma querela jurídica. Em 1854, como será melhor exposto ulteriormente, Mauá, aproveitando-se dessa lacuna legal, constitui *Mauá, MacGregor & Cia*. Com isso, o Conselho de Estado, sob divergências de entendimento, proibiu essa figura jurídica no Brasil⁴⁷, sob o argumento de que havia uma diferença de linguagem entre o código brasileiro e o código francês. Para facilitar a expansão empresarial e mitigar os poderes do Conselho de Estado, em 1857, um grupo de parlamentares, incluindo o Barão de Mauá, buscou derrubar essa decisão com a edição de uma nova lei, iniciativa que foi novamente frustrada (PARGENDLER, 2013). Esse instituto só foi incluído no ordenamento brasileiro em 1882, como será explicitado adiante.

Mesmo com limitações legais e interferências políticas derivadas da edição do Código Comercial, entre os anos de 1850 e 1852, ocorreu aumento de 460% de negociações da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, derivado das treze novas companhias que foram constituídas nesse período. Esse processo de disseminação da atividade bursátil era visto com ressalvas pelos congressistas, os quais argumentavam que o monopólio financeiro e o alto custo do capital eram positivos, porque indicavam “um sinal de ‘prosperidade pública’, representavam ‘o desenvolvimento industrial o progresso do país e a confiança do povo no governo’” (PARGENDLER, 2013, p. 68).

Dez anos depois da edição do código comercial, editou-se a Lei nº 1.083, em 22 de agosto de 1860⁴⁸. De acordo com essa norma, não seria mais possível constituir bancos, ferrovias e companhias de navegação sem autorização especial do Poder Legislativo, sob pena de responsabilidade ilimitada dos sócios e acionistas,

⁴⁷ Decreto nº 1.487 de 13 de dezembro de 1854. (BRASIL, 1854).

⁴⁸ Brasil (1860).

multas pesadas e dissolução compulsória da sociedade.⁴⁹ Para outros setores, apenas a autorização do Poder Executivo era suficiente. Mesmo com essas vedações legais, o número de empresas registradas aumentou depois de 1870, por duas razões. Primeiramente, a guerra do Paraguai (1864-1870) influenciou indireta e positivamente a economia nacional, já que incentivou as manufaturas nacionais em razão dos problemas financeiros e também em razão do aumento dos tributos sobre importação. Além disso, em 1873, o Brasil aumentou o *Market Share* do café em razão de uma crise de produção em Java⁵⁰.

Após o período de vigência desse normativo, em 1882, ocorreu outra alteração legal importante, com a Lei nº 3.150⁵¹: revogou-se a Lei dos Entraves e conseqüentemente a necessidade de autorização para as sociedades anônimas se estabelecerem. Essa obrigação de aprovação ainda continua válida para bancos, empresas estrangeiras, entre outros. No lado da estrutura societária, permitiu-se que ações de sociedades anônimas fossem negociadas depois de 10% do capital ter sido integralizado⁵², sendo que até aquele momento era necessário integralizar 25%. Criou-se também formalmente a figura da comandita por ações, apesar de ter se tornado desinteressante, haja vista que as sociedades anônimas foram simplificadas (PARGENDLER, 2006). Além disso, apesar da liberação da negociação de ações de sociedades em comandita simples, de títulos hipotecários e de ações, os antigos títulos não representam uma grande parte da capitalização e não foram negociadas no mercado de ações. A maior parte das empresas anteriores só se registrou na bolsa para emitir debêntures.

Deve-se aqui fazer uma ressalva para explicar o que seria o encilhamento pelo prisma do mercado de valores. Após 1882, com a demanda contida, inicialmente realizaram-se operações financeiras legítimas, com empresas factíveis. Entretanto, com a edição do Decreto nº 3.403, de 24 de novembro de 1888⁵³, que será melhor tratado adiante, a especulação assumiu o lugar e empresas de fachada

⁴⁹ Essa lei assumiu um caráter tão rigoroso que ficou conhecida como Lei do Entrave, tendo sido tal termo cunhado pelo financista francês Ganier (PARGENDLER, 2013)

⁵⁰ Saes (1981) identificou tal fato em razão do aumento da atividade nas três maiores ferrovias. O ganho de competitividade ocorreu em razão das terras mais férteis na região paulista e em função da redução dos custos de transporte, com as ferrovias.

⁵¹ Brasil (1882).

⁵² Fenômeno derivado do direito inglês, denominado responsabilidade reservada. Os bancos ingleses com essa estrutura tinham um capital autorizado equivalente a quatro vezes o capital o capital integralizado. No caso de falência desses bancos, o patrimônio dos sócios seria sequestrado. No Brasil, não se havia previsão de tal ato (SCHULZ, 1996).

⁵³ Brasil (1888).

e de natureza duvidosa surgiram como uma aposta. De acordo com Carreira (1980), em 1889, havia 35 bancos em operação no rio, sendo que, em 1880, somavam 25 no país todo. Com o aumento da liquidez decorrente da política papelista e do número de pequenos investidores, novas firmas conseguiram pulverizar facilmente o seu capital em poucos dias e até mesmo em poucas horas, apesar de centenas de empresas sendo registradas ao mesmo tempo. O efeito negativo ocorreu porque os bancos pagavam essas ações com base em notas emitidas por eles mesmos, ao passo que a população arcava com seu patrimônio.

Depois da proclamação da república, em janeiro de 1890, o movimento foi agravado porque Rui Barbosa aprovou o Decreto nº 164, que, mesmo ampliando de 10% para 20% a necessidade de capital integralizado, incentivou a venda de ações depois da criação, e, em conjunto com a política monetária, aumentou a quantidade de empresas criadas. O mercado de capitais saiu de 15% do PIB, no final de 1880, para 40%, durante o encilhamento, e se estabelecendo em torno de 20%. O preço das ações caiu rapidamente depois de 1891, bem como cresceram as falências. O governo respondeu com a criação dos Decretos nº 434, em 1º de julho de 1891, e nº 603, em 17 de outubro de 1891. Buscava-se com isso evitar as fraudes, aumentando o capital a ser integralizado de 20% para 40%. Essas medidas obrigavam o lançador a assumir maiores riscos, além de agravar as penas contra os gestores que não apresentavam as informações de modo claro e fidedigno. De acordo com o decreto nº 603, qualquer tentativa de lançar ações deveria ter primeiramente o estatuto publicado em jornal especializado, mostrando o corretor subscritor da operação.

Admitiu-se, assim, que o papel mais apropriado ao legislador é garantir estatutos claros e reconhecer que os acionistas são os mais capacitados para monitorar o uso de seu capital. Com esse princípio, desenhou-se uma norma que deu capacidade de os investidores monitorarem os gestores da empresa e outros acionistas, e de se protegerem de práticas fraudulentas e da publicação de balancetes incorretos. É possível concluir que a norma não apenas protegeria os acionistas, mas criava um sistema de transparência que permitia aos investidores monitorarem os agentes internos. A título de comparação, no período, o nível de transparência era maior no Brasil do que na Alemanha ou na Inglaterra.

Ao obrigar os fundadores e os emissores a publicarem e publicizarem os novos estatutos, a lei forneceu informações preciosas aos compradores. As proteções adicionais aos investidores eram deixadas a cargo dos próprios

fundadores e acionistas que redigiram os estatutos. Ainda assim, algumas medidas importantes para os minoritários foram incluídas. Por exemplo, os investidores que fossem contra uma fusão poderiam sair da companhia e receber o equivalente ao maior entre duas opções: o valor de mercado da ação ou a porcentagem a ele correspondente na operação.

É importante aqui fazer uma ressalva e separar o mercado de capitais momentaneamente em mercado de ações e em mercado de títulos, que envolve debêntures e outros compromissos, em razão da complexidade. No mercado de ações, a liberalização do mercado em 1882 foi uma condição necessária, mas não suficiente para desenvolver o mercado de capitais brasileiro. Se somente a regulação de entrada fosse a razão para o não desenvolvimento bursátil brasileiro antes de 1880, era de se esperar duas coisas: primeiro, aumento no número de companhias negociadas na bolsa contaminadas com aumento no número de novos registros por ano após 1882. E, segundo, o significativo aumento de companhias negociadas em cada série de registros de empresas, por exemplo, nos anos 70 e início dos 90 mostram uma evolução sustentável.

O número de empresas dobrou da década de 1870 para a década de 1880 e a capitalização cresceu entre 1878 e 1886, saiu de 10% para 15% em 1886 e chegando a perto de 20% entre 1895 e 1913. Frank (2004) estima que a riqueza nacional investida em títulos públicos e privados também cresceu durante a década de 1880, saindo de 11,5% entre 1868 e 1873 para 32% entre 1885 e 1889. Isso porque o número de corporações aumentou devido às empresas que queriam tirar vantagem das oportunidades geradas com a lei de 1882. Portanto, os acontecimentos do final da década de 1880 não permitem traçar uma relação direta entre as mudanças regulatórias e o crescimento do mercado.

Um fator essencial para o crescimento do mercado de valores, com ações e títulos, foi a estabilização do câmbio, depois de 1898, e a adoção do padrão-ouro, em 1906. Em 1898, após 70 anos de relativa boa administração da dívida pública, o governo sofreu um impacto com a inflação e a desvalorização dos mil-réis perante a libra. Muitas empresas declararam a incapacidade de arcar com seus títulos e o governo aumentou sua dívida nesse período. A negociação do *Funding Loan* em 1898 impôs condições rígidas de redução do estoque de moeda, o que gerou a deflação, mas também a estabilização do câmbio (MUSACCHIO, 2009).

Essa estabilização do câmbio, junto com o padrão-ouro em 1906, garantiu a estabilidade necessária para o desenvolvimento do mercado de capitais. Esse modelo agradava tanto ao governo, por estabilizar a moeda e possibilitar melhor gerenciamento de seus débitos, quanto aos cafeicultores, por estabilizar a receita em moeda local. O fato de os cafeicultores dominarem o cenário político foi determinante porque conviviam com dois desafios depois de 1890. O primeiro deles era a superprodução em conjunto com seu impacto no preço internacional, em razão da natureza monopolista do Brasil no mercado internacional de café. Já o segundo, a superprodução de café, por ser o principal produto da Balança Comercial do período, exercia pressão para valorização do câmbio, o que era ruim também para os cafeicultores. A solução encontrada foi o programa de valorização do café, em 1906.

Na BVRJ, a aceleração começou depois de 1900. Já em São Paulo, o crescimento foi mais rápido e mais tardio, entre 1907 e 1913. Ao longo do tempo, o capital movimentado e a diversificação de setores também cresceram. O fato de o Brasil ser um país agrário no final do século XIX e início do século XX não significa que esse setor não tenha contribuído para o desenvolvimento do país, já que foi a renda desses setores que alimentou a demanda por valores mobiliários, bem como gerou a procura pelos produtos industrializados. Isso ocorreu devido à monetarização do trabalho e das terras, fenômeno advindo da abolição da escravatura e de outros instrumentos jurídicos que surgiram ao longo do século XIX.

A transformação do Brasil em um país industrial, partindo de um modelo agroexportador, foi conduzida diretamente pelo mercado de capitais (Musacchio, 2009) e a evolução numérica das companhias negociadas demonstra isso. No primeiro período, as ferrovias e as companhias de navegação internas ajudaram a integrar o país. Essas melhorias logísticas também beneficiaram o complexo exportador, que foi financiado por bancos estruturados no exterior na forma de sociedades anônimas (*joint stock banks*). Mais infraestrutura e melhor financiamento auxiliaram o setor cafeeiro a ter um recorde produtivo na década de 1890. A integração dos mercados internos, somada à tarifa de importação após 1900, o sucesso da exportação de café e a entrada de imigrantes europeus formaram as condições ideais para o desenvolvimento da indústria têxtil, processamento de comida, cervejarias, fábricas de vidro, e empresas de infraestrutura urbana. Essa evolução será descrita no capítulo 3.

A expansão da indústria têxtil e de outras manufaturas adveio após a expansão ferroviária. A malha evoluiu de 15 quilômetros, em 1854, para mais de 1.000 quilômetros, em 1872. Depois de 1872, triplicava a cada década, chegando perto de 10.000 quilômetros em 1890. Após isso, a taxa de crescimento relativo diminuiu, embora mais de 12.000 quilômetros tenham sido construídos nos próximos 20 anos. Em 1896, ferrovias, empresas de navegação, empresas agrícolas e bancos representavam quase metade do número de empresas negociadas. Esse fato mudou rapidamente depois da década de 1890, pois as empresas de manufatura, têxtil e infraestrutura urbana passaram a compor mais da metade dos negócios realizados. Em 1913, das 335 empresas negociadas, 50 eram têxteis e pelo menos 40 eram relacionadas ao setor manufatureiro, 27 prestavam algum serviço público e as 108 restantes englobavam outros setores, como construção civil e desenvolvimento urbano.

A bolsa de valores paulista, organizada em 1880, teve seu pico em 1913. A maior parte das negociações ocorria nas casas privadas, de modo que muitos dados foram perdidos. A bolsa paulista foi fechada em 1891 e reaberta só em 1895. Começou com mais de 100 empresas negociadas, caiu para 57 em 1898; 34, em 1890, e 20 em 1902. Ainda, teve uma grande expansão entre 1909 e 1913, quando as companhias passaram de 82 para mais de 164 sociedades. Esse crescimento estava intimamente relacionado com o novo momento macroeconômico derivado das políticas de 1906 (Hanley, 2004). A prosperidade das duas bolsas coincide com a estabilização do café, derivada de ações governamentais e da adoção do padrão ouro, e das mudanças institucionais de 1882 e 1890. O padrão da BVRJ coaduna com os dados encontrados por Hanley (2005) na BOVESPA. Entre 1909 e 1913, as indústrias de manufaturas, têxteis e maquinário se tornaram cada vez mais importantes, já que 65% a 70% das empresas de infraestrutura urbana, têxteis e firmas foram criadas entre os anos 1909-1913. Isso mostra uma transformação econômica à medida que ferrovias, bancos e empresas de seguro se tornaram minorias nas companhias listadas na bolsa, mesmo em São Paulo que possuía uma malha mais densa. A primeira guerra mundial interrompeu esse movimento e iniciou a diminuição de investimento na América Latina, atrapalhando a estabilidade política e econômica que desenvolveu o mercado de capitais.

Apesar de a macroeconomia ter auxiliado o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, ela não foi suficiente. Como contraprova, é possível citar o México

que possuía uma estrutura macroeconômica semelhante ao Brasil, porém o mercado de capitais mexicano era completamente diferente, por não existir proteção aos investidores (MUSACCHIO, 2009). A pujança do mercado de capitais brasileiro do período foi tão intensa que, até hoje, em níveis relativos, esse crescimento não foi alcançado. Considerado como um momento histórico para a BOVESPA, o ano de 2007 apresentou a Oferta Pública Inicial de vinte e sete empresas, quantidade menor do que a de diversos anos entre 1890 e 1913, quando havia mais de 30 IPOs por ano (MUSACCHIO, 2009). Para mostrar como o mercado de capitais foi relevante, é interessante expor como o mercado financeiro se desenvolveu.

3.2 A MATURAÇÃO DO SISTEMA DE FINANCIAMENTOS BRASILEIRO

O presente prisma pode parecer em primeiro momento distante do restante deste trabalho, mas seu desenvolvimento é essencial ao expor as ideologias majoritárias no período analisado. O sistema financeiro nacional foi um dos pilares de desenvolvimento das nações industrializadas e é constantemente objeto de estudo para explicar a realidade atual. Assim, mantê-lo ao largo do estudo é assumir o risco de desconectar o trabalho da realidade e embarcar em argumentos infactíveis.

Com a chegada da família real ao Brasil, em 1808, a coroa portuguesa e, por conseguinte, sua colônia, estava falida. Para emitir moedas e capitalizar a coroa, foi criada a primeira sociedade anônima em território brasileiro, o Banco do Brasil. Havia a intenção de que esse banco assumisse características privadas, tendo, como controladores, grandes proprietários rurais (PARGENDLER, 2013). A indicação dos diretores inicialmente seria feita pelo Príncipe Regente, sendo, as posteriores, realizadas pela assembleia. Entretanto, não surgiram tantos interessados como esperado, de modo que o governo português tentou distribuir benefícios, como títulos reais ou cargos públicos. Mesmo com essa estratégia, houve poucos investimentos, obrigando o governo português a aportar capital proveniente de tributos direcionados⁵⁴, e a abdicar, por 5 anos, de seus dividendos em prol dos investidores. Essas ações conseguiram atrair capital privado e garantir patrimônio mínimo. A atuação dessa empresa estava mais próxima a de um setor do governo do que de uma empresa privada, sendo uma rede de favores. Embora

⁵⁴ Alvará de 20 de outubro de 1812.

tendo uma pequena participação nas ações, o Banco do Brasil⁵⁵ estava de fato sob controle estatal, que era também seu principal cliente.

A estrutura econômica do primeiro reinado, em razão da perda de reservas metálicas, valorizou o entesouramento do ouro e da prata para exportações, mantendo o cobre como lastro metálico no mercado interno. As crenças do período afirmavam que a fraqueza da economia e da taxa de câmbio⁵⁶ estava atrelada à utilização desse metal, tendo em vista sua fácil falsificação. A reforma do sistema monetário com referência ao cobre estava intimamente ligada ao problema da reforma do papel-moeda, criado pela liquidação do primeiro Banco do Brasil. Sapucaí estabeleceu um novo padrão monetário para organizar o estoque de moedas, passando as notas do primeiro Banco do Brasil para o Tesouro nacional (PELAEZ; SUZIGAN, 1981).

Antes de aprofundar no desenvolvimento do sistema bancário, é importante explicar o embate teórico sobre o padrão-ouro em duas linhas econômicas antagônicas: os metalistas e os papelistas. A discussão entre as correntes focava na conversibilidade da moeda, algo basilar para uma economia voltada à agroexportação, como era a economia brasileira no período do Império e das primeiras décadas da República. Essa questão está vinculada às políticas monetária e cambial, bem como à relação entre ambas, e possui efeitos diretos na disponibilidade de crédito.

Os metalistas defendiam a restrição de moeda, com estrita vinculação ao padrão-ouro. Para eles, o dinheiro era valioso por si próprio. Assim, grande quantidade de metais fortes no estoque de moeda equivaleria a altos níveis de bem-estar e de prosperidade nacional. A prioridade da política econômica era a estabilidade e a política cambial, com definição da taxa. Defensores do padrão ouro estabeleciam a relação entre política monetária e balanço de pagamentos: metais preciosos ingressariam naturalmente no país se a economia fosse saudável e qualquer oferta de moeda sem lastro causaria inflação. A política monetária deveria ser subordinada à política cambial e a taxa de juros era entendida como fenômeno real, dependente da taxa de lucro. Sendo a política monetária ineficaz, restava aumentar as condições de competitividade real do setor exportador, garantir as

⁵⁵ Esse banco acabou dissolvido em 1829, em decorrência da perda de reservas metálicas levadas para Portugal, com o retorno da família real, em 1821.

⁵⁶ De acordo com os pensamentos da época, a taxa de câmbio deveria ser a mais alta possível.

regras de finanças sadias e manter uma taxa de câmbio realista para que a economia prosperasse.

Já os papelistas eram favoráveis à expansão creditícia, com um padrão fiduciário e entendiam a moeda apenas como signo, sem valor intrínseco algum. A atenção maior da política econômica deveria estar na taxa de juros, que refletia o estado de ânimo da economia, sendo um fenômeno determinado por oferta e demanda de moeda. Logo, para eles, não havia relação entre variações do estoque de ouro e política monetária. Argumentava-se que a velocidade de circulação da moeda em um país como o Brasil era baixa, por ser um país agrícola, de significativa extensão territorial e alta propensão a entesourar. O crescimento tornava-se a variável central da economia⁵⁷, uma vez que a política cambial deveria subordinar-se à política monetária e esta às necessidades impostas pela produção. Assim, a conversibilidade era vista como uma medida artificial, prejudicial ao ânimo dos negócios; o câmbio alto não deveria ser buscado por uma conversibilidade artificial, mas pela prosperidade da nação. Daí decorria que as dificuldades do balanço de pagamentos não deveriam ser enfrentadas com medidas restritivas, mas sim com mais crescimento (FONSECA, 2008).

Os metalistas desejavam a recriação de um banco no Brasil, já que a moeda e o sistema bancário moderno foram duas inovações essenciais. Todavia, os custos para constituir seu capital mínimo não eram suficientes, tanto que as normas para a substituição do papel-moeda e das moedas de cobre mal foram cumpridas. Como medida alternativa, adotou-se a proposta dos papelistas: estabelecer um sistema de bancos privados para suprir as lacunas então existentes. O primeiro banco privado do Brasil foi o Banco do Ceará, criado em 1836, mas liquidado em 1839, por não ter recursos para cumprir suas obrigações. Em 1838, surge, no Rio de Janeiro, o Banco Comercial do Rio de Janeiro, que funcionou por quatro anos sem carta patente⁵⁸, mesmo sendo um banco de emissão⁵⁹. Como não havia papel-moeda em volume necessário para atender à demanda crescente de crédito, os bancos passaram a lançar vales que, a partir de 1840, tinham força de moeda corrente.

⁵⁷ Este argumento tornar-se-á, mais tarde, uma das teses centrais do desenvolvimentismo e da heterodoxia teórica.

⁵⁸ Documento oficial do Estado que autoriza sua operação. A autorização só foi emitida em 1842, permitindo o banco operar por 20 anos. Sua carta patente impedia operações para o financiamento industrial.

⁵⁹ Emitia bilhetes a serem pagos três dias depois da apresentação, também chamados de vales.

Embora com limitações, como o controle dos juros e tempo para pagamento de empréstimos, o banco carioca cresceu, formatado para empréstimos a curto prazo, e se tornou exemplo para o governo, permitindo o estabelecimento de um banco na Bahia, em moldes semelhantes, no ano de 1845. A diferença era que o banco baiano era voltado para incentivar a agricultura e a indústria locais, emprestando dinheiro a médio e longo prazo. Assim, com o passar do tempo, foram surgindo outros bancos, por exemplo, no Pará e no Maranhão. Nesse momento, a iniciativa privada havia conseguido o que o poder público, mesmo com a concessão de privilégios, não foi capaz: criar um sistema bancário eficiente. Apesar da interferência legislativa, esses bancos eram superavitários. Todavia, existia uma desconfiança governamental sobre essas atividades, já que os bancos de emissão consonavam com a lógica papelistas (PELAEZ; SUZIGAN, 1981). Com o crescimento econômico da época, a demanda industrial se intensificava e a circulação de vales e empréstimos aumentava.

No ano de 1840, estabeleceu-se uma comissão para verificar a necessidade do padrão-ouro, que se manteve até 1846, com a edição da lei nº 401⁶⁰. O padrão-ouro foi implementado paulatinamente, ocorrendo também a valorização do câmbio. O objetivo dessa norma era promover a entrada de ouro e consolidar a moeda metálica. O Visconde de Itaboraí, ministro da fazenda a partir de 6 de outubro de 1848, um dos financistas mais relevantes do império, com a posição de metalista moderado, concentrou a emissão de moeda no governo. Em termos bancários, sua posição buscava conciliar a intermediação com os esforços para reduzir as flutuações. Uma de suas medidas iniciais foi o Decreto nº 575/1849, que previa supervisão governamental adicional, em razão da criação espontânea de bancos estaduais de emissão de moedas⁶¹. De acordo com o Visconde de Itaboraí, a concorrência entre bancos era a causa de todas as crises comerciais. Retomando a lógica metalista, implementou-se a reforma do sistema bancário⁶², em 1853. Buscou-se criar um banco controlado pelo governo que fosse capaz de controlar os bancos provinciais e absorver as casas de emissão tanto quanto possível. Na época, apenas dois bancos possuíam a capacidade de emissão, o banco de Mauá e o

⁶⁰ Lei nº 401, de 11 de setembro de 1846. (BRASIL, 1846).

⁶¹ Mesmo com a edição do supramencionado decreto, autorizou a existência de dois grandes bancos privados, o segundo Banco do Brasil, criado por Mauá, em 1851, pelo Decreto nº 801, de 2 de Julho de 1851 (BRASIL, 1851), e o Banco de Pernambuco.

⁶² Lei nº 683, de 5 de julho de 1853 (BRASIL, 1853).

Banco Comercial do Rio de Janeiro. Com a fusão compulsória, o Estado teria o monopólio da emissão.

O banco advindo da fusão compulsória possuía alguns privilégios, como a obrigação de o Estado auxiliá-lo em momentos de dificuldade. Esse e outros benefícios incentivaram os investidores a comprar ações do banco. Mesmo tendo capital estritamente privado, seu diretor era nomeado pelo Imperador e, semelhante ao que ocorreu com o anterior, seus acionistas e diretores foram escolhidos em razão das conexões políticas (PARGENDLER, 2013). O banco cresceu rapidamente e sua primeira função foi diminuir a escassez de crédito para empreendimentos de pequeno e médio porte (PELAEZ; SUZIGAN, 1981). Apesar do seu crescimento, a atividade bancária centrava-se nas atividades de curto prazo das oligarquias rurais. Após a criação desse banco, diversos pedidos de criação de novos bancos foram negados pelo Conselho de Estado, sob o argumento de que não deveria ser autorizada a criação de novos concorrentes, diante do risco de se reduzir o lucro, em razão dos numerosos fardos administrativos impostos (PARGENDLER, 2013). Essas decisões de centralização de emissões acabaram por relegar o setor a um estado de inanição, quando comparado com a atividade bancária norte-americana no mesmo período⁶³.

Em 1854, mesmo em ambiente adverso, Mauá inaugurou o Banco *Mauá, MacGregor & Cia.*, por meio da figura de comandita por ações, o que foi proibido no Brasil pelo Conselho de Estado. Porém, em razão de seu tamanho e força internacional, o banco continuou a existir. Essa querela só foi solucionada quando o Visconde Souza Franco assumiu a cadeira de ministro da fazenda, no ano 1857, no gabinete da conciliação, concedeu o direito de funcionamento a cinco novas instituições e autorizou seis bancos a fazerem emissões. No ano de 1857, havia flutuações intensas da taxa de redesconto e da taxa de câmbio, agravadas com a crise no mercado norte-americano. Assim, tanto os planos de Itaboraí quanto os de Souza Franco foram abalados. Houve grande saída de metais e desaquecimento das atividades, ao mesmo tempo em que o Banco do Brasil tentava conter a desaceleração. A questão foi agravada pela discussão política entre a gestão do banco e o Ministério da Fazenda e só foi resolvida com a intervenção do Banco

⁶³ O subdesenvolvimento do mercado financeiro e de capitais, comparado aos dos Estados Unidos, também ocorria no México (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012). De acordo com os autores, esse subdesenvolvimento do mercado de crédito foi uma das origens do crescimento distinto entre o México e os Estados Unidos.

Mauá, MacGregor & Cia., em 1858. Como resultado dessa crise, ocorreram 49 falências, em 1857, e 90, em 1858.

Em razão do chamado pânico de 1857, criou-se uma comissão de inquérito para investigar suas causas, bem como a estrutura monetária brasileira. Esse grupo de trabalho concluiu que o motivo foi uma superabundância de notas e outros documentos monetários, apesar da veemente oposição do Barão de Mauá⁶⁴. Como resultado desse estudo, adotou-se a postura metalista moderada e editou-se a Lei nº 1.083 de 22 de agosto de 1960. Com a edição da anteriormente mencionada Lei dos Entraves, buscou-se impedir a constituição de novos bancos de emissão. Isso reduziu ainda mais o crédito disponível, que, somado às dificuldades de constituir uma sociedade anônima, atravancava tanto o mercado de capitais nacional quanto o financeiro. A lei foi tão restritiva que afetou inclusive o Banco do Brasil, banco público, ameaçando sua liquidação. Ao invés de reduzir a crise, a Lei dos Entraves agravava ainda mais a instabilidade do mercado financeiro brasileiro.

No mesmo período, ocorreu a valorização do café no mercado internacional, o que aumentou a produção cafeeira e intensificou a entrada de capitais ingleses⁶⁵, que investiu em diversas atividades exportadoras, como armazéns, bancos e ferrovias. Portanto, para os analistas do período, aparentemente houve relação entre a redução da quantidade de moeda e da criação de sociedades anônimas e o aumento da produtividade cafeeira (PELAEZ; SUZIGAN, 1981). Argumentava-se que essa lei estava em consonância com os interesses dos proprietários rurais brasileiros e dos comerciantes ingleses e portugueses, os quais visavam manter o Brasil como um país exportador de produtos agropecuários (PARGENDLER, 2013).

As deficiências do direito brasileiro, que impediram o desenvolvimento de mercado de capitais nacional e que redirecionaram do crédito para o setor rural, representaram vantagem competitiva para os ingleses. O acesso ao capital londrino, mais barato, significava uma vantagem considerável, especialmente quando o empreendimento demandava maiores investimentos, como era o caso ferroviário. Esses investimentos eram aportados por empresas constituídas na Inglaterra, que buscavam taxas de retorno maiores do que as pagas pelo mercado inglês. Os investidores ingleses envolviam diversos agentes na bolsa de valores de Londres,

⁶⁴ O Barão afirmava que a causa havia sido exógena.

⁶⁵ A participação do capital forâneo será mais aprofundada no próximo tópico.

permitindo inferir que a pulverização era ainda maior do que no mercado brasileiro (SUMMERHILL, 2003).

Esse processo de expansão durou até 1864, com a crise europeia e com a recessão causada pelas medidas da lei dos entraves. Nesse ano, o governo respondeu com mais celeridade, autorizou o Banco do Brasil a assumir um papel mais ativo, o que foi essencial para recuperação da economia local, embora o banco tenha se mantido em risco. Em 1866⁶⁶, ele teve suas funções alteradas, sendo abolido seu papel como agente emissor e encerrado o financiamento de atividades comerciais. O banco foi alterado para financiar a lavoura por meio de hipotecas agrícolas, com taxa de juros de 8% ao ano e com um prazo de 6 anos. No cenário, os agricultores consideraram os empréstimos inviáveis e buscaram alterar o prazo de pagamento das hipotecas, mas a legislação de 1864 vedava tal hipótese.

No começo da década de 1870, o Brasil possuía um sistema bancário arcaico que se compunha basicamente do Banco do Brasil, com mais quatro tipos de bancos em nível minoritário no período: os bancos de emissão sobreviventes, estabelecidos entre as décadas 1950 e 1960; os bancos instituídos entre as décadas de 1960 e 1970; os bancos do início da década de 1970 e as associações bancárias. Na década de 1970, havia apenas bancos de emissão autorizados nos anos 50: na Bahia, sendo esse o maior, no Maranhão e Banco do Rio Grande do Sul. Todavia, tais bancos se tornaram quase insignificantes. Os bancos criados na década de 1960 não possuíam o direito de emissão, de modo que se dedicavam a atividades de redesconto e depósitos à vista. Essa modelagem dificultou o aporte financeiro para subscrever as cartas patentes. Assim, existiam sete associações bancárias no período, sendo que cinco se encontravam na Bahia. Essas associações se dedicavam a redesconto de títulos comerciais.

No ano de 1875, houve uma crise financeira, relacionada à falta de moeda. O governo assistiu algumas instituições, evitando a generalização do problema. Mesmo assim, alguns bancos foram encerrados em decorrência do acontecimento, entre eles o banco Mauá & Cia. Com a abolição da escravatura, sem o colapso da lavoura, em 1888, os cafeicultores estavam otimistas⁶⁷ com relação ao futuro, tendo em vista que os imigrantes provaram que poderiam suplantam a mão de obra

⁶⁶ Lei nº 1.349, de 12 de setembro de 1866 (BRASIL, 1866).

⁶⁷ Com exceção dos cafeicultores do Vale do Paraíba, os demais agentes já haviam se preparado para abolição da escravatura. Ademais, no ano de 1889 a safra foi melhor do que a esperada, gerando um resultado positivo aos agricultores (SCHULZ, 1996).

escrava. A entrada de diversas empresas estrangeiras, concedendo crédito e investindo em território pátrio, colocaram considerável quantidade de ouro em circulação pela primeira vez em 25 anos (CASTRO; STEPHAN, 1979). Essa entrada de capitais aumentou o crédito interno e a liquidez, sendo que, somado a isso, a bolsa subia, encorajando outras pessoas a investirem (SCHULZ, 1996). Para o período, talvez tão importante quanto a abolição da escravatura tenha sido a mudança na oferta de moeda. Afinal, a abolição transformara as fazendas em economias monetárias, e o superávit anual das exportações demandava moedas para canalizar os lucros para outros setores da economia.

Assim, com a assunção do partido liberal, em 7 de junho de 1888, emite-se o Decreto nº 3.403, de 24 de novembro de 1888⁶⁸, para dar mais liquidez ao mercado. A partir de sua edição, os bancos poderiam ser autorizados a emitir notas, até o limite dos títulos depositados, conversíveis em moedas e as notas dos bancos poderiam ser convertidas em títulos do governo. Buscava-se, assim, criar um sistema bancário com 100% de reservas. Um dos primeiros bancos a se beneficiar foi o Banco do Brasil.

Mesmo nesse cenário, o regime imperial encontrava-se sob risco. Para garantir a continuidade, o Primeiro-Ministro, o Visconde de Ouro Preto, buscou restaurar a lealdade dos fazendeiros, concedendo a imigração subsidiada, os empréstimos para a agricultura e os bancos de emissão⁶⁹. Esses empréstimos à agricultura foram estabelecidos nos seguintes termos: o Estado forneceria uma soma isenta de juros e os bancos se obrigariam a fornecer a contraparte em igual valor e emprestar essa quantia a uma taxa de 6% ao ano. Esse acordo foi fechado com 17 instituições, sendo que algumas foram criadas em 1888. Esse movimento deu início ao que se convencionou chamar de “encilhamento” (SCHULZ, 1996).

A proclamação da República alterou o ministro da fazenda, nomeando Rui Barbosa, mas não modificou a política monetária. Com a mudança de regime, os agentes internacionais tornaram-se receosos, enviando grandes quantias de ouro ao exterior, e se recusaram a realizar empréstimos até a realização de eleições, o que levou a BVRJ a entrar em colapso. Buscando controlar a instabilidade econômica, editou-se o Decreto nº 164, de 17 de Janeiro de 1890⁷⁰, que repercutiu tanto no

⁶⁸ Brasil (1888).

⁶⁹ Decreto nº 10.262, de 6 de julho de 1889 (BRASIL, 1889).

⁷⁰ Brasil (1890).

mercado financeiro quanto na estruturação das empresas, e, portanto, também no mercado de capitais. Os impactos na estrutura societária foram tratados no tópico anterior, então nesse momento o foco será a estrutura financeira.

Com a saída do ouro, permitiu-se aos bancos de emissão emitir apólices, que seriam tratadas como moeda legal, incentivando ainda mais a inflação. Além disso, foi permitido aos bancos trabalhar com qualquer operação financeira⁷¹.

Não houve, contudo, a devida regulamentação das novas instituições. Decorrente de um longo período de retenção, o mercado assumiu postura eufórica, gerando a grande onda especulativa. O momento do encilhamento é algo controverso na doutrina. Parte dos autores considera que esse momento desgastou consideravelmente a capacidade econômica brasileira, assim como Schulz (1996), que afirma que muitos industriais e comerciantes foram à falência e que a renda da população em geral tinha sido praticamente reduzida. Para esses autores, o encilhamento durou dois anos e meio e foi responsável por uma abrupta desvalorização dos mil-réis, de 27 pences para menos de 12 pences (SCHULZ, 1996). Por outro lado, surgem autores que entendem que, apesar dos momentos inflacionários, esse movimento foi benéfico para a sociedade brasileira, sendo ele um momento de pujança econômica e desenvolvimento industrial. Essa leitura historiográfica foi iniciada por Fishlow (1972), ao mostrar que aquele foi o momento inicial da industrialização por substituição de importações. Além disso, questiona-se o momento posterior com as políticas de valorização da moeda.

Assim, caiu o governo de Deodoro da Fonseca e assume Floriano Peixoto, que prometeu retomar medidas financeiras ortodoxas. Mesmo com essas medidas, as disputas políticas que marcaram o início da Primeira República inviabilizaram a efetividade de políticas econômicas. Os primeiros movimentos de contrarreforma foram feitos por Rodrigues Alves, em 1892, com a política de deflação, durante a contração econômica, o que mostrou uma estabilização entre 1892 e 1895. Houve um aumento do estoque de moeda e, com isso, inflação, entre 1896 e 1897. Medidas austeras ainda mais intensas, promovidas por Joaquim Mortinho, entre 1898 e 1902, causaram uma valorização artificial do câmbio e deflação. Após o *Funding Loan*, em 1898, o resultado das políticas econômicas contracionistas começa a se materializar em 1900, somado à volta da valorização do café.

⁷¹ Empréstimos e depósitos, operações cambiais, financiamentos de longo e curto prazo, para indústrias e agricultura, hipotecas, entre outras.

Para o Ministro Murtinho, a indústria não era viável no Brasil, devido à inferioridade racial dos habitantes em relação aos países industriais norte-americanos e europeus. O progresso só seria obtido através do livre comércio, da construção de ferrovias e de políticas monetárias severas, sendo as instituições bancárias indesejáveis, devido ao aumento do estoque de moedas e da desvalorização cambial (PELAEZ; SUZIGAN, 1981). Assim, buscou-se corrigir as distorções no setor cafeeiro, eliminando os produtores ineficientes; estabilizar o câmbio, aumentando o imposto de importação e renegociando a dívida externa; e controlar a inflação, incinerando moedas e retendo sua emissão.

O resultado decorrente das políticas de Murtinho foi uma crise generalizada em 1900, com diversos bancos falindo. Anteriormente, o aumento da exportação impedia a desvalorização da taxa cambial na fase descendente. A valorização do câmbio para expulsar os cafeicultores ineficientes impedia o mecanismo de compensação endógeno e gerou um desemprego generalizado. Pela primeira vez, houve declínio nominal nas receitas das exportações cafeeiras de 10,2% ao ano, entre 1901 e 1904. Isso constituiu um fator essencial para a pressão dos cafeicultores para organizar instrumentos de valorização artificial do preço do café. Criou-se, assim, a intervenção governamental no preço do café, que se manteve até 1916.

Entre 1906 e 1930, o empréstimo bancário não superou o capital investido no mercado de capitais, que representava 20% do PIB, ao passo que os empréstimos representavam cerca de 8%. O setor bancário era relevante para o café, para a borracha e para capital de giro das empresas. Esse espaço diminuiu rapidamente durante as duas primeiras décadas do século XX, com a alocação de direitos e garantias para os investidores minoritários e com o Poder Judiciário garantindo o cumprimento de contratos, de modo que a interpretação dos contratos fosse mais benéfica para o credor (MUSACCHIO, 2009), o que incentivou a expansão do mercado de capitais. A entrada de novos empréstimos para o mercado brasileiro acelerou depois de 1907 e, por volta de 1920, com a queda do mercado de capitais, a proporção do mercado bursátil decaiu em 8-10% contra o decréscimo dos bancos em 4-6%. A distância entre os créditos bancários e os valores mobiliários foi se reduzindo rapidamente nas primeiras duas décadas do século XX. Assim, é possível expor com maior clareza a evolução das companhias ferroviárias e os motivos pelos quais ocorreu a necessidade de intervir mais diretamente em suas atividades.

3.3 A EVOLUÇÃO DAS FERROVIAS E A PARTICIPAÇÃO DO CAPITAL ESTRANGEIRO

Nos tópicos anteriores, foram ambientadas a dificuldade de financiamento direto, com a criação de uma sociedade anônima, e a hipotrofia do sistema financeiro e do mercado de capitais nacionais. Agora serão apresentadas a evolução das ferrovias no Brasil e a importância do capital estrangeiro para o setor. Até o ano de 1854, nas regiões onde não havia navegação fluvial, o transporte era realizado por tração humana ou animal, com rotas, em sua maioria, produzidas pelos indígenas ou pelos colonos. A topografia serrana do Brasil dificultava o transporte terrestre entre o interior, onde se localizam as terras mais férteis, e a região costeira, com seus portos. Além disso, impedia a importação de alimentos e de insumos para a indústria nascente. Argumenta-se que, no período, a ausência de boas estradas era pior do que todos os outros problemas econômicos juntos (SUMMERHILL, 2003).

O desenvolvimento das ferrovias nacionais começa em 1854 e passa por duas grandes ondas: a primeira dos anos 60 aos anos 80 e a segunda, que é completamente distinta, que ocorre antes da primeira guerra mundial. A primeira onda forma os grandes troncos da malha ferroviária nacional e baseia-se geralmente em um único produto transportado para a região portuária. As ferrovias foram iniciadas pelo capital pátrio, mas, com a estabilidade institucional e as garantias ofertadas, os investidores internacionais, primordialmente ingleses, começaram a investir no Brasil. A segunda onda, que será descrita posteriormente, foi a responsável pela integração entre as malhas e dos fatores de produção no Brasil.

As ferrovias foram instaladas no Brasil muito tempo depois de a tecnologia ter surgido⁷². Esse modo de transporte depende umbilicalmente das condições de financiamento, que, por sua vez, dependem da promoção pública⁷³. A iniciativa de implementação das ferrovias no Brasil foi capitaneada por empreendedores nacionais. Houve tentativas frustradas em 1835, 1838 e 1840, em razão das dificuldades de financiamento, de irrealismos políticos e também de questões

⁷² A locomotiva a vapor foi inventada em 1814, na Inglaterra, sendo implementada em 1825.

⁷³ A necessidade de incentivos públicos para o financiamento de ferrovias será explorada no capítulo 3.

geográficas, como o clima e a topografia. Essas questões faziam com que as ferrovias brasileiras demandassem mais capital do que outras ferrovias alienígenas.

Com base nos insucessos anteriores, verificou-se que o simples direito de implantação das ferrovias, por meio de concessões, era insuficiente, sendo necessária maior presença do governo. Após a criação do Código Comercial e da previsão das sociedades anônimas, em 1850, o governo buscou incentivar a atividade ferroviária⁷⁴. Para viabilizar a primeira Estrada de Ferro, que ligava a corte, no Rio de Janeiro, a Minas Gerais e São Paulo, garantiu-se o valor mínimo de dividendos de 7% sobre os custos estimados da ferrovia, mas, em contrapartida, também os limitou. Se a estrada ferro apresentasse rendimento superior a 8%, deveria repartir com o Estado o excedente, e, se fosse superior a 12% por três anos, a ferrovia deveria reduzir suas tarifas (CASTRO; STEPHAN, 1979). Além disso, foram concedidos um prazo de concessão de 90 anos; uma área de salvaguarda de 33 km; o direito de fazer desapropriações, explorar terras devolutas⁷⁵; e a isenção de impostos de importação de material ferroviário importado. Esses direitos⁷⁶ eram concedidos a projetos específicos.

Assim, a primeira ferrovia nacional foi construída por Irineu Evangelista de Souza⁷⁷ e inaugurada em 30 de abril de 1854, ligando o porto da Estrela, na cidade de Mauá, à Raiz da Serra. Inicialmente, os investimentos eram domésticos, mas esse capital se mostrou insuficiente para financiar as ferrovias nacionais. Os bancos britânicos supriam essa lacuna, financiando o restante do capital necessário para a construção das ferrovias, com as garantias de títulos públicos negociados em Londres. Os investimentos estrangeiros, até 1902, estavam intimamente ligados à economia exportadora nacional, sendo as ferrovias, inicialmente, corredores de matéria-prima que ligavam regiões interioranas aos portos.

A participação direta do capital estrangeiro em ferrovias no Brasil se iniciou também nos anos 50 com a Recife-São Francisco, que foi aberta para o tráfego em 1858. Nesse período, a entrada de capital foi pequena, em comparação ao investimento realizado em outros países no período. A América Latina jamais

⁷⁴ Decreto-Lei nº 641 de 26 de julho de 1852. (BRASIL, 1852).

⁷⁵ A exploração de terras devolutas é algo controvertido. Apesar dessa previsão legal, em razão de instituições formais, esses direitos não eram explorados de modo satisfatório.

⁷⁶ A prática de oferecer privilégios às ferrovias era realizada também em outros países, tendo iniciado na Inglaterra. A garantia de dividendos mínimos, por sua vez, começou pela Rússia. A zona privilegiada de 5 léguas, em cada lado da ferrovia, foi uma criação nacional (CASTRO; STEPHAN, 1979).

⁷⁷ Em razão dessa obra, ele recebeu o título de Barão de Mauá.

chegou a ultrapassar significativamente um quinto do investimento total inglês. O Brasil também não era uma das prioridades inglesas na primeira metade do século XIX, ocupando na América do Sul uma posição intermediária (CASTRO; STEPHAN, 1979). Entre os anos de 1860 e 1875, os investimentos externos foram originados da Inglaterra, somando 94% do total e sendo concentrados setorialmente em ferrovias, bancos e companhias de seguros. Na época, o Brasil não era tão atrativo, entre outros motivos, em razão da guerra do Paraguai. Mesmo assim, foi nesse período que se construíram as mais importantes e famosas ferrovias brasileiras controladas por ingleses: a *São Paulo Railway Co.*, criada em 1860, com um capital de 2.000.000 de libras, e a *Great Western of Brazil Railway Co.*, fundada em 1873, com um capital de 300.000 libras⁷⁸.

A estrutura ferroviária do século XIX pode ser dividida, de modo simplificado, em três tipos de ferrovias: as ferrovias do café, na região sudeste; as ferrovias da cana, na região nordeste; e as ferrovias de integração, na região sul. Na região sudeste, a iniciativa ocorreu basicamente com o capital nacional, resultado de investimentos dos produtores de café e por iniciativa do Barão de Mauá. Como exceção, pode-se citar uma das mais importantes ferrovias para o transporte de café, a E.F. (essa abreviação já foi explicitada anteriormente?) Santos-Jundiaí, que era controlada pela inglesa *São Paulo Railway Co.* Essa estrada de ferro era o corredor de saída de todo café precedente do interior paulista⁷⁹.

Mesmo nos casos das ferrovias paulistas, o capital inglês estava presente na forma de financiamento. O caso da E.F. Paulistana representa o mais efetivo exemplo de financiamento nacional. Com a suspensão das obras de ampliação da Santos-Jundiaí, por parte dos ingleses, em razão da Guerra do Paraguai, os direitos dessa obra foram cedidos aos cafeicultores paulistas, que não viam com bons olhos a intromissão estrangeira em seus negócios. As ações da Paulistana foram vendidas praticamente porta a porta, utilizando a reputação dos fazendeiros e a garantia pública para convencer os investidores (PARGENDLER, 2013). A primeira oferta pública de capital foi um sucesso, mostrando a quantidade de capital que estava contido, sendo que já se renunciou aos benefícios de operação dados pelo governo

⁷⁸ Essa ferrovia apresentou o melhor resultado entre as ferrovias nordestinas e, em 1877, praticamente dobrou o capital (CASTRO; STEPHAN, 1979).

⁷⁹ Essa ferrovia foi inicialmente projetada e financiada por Mauá, mas, com seus diversos desafios técnicos e financeiros, ela acabou sendo encampada por firmas inglesas. Porém os gastos da ferrovia foram recompensados. Sendo que a partir de 1874, já não mais necessitava do auxílio governamental para arcar com os dividendos dos acionistas.

ainda em 1877, para aumentar o retorno aos acionistas acima de 7% permitidos pela legislação. O setor tinha capacidade de financiar a si próprio, tanto que, na Província de São Paulo, em 1886, funcionavam 88 companhias ferroviárias, sendo somente uma inglesa. Em contrapartida, somente duas não contraíram empréstimos ingleses. Abaixo, são exposta as principais Estradas de Ferro do Estado e a respectiva proporção de suas dívidas estrangeiras:

Tabela 1 - Empréstimos obtidos pelas Estradas de Ferro da Província de São Paulo.

Estrada de Ferro	Valor	Ano do Empréstimo	Porcentagem sobre o capital social
E.F. São Paulo – Rio	£600.000,00	1874	54%
E.F. São Paulo – Rio	£164.200,00	1870	15%
E.F. Paulista	£150.000,00	1878	10,40%
E.F. Mogyana	£473.700,00	1880	28%
E.F. Sorocabana	£230.000,00	1877	36,30%
E.F. Sorocabana (para comprar a E.F. Ituana)	£150.000,00	1888	24%

Fonte: Castro e Stephan (1979).

O capital estrangeiro tão pouco participou da expansão ferroviária das Províncias do Espírito Santo e Rio de Janeiro. Nesses locais havia pequenas empresas ferroviárias mantidas pela indústria nacional, para transporte de café principalmente. A mais importante via férrea, a Estrada de Ferro D. Pedro II, foi inaugurada em 1858, tendo suas ações pulverizadas entre indivíduos e instituições da cidade do Rio de Janeiro (SUMMERHILL, 2003). Em 1865 foi estatizada, passando a se chamar E.F. Central do Brasil. Sua história começa em 1835, com a tentativa do regente Digo Feijó de construir uma ferrovia que ligasse a capital do Império a São Paulo e a Minas Gerais. Ela foi estendida em 1885, com um grande empréstimo inglês, tornando-se a maior linha férrea da América do Sul em movimento e extensão.

A participação do capital internacional crescia à medida que se afastava do sudeste. A mais antiga ferrovia estrangeira era a E.F. de Recife a São Francisco, fundada em 1853, com um capital de 1.200.000 de libras para a fundação da ferrovia. Ela era garantida com dividendos de 5% sobre o capital de 875.123 libras e o privilégio de 5 léguas, por 90 anos, para cada lado da ferrovia. Suas atividades começaram com um pequeno trecho de 31 quilômetros e 511 metros, no ano 1858.

Houve alguns empréstimos ingleses para sua expansão, mas em momento algum essa ferrovia se mostrou lucrativa, representando gastos intensos para a fazenda nacional e, após 30 anos de funcionamento, o governo a encampou. Apesar da insolvência de muitas ferrovias nordestinas, outras, como a *Great Western of Brazil Railway Ltd.*, foram bem-sucedidas. Essas estradas serviam como coletoras de matéria-prima e dependiam do produto que transportavam. Em razão disso, como a economia açucareira estava em crise, o resultado da economia local repercutia nas ferrovias. Na região sul, as ferrovias possuíam dois objetivos, com intenções comerciais e militares: integrar comercialmente a região ao resto do país e atingir as zonas de fronteira. Com relação à região nordeste e à região sul, os investimentos ingleses foram essenciais para a construção das estradas de ferro. Contudo, a produção local não era suficiente para garantir os lucros das companhias, o que representava um grande impacto orçamentário para os cofres públicos.

Em 1873, iniciou-se um novo momento na história ferroviária brasileira. O Decreto nº2.397⁸⁰ realizou a revisão posterior da taxa, alterando o valor de 5% para 7%, ou, alternativamente, a subvenção quilométrica relativamente ao capital empregado nas construções de ferrovias e garantiu dividendos mínimos para a primeira ferrovia construída em cada província. Somaram-se, ao incentivo legislativo, dois fatores externos: a queda nos preços dos insumos ferroviários, como os trilhos, e a grande entrada de capital inglês⁸¹ (SUMMERHILL, 2003). Com os incentivos fornecidos pelo Estado, a atividade ferroviária se intensificou no Brasil entre os anos de 1876 e 1896, quando foi o auge do aumento relativo da malha ferroviária no Brasil (LIMA NETO *et al.*, 2001). Nesse período, os investimentos estrangeiros concentraram 90% do capital em ferrovias, empresas de obras públicas, comércio internacional e indústria do açúcar, sendo a Inglaterra novamente responsável pela maior quantia, 88%. As ferrovias representavam sozinhas 60% do capital aportado, sendo um elemento estratégico e transformador (CASTRO; STEPHAN, 1979).

Para o mercado nacional, a redução nos custos de transporte permitia a dilatação das plantações, ao mesmo tempo em que compatibilizava a ampliação dos fluxos comerciais. Para o mercado inglês, as ferrovias estrangeiras representavam um grande atrativo em duas pontas: o retorno do próprio investimento em si, e o

⁸⁰ Brasil (1873).

⁸¹ Em 1874 se inicia o período chamado de grande depressão inglesa que impacta toda a Europa. Essa crise não repercute imediatamente sobre a economia nacional, porque a renda interna do café se mantém com a desvalorização cambial (CASTRO; STEPHAN, 1979).

mercado consumidor para as indústrias de aço, equipamentos e carvão, em razão da ausência de concorrentes nacionais. Verificou-se assim, uma relação de ganhos positivos para ambos os lados (CASTRO; STEPHAN, 1979). O período entre 1886 e 1896 englobou a expansão das principais nações industriais. Essa expansão também ocorreu no Brasil, entre os anos de 1887 e 1889, quando o crescimento industrial foi relevante, abrindo um novo campo para a transferência do capital advindo da indústria cafeeira. Contudo, é possível inferir que esse ciclo de expansão foi influenciado negativamente pela crise institucional, com a proclamação da república e a reforma bancária, institucionalizada em 1888 e implementada no biênio 1889-90. Ademais, no início da década de 1900, o mercado externo recomendava a contenção da oferta. Nesse momento, as ferrovias não passavam de 20% dos investimentos, já que as principais ferrovias estavam construídas ou em fase final⁸². Por outro lado, a oferta abundante de mão-de-obra criava condições de reduções reais de salário, o que garantia a manutenção da margem de lucro dos cafeicultores e seus investimentos.

Com a redução da entrada de capital estrangeiro, os custos ao tesouro nacional da política de incentivos começaram a se tornar cada vez mais expressivos. Em contrapartida, o controle tarifário desincentivava o lucro independente dos subsídios. Ademais, em razão de a economia estar ainda centrada em apenas um produto, os custos de transporte aumentaram, por retornar a composição vazia. Em um momento de recursos mais escassos, as falhas governamentais se tornam mais visíveis, percebendo-se, então, que o desenvolvimento das ferrovias ocorreu mais em razão de interesses locais, do que por motivo de um planejamento de integração nacional, o que gerou uma malha ferroviária sem grandes interconexões. Ademais, os planos para a criação de uma malha interiorana não respeitaram a realidade econômica, elemento essencial para um modo de transporte que exige intensos investimentos, de modo que isso não saiu do papel (PEREIRA, 2012).

Some-se, a esse cenário, a deterioração da economia da cafeicultura e os efeitos do encilhamento. Com o agravamento dos problemas financeiros do Estado brasileiro e a desvalorização da moeda nacional, os subsídios concedidos tornaram-se extremamente onerosos. Assim, o Brasil adotou uma política ortodoxa de redução de despesas, entrou em acordo com os credores estrangeiros e concordou com o

⁸² Surge, todavia, uma nova demanda no sul; e, para supri-la, cria-se a *Cie. De Chemis de Fer Orientaux du Brésil*, em 1896, com um capital de 990.000 libras, oriundo de capital belga.

*Funding Loan*⁸³, que foi objeto de protesto de diversas empresas estrangeiras estabelecidas no Brasil, especialmente as ferroviárias, devido à suspensão das garantias dadas pelo governo, até 1900. Assim, em 1901, seguindo o definido em contrato, o Estado brasileiro resolveu resgatar as ferrovias estrangeiras que gozavam de garantia de juros a 7%. Para tal operação, foi necessário um novo empréstimo internacional com esse objetivo específico, em 1901. A operação iniciou-se com 12 ferrovias: Recife e São Francisco; Natal e Nova Cruz; Conde D'Eu; Recife ao Limoeiro (*The Great Western of Brazil*); Alagoas; Central da Bahia; Minas a Rio; D. Teoriza Cristina; Rio grande a Bagé (*Southern Brazilian*); Quaraí a Itaqui (*Brazil Great Southern*); Santa Maria do Uruguai (*Sudoest Brésilien*); Paranaguá a Curitiba (*Chaminés de Fer Bresiliens*).

Os debates foram longos, em razão dos interesses envolvidos que se buscou definir: (i) se o resgate era da companhia ou da estrada de ferro; (ii) qual era o verdadeiro rendimento líquido que se teria em conta; (ii.a) os contratos estabeleciam que o preço de resgate seria o da média da renda líquida dos cinco anos mais rendosos entre os últimos sete; (ii.b) se no rendimento líquido seriam computados os aportes do governo que completavam o rendimento assegurado; (ii.c) se a renda líquida não se igualaria à garantia dos 7%; (iii) se seriam resgatadas também as debêntures; (iv) se os ramais e extensões construídos sem garantia de juros seriam também objeto de resgate. Por fim, decidiu-se (i) que o resgate era da companhia; (ii) que o rendimento líquido seria igual aos dividendos distribuídos aos acionistas, incluindo as contribuições do governo⁸⁴; (iii) as debêntures seriam resgatadas, bem como (iv) os ramais e extensões construídos sem garantia de juros. Cada companhia seria tomada como um caso particular, contemplando suas condições específicas (CASTRO; STEPHAN, 1979).

Inicialmente, os acionistas, mesmo das empresas mais deficitárias, se opuseram, em busca de melhores propostas, mas acabaram aceitando, em troca de *rescission bonds*, que, uma vez estabelecido o preço da estrada, o governo emitiria títulos neste valor, a 4% de juros e 0,5% de amortização. Os 2.148,83 quilômetros de estradas de ferro resgatados custaram 14.605.380 libras. Os juros e as

⁸³ Para maiores detalhes, verificar ABREU, 1989.

⁸⁴ O rendimento líquido, por sua vez, não poderia ser o de 7% (que era na verdade, o rendimento bruto). Se assim fosse, não faria sentido estabelecer que o preço do resgate fosse a renda líquida média dos melhores cinco anos entre os últimos sete. O único critério para determinar a renda líquida eram os dividendos que os acionistas tivessem recebido.

amortizações somadas seriam menores do que o governo até então pagava anualmente às companhias⁸⁵, segundo autores contemporâneos ao processo (RODRIGUES, 1902). Essa diferença deveria ser depositada em um banco inglês, que receberia juros que aliviarão as dívidas contraídas.

Mesmo com essas medidas, entre os anos de 1897 e 1902, apesar da crise na economia cafeeira, os investimentos estrangeiros continuaram, e até aumentaram. Tal fato ocorreu especialmente por causa de duas grandes empresas: a *Leopoldina Railway Company*, que arrendou, na região central, diversas ferrovias construídas por capital nacional, e a *São Paulo Tram, Light and Power*, empresa canadense que cuidava de infraestrutura urbana e energia elétrica. Essas empresas isoladas representaram 42,5% do capital aportado no período (CASTRO; STEPHAN, 1979).

No nordeste, as estradas de ferro foram arrendadas à *Great Western of Brazil Rw. Co. Ltd.*, que perdeu a garantia governamental de dividendos e se obrigou a pagar uma quantia a título de *leasing*. Com isso, a ferrovia aumentou seu tamanho consideravelmente, absorvendo as seguintes ferrovias: Recife e São Francisco; Natal e Nova Cruz; Conde D'Eu; Sul de Pernambuco, de propriedade da União; Central de Alagoas; e a Paulo Afonso, também pública. Após essa fusão, a companhia dedicou-se a estabelecer ligação entre as estradas, unificar as bitolas, construir ramais e extensões.

Para o Brasil, as ferrovias modernizaram sua infraestrutura, reduzindo os custos com transporte e ampliaram a fronteira agrícola, em alguns lugares. Os padrões de comércio e financiamento foram também profundamente afetados: aumentou-se o contato entre grandes cidades e portos e intensificou-se a circulação de capital, renovando as oportunidades de lucro na economia. Outra característica do período é que as estradas de ferro foram basicamente transportadoras de matéria-prima para os portos. Os portos do litoral cumpriam o papel de pontos de convergência dos excedentes carregados do interior. Além disso, verifica-se o papel dos engenheiros nacionais que fizeram em geral os estudos preliminares, controlaram o orçamento, e analisaram as próprias condições técnicas das obras.

Até 1900, o capital financeiro inglês esteve hegemônico no Brasil, sendo um elo de ligação entre o mercado financeiro londrino e as empresas inglesas instaladas

⁸⁵ Atualmente há divergências com relação a essa conclusão (FENDT Jr, 1977).

aqui. Era muito comum encontrar indivíduos participando da direção de bancos e de ferrovias, ao mesmo tempo. Os bancos estrangeiros possuíam importância estratégica, estando conectados com atividades comerciais e de financiamento de empresas estrangeiras instaladas no Brasil. Esse contexto encerra a primeira grande onda de construção ferroviária.

Iniciou-se aqui a segunda grande onda ferroviária brasileira. A partir de 1903, ocorreu uma mudança de perfil, com a maior complexidade produtiva da economia brasileira, resultado da contenção do próprio setor cafeeiro e da maior competição entre os países exportadores de capital, o que determinou, nessa fase, o crescimento e a diversificação dos investimentos estrangeiros⁸⁶. Esse período entre 1903 e 1913 pode ser dividido em dois menores: entre os anos de 1903 e 1905, intervalo marcado pela retomada do nível de atividade econômica; e entre 1906 e 1913, quando se observou aceleração do crescimento, com mudança no perfil nacional.

Até 1905, a economia brasileira estava absorvendo as medidas de estabilização financeira de Joaquim Murinho, introduzidas no governo Campos Sales (1898-1902). Além disso, a partir do governo Rodrigues Alves (1902-1906), priorizou-se a integração das ferrovias em uma rede nacional⁸⁷, sendo demandados novos investimentos para conectar as ferrovias já existentes. Para viabilizar essa mudança institucional, criou-se, em 1909, a Repartição Federal de Fiscalização de Estradas de Ferro, transformada dois anos depois em Inspetoria Federal de Estradas, englobando também questões rodoviárias (LIMA NETO *et al.*, 2001).

No ano de 1906, assumiu o novo presidente Afonso Pena, com uma política fiscal voltada para a expansão de infraestrutura. O Convênio de Taubaté alcançou seus objetivos de proteger o preço do café e ainda foi além: a manutenção dos preços mínimos e a formação de estoques mundiais para controlaram a expansão do plantio. Isso acelerou a decadência das zonas mais antigas, inibiu a formação de novas zonas, o que manteve a rentabilidade e repercutiu em uma melhoria das

⁸⁶ O capital inglês, em comparação com outros países, perdeu participação no Brasil, mas o nível absoluto desses investimentos inclusive aumentou. Houve também redução relativamente ao peso das ferrovias nos investimentos. As empresas norte-americanas, em busca de borracha, intensificaram seus investimentos na região norte, inclusive na construção de ferrovias, como a E.F. Madeira Mamoré.

⁸⁷ O primeiro exemplo foi a ligação entre a região de São Paulo e o Rio Grande do Sul, inaugurada em 1910.

instalações, com o extravasamento do capital para áreas como energia elétrica e outros setores industriais, sendo direcionado via setor financeiro.

Entre 1908 e 1914, deu-se o período de mais rápido crescimento da rede ferroviária, sendo seu período áureo (Villela e Suzigan, 1975). Nesses anos, foram tomados grandes empréstimos externos para aplicação em ferrovias e para a importação de equipamentos e acessórios, o que foi consideravelmente facilitado pela taxa cambial mantida estável com a Caixa de Conversão. Os principais trechos, em termos econômicos, foram a E.F. Taturana-Corumbá (1908-9), a E.F. Goiás (1910), a Construção das vias férreas na Bahia (1911), a Rede de Viação Cearense (1911 e 1912), e parte da E.F. Oeste de Minas Gerais (1913). Nesse período, os capitais francês e norte-americano também foram importantes (Villela e Suzigan, 1975), em conjunto com o capital britânico. As construções ferroviárias eram financiadas por crescentes empréstimos externos, garantidos pelo Tesouro Nacional e pelo mercado de capitais nacional (MUSACCHIO, 2009). Além disso, em 1914, o Estado, tanto em nível federal quanto estadual, possuía 61% das ferrovias, mas operava diretamente apenas 20% da malha (DUNCAN, 1932).

No início do século XX, não era novidade observar grandes estrangeiros atuando no Brasil. Esses gigantes não concorriam entre si, já que a própria norma concedia uma zona de privilégio ao longo da linha. As ferrovias mostravam os rumos do novo modelo: a concentração de capital, a construção de uma rede de apoio e complementaridade⁸⁸. Até 1905, havia apenas dois grandes sistemas ferroviários no Brasil: a *Leopoldina Railway*, na região central e a *The Great Western of Brazil Railway Co. Ltd.*, no nordeste, ambas citadas anteriormente.

Com o objetivo de desenvolver um terceiro grande sistema, Percival Farquhar criou a *Brazil Railway Co.* em novembro de 1906 e adquiriu, inicialmente, 94% da *São Paulo-Rio Grande Railway*, que controlava a *D. Thereza Cristina e Paraná Railway*, o que somava, aproximadamente, 1250 quilômetros. Em 1910, Percival Farquhar adquiriu 70% da ferrovia belga, *Cie. Auxiliaire de Chemis der Fer du Bresil*. Além de contrair outras diversas ferrovias, obteve 27% da Mogyana e 38% da

⁸⁸ A personificação desse modelo é Percival Farquhar (GAULD, 2006). Semelhante a um *theif baron* (MORRIS, 2006) atuando no Brasil, ele começou sua empreitada em um setor da economia, foi se expandido para outros setores, até que passou a possuir o monopólio de grande parte do sistema de transporte brasileiro. Ao avançar para a região amazônica, ele se comprometeu a construir a Estrada de Ferro Madeira Mamoré, para facilitar o transporte do extremo oeste brasileiro, como contraparte do governo brasileiro ao estado do Acre. Entre seus empreendimentos está a *Brazil Railway Co.* No final de 1913, a rede montada por Farquhar mostrou-se impagável e, no início de 1915, passou para a gestão de outros agentes.

Companhia Paulista de Estradas de Ferro, duas das mais importantes e conhecidas ferrovias do Estado de São Paulo. Ademais, a *Brazil Railway* incorporou malhas de países vizinhos, como Uruguai, Paraguai, Argentina e Bolívia. Para alimentar essa extensa malha, foram criadas empresas geradoras de tráfego, como a *Brazil Development and Colonization* e a *Southern Brazil Lumber and Colonization Co.*

Em síntese, a economia brasileira se diversificou e se tornou complexa a tal ponto que ocorreu diminuição relativa dos investimentos no setor ferroviário, ao mesmo tempo em que houve considerável aumento em termos brutos. Isso trouxe novo auge ferroviário com seis principais características diferentes do período anterior, assemelhando-se mais com o que ocorria nos EUA na mesma época. A primeira característica é que houve consolidação de verdadeiros sistemas ferroviários sob o comando de grandes empresas estrangeiras: *Leopoldina Railway*⁸⁹, na região central; a *The Great Western of Brazil Railway Co. Ltd.*, no nordeste; e *Brazil Railway Co.*, na região sul. Como segunda característica, pode-se mencionar que as ferrovias eram administradas por administradores profissionais e não mais pelos organizadores e financiadores. Já sobre a terceira, houve a incorporação de novas tecnologias, como controle automático de trens, novos tipos de locomotivas. Como quarta característica, aponta-se que os britânicos ainda mantinham forte presença no setor, mas Farquhar, americano, também começa a aparecer, com a *Brazil Railway Co.* e a *Madeira Mármore Railway*. A quinta particularidade é que as ferrovias possuíam obrigações muito superiores ao seu investimento inicial, sendo que a maior parte das debêntures era levantada na *city* londrina, independentemente da identidade da companhia. Por fim, como sexta característica, houve a integração da malha por meio da construção de ramais e ferrovias menores, em zonas periféricas.

Assim, a crise de comércio exterior em 1912-1913, seguida da I Guerra Mundial, impediu a continuidade desse desenvolvimento nos anos seguintes (VILLELA; SUZIGAN, 1975). Uma das grandes conquistas no período de 6 décadas, a partir de 1850, foi a construção de aproximadamente 24.000 quilômetros de ferrovias, o que foi um dos grandes pivôs do desenvolvimento nacional. Os intensos investimentos em ferrovias foram essenciais para a redução drástica dos custos, em razão do ganho de eficiência com a distância percorrida.

⁸⁹ Para se aprofundar na origem dessa ferrovia, examinar SIQUEIRA, 1938.

4 AS CONSEQUÊNCIAS DA MATRIZ INSTITUCIONAL

O presente capítulo visa relacionar os conceitos apresentados no capítulo 1 com a realidade descrita no capítulo 2, trazendo lições para o atual momento brasileiro. Para isso, ele se divide em três partes. A primeira analisa as políticas que foram se desenvolvendo entre os anos de 1852 a 1914; a segunda, suas externalidades para a sociedade, a montante e a jusante. A terceira parte do capítulo propõe uma análise da correlação entre a quantidade de quilômetros ferroviários construídos e quantidade de renda da econômica nacional negociada na bolsa de valores e pretende trazer para a atualidade os impactos das escolhas realizadas no passado.

Antes de aprofundar detidamente os elementos deste estudo, é interessante expor algumas teorias e rever a discussão sobre os motivos pelos quais o Brasil não ascendeu economicamente, como outros países, durante o século XIX e o início do século XX. Essa discussão é relevante para este trabalho por reformular entendimentos anteriores que responsabilizam causas exógenas pela modelagem adotada, ao expor que foram decisões econômicas (instituições econômicas) oriundas de opções políticas (instituições políticas) que impactaram na estrutura produtiva e malha ferroviária nacionais.

Academicamente, no Brasil, para explicar o período analisado, sedimentou-se a teoria da deterioração dos termos de troca, DTT, cunhada por Celso Furtado (1959), com base nos trabalhos de Raul Prebisch (1949). De modo sintético, essa teoria argumenta que a desigualdade nas relações entre os países industrializados e os países exportadores de matéria-prima não permitia que os países não industrializados acumulassem capital para se industrializar. Afirma, assim, que a causa do não desenvolvimento da indústria brasileira seria a desvalorização dos termos de troca entre os produtos primários exportados pelo Brasil e os produtos industrializados exportados por outras nações. Com essa deterioração, não havia capital para realizar investimentos, de modo que, se o Brasil se mantivesse com esse perfil, seriam constantes os desequilíbrios futuros.

Em contrapartida, Haber e Klein (1997) argumentam que o desenvolvimento da economia brasileira no período teria ocorrido se houvesse a integração do mercado doméstico, advindo de investimentos em infraestrutura. A razão disso foi primordialmente interna: a inanição do mercado financeiro e de capitais. Esses

mercados são essenciais para o financiamento das indústrias e transportes, por facilitarem o desenvolvimento da integração do mercado interno. Portanto, essa inanição teria agravado, no futuro, a renda nacional.

Rechaça-se o argumento de ausência de divisas, tendo em vista que o governo brasileiro possuía a capacidade de arcar com seus débitos, diferentemente de outros países insolventes da América Latina. A aptidão de garantir a estabilidade monetária é a base para o desenvolvimento de um mercado financeiro privado forte (SYLLA, 2002), tanto que a capacidade de pagamento do governo inglês foi a principal razão do desenvolvimento do mercado financeiro daquele país, nos séculos XVII e XVIII (NORTH; WEINGAST, 1989). Em razão desses atributos, Summerhill (1997) questiona como o Brasil, um país que possui a habilidade de desenvolver o mercado de sua dívida interna e externamente, não foi capaz de expandir um mercado financeiro privado.

O argumento central do trabalho, como demonstrado ao longo de todo o texto, é que as ferrovias se desenvolveram no limite imposto pelas instituições políticas, limite este materializado nos mercados financeiro e de capitais. Pode-se citar, como exemplo, o fato de as empresas deverem submeter seus estatutos ao governo, que eram completamente limitados pelo Estado, para garantir outros interesses imediatos. Os políticos do período não agiam conforme os critérios de eficiência de mercado, mas, conforme exposto no capítulo 1, em razão de fatores eleitorais (SUMMERHILL, 2003).

4.1 A INSTRUMENTALIZAÇÃO DAS INSTITUIÇÕES ECONÔMICAS

Para analisar as consequências de políticas governamentais sobre a modelagem ferroviária, utiliza-se, como parâmetro, o estudo de Eichengreen (1995) ao argumentar que os países em desenvolvimentos deveriam considerar o financiamento privado em investimentos de infraestrutura, advindo de economias internas, como ocorreu em diversos países no século XIX, especialmente Estados Unidos e Canadá. O estudo de Eichengreen considera também importante os auxílios estatais para o sucesso das empreitadas⁹⁰, afirmando, contudo, que garantir a efetividade da administração pública é essencial e que os formuladores de

⁹⁰ Eichengreen afirma, inclusive, que nenhuma linha ferroviária do Canadá seria construída sem garantias governamentais (GLAZEBROOK, 1964).

políticas públicas devem encorajar a formação de instituições capazes de superar o problema de assimetria informacional, para minimizar a função de prover subsídios a investimentos.

Nesse ambiente de investimentos ferroviários, há quatro fatores principais que justificam a assimetria informacional entre os investidores e os tomadores de crédito: a novidade da tecnologia, o relativo longo tempo para haver algum retorno ao investimento, a incerteza da demanda do local e a ausência de reputação dos agentes. A assimetria de informação é a razão que interfere na ocorrência de investimentos privados em ferrovias no século XIX, advinda dos riscos e custos de insolvência⁹¹: os riscos de a empresa falir e não pagar seus débitos. Assim sendo, os proprietários de debêntures se recusam a emprestar mais do que o valor de liquidação da firma, havendo, assim, racionamento de crédito (EICHENGREEN, 1995). Esse racionamento creditício pode se agravar à proporção da assimetria informacional; quanto maior for a falha, mais capital deve ser investido pelo sócio do investimento, até que se consiga obter empréstimos externos. De acordo com Meza e Webb (1987), esse nível de investimento será abaixo do esperado, e uma das soluções para buscar o nível ideal é o governo prover subsídios dos títulos ou dividendos mínimos das ações, o que atrai capital estrangeiro.

A interferência governamental permuta o problema de assimetria de informação por outros. Historicamente, a participação do estado gerou diversos elefantes brancos⁹², minando a confiança na eficiência desse tipo de programa. Os novos problemas ocorreram porque a participação estatal desestimulou os investidores a monitorarem o desempenho dos agentes, incentivando-os a aportarem recursos em atividades não produtivas que beneficiassem os agentes empreendedores (JENSEN; MECKLING, 1976) e não a companhia. No limite, a imprudência dos gestores poderia levar a companhia à falência, o que Akerlof e Romer (1993) chamam de *looting*, ou pilhagem. Quando o Estado incentivava essas atitudes imprudentes, eram os contribuintes que assumiam o maior risco. A situação se agrava quando (i) esses benefícios são garantidos de modo incondicional,(ii)

⁹¹ Os retornos para proprietários de ações e debêntures são distribuídos de modo assimétrico. Quando se investe em ações, o investidor não pode perder mais do que investiu, mas pode ganhar muito mais, caso a empresa seja bem sucedida, de modo que suas perdas são limitadas. No caso de proprietários de debêntures, o investidor não ganha mais do que o combinado no título, sendo que pode ganhar menos ainda em caso de falência, sendo seus ganhos, portanto, limitados.

⁹² Nas estradas de ferro do século XIX e início do século XX, os traçados excessivamente alongados e tecnicamente imperfeitos eram frequentes, prejudicando a eficiência do transporte (VILLELA; SUZIGAN, 1975).

quando a vigilância do Estado é frouxa, ou (iii) quando os agentes tomadores não se preocupam em garantir sua reputação. Havia também a questão dos buscadores de renda (*rent-seeking*) que se beneficiavam dos subsídios e das garantias dadas pelo governo (LEWIS; MACKINNON, 1987), intensificando ainda mais os riscos.

No extremo, isso encorajou a construção de ferrovias onde não haveria tráfego suficiente que viabilizasse esse transporte. De modo geral, essas garantias deram aos emissores de títulos incentivos para negociarem determinadas operações com os construtores, que, por sua vez, redirecionavam parte dos recursos para os emissores. Tais práticas eram de difícil percepção, já que custos, em razão de idiosincrasias nos projetos, eram identificados com dificuldade. Além disso, o grande fluxo de caixa advindo da construção facilitava o repasse para os corretores (EICHENGREEN, 1995). Apesar de essa situação ter sido relatada Eichengreen nos mercados norte-americanos, contexto semelhante ocorreu no Brasil, como no período do encilhamento.

Esse tipo de fraude corrobora com o modelo de Akerlof-Romer: as garantias governamentais mitigam o controle realizado pelo racionamento de crédito e não realizam o controle e fiscalização necessários. Currie (1957) afirma que, como o governo garante os títulos de metade dos custos de uma rodovia, os emissores de títulos são tentados a inflar tais custos para obrigar o Estado a assumir mais responsabilidade por uma parcela e, ao mesmo tempo, para reduzir o valor real dos bens dados em garantia para o Estado.

Somado a isso, há os custos relacionados à dívida internacional, o que interfere ainda mais na viabilidade de financiamento externo. Intervenção governamental, capital estrangeiro e dificuldade de financiamento correlacionam-se às imperfeições do mercado financeiro local (EICHENGREEN, 1995). Regiões afastadas dos centros financeiros, como Estados Unidos no século XIX ou América Latina, eram exemplos de mercados financeiros com grandes imperfeições e, por conta disso, eram ambientes ideais para aventureiros convencer pessoas e depois partirem, levando o dinheiro da população. Para mitigar esses riscos, os investidores utilizavam-se de uma rede formada por outros investidores locais⁹³. O financiamento

⁹³ A maioria das ferrovias de *New England* foram subscritas por agentes locais, como fazendeiros, marcadores, banqueiros e pequenos industriais.

ferroviário tanto em *New England* quanto em algumas regiões de São Paulo⁹⁴, no início, era baseado em famílias, amigos e contatos, já que a garantia do cumprimento do contrato era difícil de garantir e as informações difíceis de serem verificadas.

As ferrovias, em todo o mundo, foram os investimentos em infraestrutura que mais demandaram capital no século XIX. Elas forçaram a unificação dos mercados nacionais, conectando produtores domésticos à economia internacional em expansão, permitindo a utilização de técnicas de produção em massa e incubando as práticas de governança modernas. Dependendo da quantidade de capital demandado, fazia-se necessário o financiamento internacional⁹⁵ e, além disso, mercados subdesenvolvidos poderiam impedir a mobilização de capital local. Ressalta-se que, mesmo com o financiamento externo, o capital local ainda era necessário para legitimar a iniciativa local perante os investidores estrangeiros, devido à rede de cooperação das organizações.

A teoria clássica de eficiência e externalidades positivas justifica os subsídios: um projeto que implique retorno social maior do que retorno privado. A literatura histórica confirma que as ferrovias eram exemplo de projeto que gerava esse tipo de retorno (FOGEL, 1960), mas não esclarece se os empresários não conseguiam capturar esses retornos. Em muitos casos, o projeto de infraestrutura era beneficiado com a aquisição de terras próximas que se valorizavam com o empreendimento. Além disso, moinhos e empresas que se beneficiavam da Estrada de Ferro também eram de propriedade dos sócios das ferrovias. Outro argumento para a intervenção governamental era a existência de assimetria de informações no mercado de capitais. Mesmo que investidores pudessem capturar os ganhos sociais, as informações incompletas que levavam ao racionamento do crédito evitavam que a fruição do retorno ocorresse plenamente.

Assim, dependendo das instituições políticas e econômicas de cada local, a intervenção estatal se dá de modo mais ou menos intenso. Ainda hoje há efeitos das

⁹⁴ A Companhia Paulista foi financiada por investidores rurais, que iam de porta a porta, usando sua reputação como garantia (GORGA, 2013).

⁹⁵ Mesmo nos Estados Unidos, a demanda de capital era maior do que a localidade conseguia prover, então era necessário buscar capital estrangeiro.

principais formas de intervenção⁹⁶ definidas no período, que são as garantias financeiras governamentais e a concessão de terras.

4.1.1 Garantias Financeiras

O financiamento das ferrovias pode advir do sistema bancário, do mercado de capitais com a emissão de debêntures ou de ações, ou diretamente do Estado. Cada modalidade de investimento possui seus riscos e benefícios próprios. No século XIX e início do século XX, o mercado bancário, de um modo geral, não estava suficientemente estruturado para prover o capital necessário para as ferrovias, então o mercado de capitais assumiu grande importância na internacionalização dos investimentos em estradas de ferro. O mercado de títulos e ações ferroviárias foi negociado em praças estrangeiras antes de outros negócios, como comércio e indústria. Empresas comerciais tradicionalmente possuem excesso de bens intangíveis, ao passo que indústrias lidam com tecnologias nem sempre conhecidas no período; situações que agravam o risco desses empreendimentos. Assim, as ferrovias foram uma das primeiras companhias a ter acesso ao mercado internacional em nível relevante (CASTRO; STEPHAN, 1979; BASKIN, 1988).

A forma de mitigar as assimetrias informacionais foi distinta, de acordo com as instituições econômicas moldadas pelas instituições políticas de cada país⁹⁷. As garantias governamentais eram o meio mais comum de financiar obras de infraestrutura no século XIX⁹⁸, sendo essenciais para atrair investidores estrangeiros. Sem essas garantias, esses projetos poderiam ser considerados impossíveis de serem feitos. A participação do governo pode vir de 3 formas diferentes: garantia de pagamento de debêntures, subsídios e *all-in-kind* - financiado por títulos direcionados para isso ou por *earmarked revenues* (EICHENGREEN, 1995).

⁹⁶ Optou-se por omitir o monopólio da exploração da atividade por tempo determinado, por haver discussões que extrapolariam o presente estudo. Para aprofundar no estudo, sugere-se Gómez-Benze (2006), e Charlton; Gibb; Shaw (1997).

⁹⁷ Acemoglu (2012) descreve a diferença entre o mercado de financeiro mexicano e norte-americano, mostrando a influência das instituições políticas sobre as econômicas.

⁹⁸ Glazebrook (1964) garante que nenhuma linha ferroviária do Canadá seria construída sem garantias governamentais. Nos Estados Unidos, por sua vez, antes de 1840, quase todos os projetos de infraestrutura Leste-Oeste, como canais e ferrovias, eram financiados por títulos públicos.

A título de comparação, o mercado estadunidense se desenvolveu com o mercado de debêntures. Para mitigar a assimetria informacional entre os investidores ingleses e os americanos, os agentes ingleses confiavam em agentes locais e também se utilizavam de publicações especializadas que tratavam do assunto. Quanto mais próximos, em termos de acesso a informações, maior a probabilidade de adquirir ações, que mesmo assim eram poucas, se comparadas à quantidade de debêntures. Ao longo do tempo, com melhor acesso a informações e com a maturação do mercado, a necessidade de intervenção do Estado foi sendo minimizada (EICHENGREEN, 1995).

O processo de amadurecimento das instituições econômicas brasileiras teve um período de maturação distinto do processo das instituições econômicas norte-americanas. Em razão da menor liberdade organizacional, para viabilizar as companhias, o Estado teve que garantir os dividendos mínimos. Além disso, os investidores nacionais que se dispuseram a aceitar os termos propostos possuíam íntimos laços com a administração pública, atuando inclusive como membros do parlamento. Com a estrutura institucional formada, essa relação com Estado era necessária, já que possibilitava o acesso à ajuda governamental, em caso de necessidade, e a defesa dos interesses das ferrovias em debates políticos, devido à definição inexata de direitos de propriedade. Cita-se como exemplo de pessoas que se portaram da forma anteriormente descrita, Irineu Evangelista de Sousa, o Barão de Mauá; Francisco de Paula Mark; os irmãos Prado, Antônio da Silva Prado e Martinho Prado Junior (SUMMERHILL, 2003).

As formas de financiamento de ferrovias brasileiras eram diversas. A E.F. Dom Pedro II teve investidores urbanos, com mais de 90% das ações, mas depois foi adquirida pelo Império. A Companhia Paulista e a E.F. Mogyana começaram com capital local, derivado de cafeicultores. Mesmo assim, no período inicial das ferrovias, a poupança brasileira era inadequada⁹⁹, por duas razões: (i) somente os brasileiros ricos poderiam acumular patrimônio e investir, sendo, para esses agentes, terras e escravos investimentos mais atrativos; e (ii) a ineficiência do mercado de capitais brasileiro inviabilizava a organização de qualquer investimento de maior volume (SUMMERHILL, 2003).

⁹⁹ Apesar disso, as economias brasileiras mostraram-se, no final do século XIX e início do século XX, importante fonte de recursos para os investimentos ferroviários.

Assim, era necessário atrair capital estrangeiro. Com os dividendos mínimos garantidos, os ingleses optaram por assumir diretamente a propriedade de diversas ferrovias, como Recife-São Francisco e São Paulo Railway (SUMMERHILL, 2003). O típico investimento inglês começava com a aquisição de uma ferrovia não construída ou em construção por brasileiros¹⁰⁰. Quando era dada garantia de dividendos mínimos pelo governo brasileiro, lançava-se o capital na bolsa inglesa. Essas ofertas iniciais de ações eram importantes para o mercado inglês, devido à capacidade de exercer o voto sobre o futuro da ferrovia, mesmo distante das atividades rotineiras.

Para mitigar os custos informacionais, os acionistas londrinos se mantinham conectados com seus gestores, que também eram ingleses, na medida do possível. Dois tipos de diretores assumiam as ferrovias inglesas no Brasil. O primeiro eram os diretores jovens, sem experiência em ferrovias, mas com vivência em administração de outras empresas. O segundo tipo eram capitalistas experientes com diversas funções em várias ferrovias ao redor do mundo, tendo também profundas conexões políticas com o parlamento inglês, ou mesmo tendo exercido algum mandato. Ambos possuíam parte das ações das empresas que geriam, para garantir a coincidência de interesses, conforme descrito posteriormente pela teoria do principal/agente.

Na história brasileira, diferentemente da história inglesa ou norte-americana, o mercado de capitais nacional começa a participar ativamente com a revogação da lei dos entraves, em 1882. Até a ocorrência do encilhamento, o paradigma existente era o fornecimento de garantias cada vez maiores, o que correspondia a maiores gastos para a sociedade. O momento de inflexão final ocorre em 1901, com a caducidade de diversas ferrovias deficitárias¹⁰¹. Após esse processo, com o crescimento do mercado de capitais pátrio, verificou-se a mitigação de gestões ineficientes, possibilitando a maior expansão ferroviária da história brasileira.

Ao arbitrar a concessão e definir os subsídios, a autoridade pública sempre se manteve no controle dos projetos ferroviários. Porém, o Estado começou a assumir ainda mais influência sobre as ferrovias, com a propriedade direta e a gestão sobre os ativos. Essa postura iniciou-se, entre a década de 1870 e 1880, com a assunção da ferrovia Dom Pedro II, que foi renomeada como Estrada de Ferro Central do

¹⁰⁰ Esse é um exemplo nacional de como o capital interno é importante para nortear os investimentos estrangeiros.

¹⁰¹ Algumas foram construídas com um traçado excessivamente curvilíneo, outras foram produzidas em locais que a demanda não viabilizava sua existência, e outras se enquadravam em ambos os casos.

Brasil. Há duas razões para esse comportamento: (i) os gestores das ferrovias inglesas se recusavam a estender as linhas já construídas por não terem a garantia de dividendos sobre esses investimentos adicionais; e (ii) em regiões como o nordeste, afligidas pela seca, o Estado não teve disposição para esperar pelo interesse de investidores. Assim, no final do império, o governo possuía 34% das ferrovias brasileiras (SUMMERHILL, 2003).

Verifica-se que o período de vigência da lei dos entraves, editada em 1860, foi o momento em que o Estado mais teve de intervir na estruturação financeira da malha ferroviária. Pode-se inferir que a necessidade de participação do Estado estava relacionada ao cerceamento do mercado de capitais e financeiro brasileiros. Tal fato assume feições ainda mais claras ao se analisar a situação, já que não era possível incentivar os investidores a investir na expansão da malha ferroviária. Na hipótese, verifica-se que a opção do Estado em investir assumia feições do que hoje se denomina política pública.

Como explicado no capítulo 2, a República comprou diversas ferrovias deficitárias, em razão do custo de se manter a política de garantias¹⁰², aumentando assim a quantidade de ferrovias sob a propriedade pública. Mesmo assim, de acordo com Fendt Jr. (1977), a troca da garantia por dividendos pelos empréstimos aumentaram os custos para o erário, em razão da forma como tais empréstimos foram concedidos. Posteriormente, diversas dessas ferrovias foram alugadas para investidores privados e então a política de debêntures, garantida pelo Tesouro Nacional, começou a ser amplamente utilizada, ao invés dos dividendos garantidos.

4.1.2 Outras Garantias Governamentais

Além de conceder garantias financeiras dadas de modo direito, como subvenções de debêntures ou concessão de dividendos mínimos, o governo pode atuar de modo distinto, como a isenção tributária para a importação de determinados bens, a exclusividade de exploração de determinada área e a concessão de terras. A isenção tributária será tratada na parte de externalidades, em razão do impacto que tal medida teve sobre o mercado nacional. Cabe apenas adiantar que esse

¹⁰² Os custos com a garantia de dividendos equivalia a 25% da receita do Estado no período (FENDT Jr, 1977).

instrumento foi amplamente utilizado no Brasil ao longo do período analisado. Já os outros serão explicados abaixo.

A concessão de terras em garantia foi uma prática nos Estados Unidos e era interessante por diversas razões. Primeiro, as terras eram propriedade governamental, sendo transferidas de modo simplificado e célere. Segundo, isso tendia a gerar menos confrontos políticos do que subsídios financeiros, que criavam distorções econômicas. Argumenta-se que ceder essas terras permitia que as ferrovias recuperassem parte das externalidades que gerassem. Terceiro, se comparados com outros títulos, aqueles lastreados por terras tinham o menor custo de insolvência, já que seria possível vender as terras, se o projeto falhasse. Os empréstimos eram garantidos, mitigando o custo moral e a seleção adversa. Adler (1970) percebe a importância disso, ao verificar que as ferrovias que possuíam essa garantia eram capazes de emitir debêntures tradicionais.

Em princípio, as terras concedidas eram consideradas como parte das garantias dadas pela companhia, porém, as ferrovias que apresentavam dificuldades recebiam subsídios adicionais. Se comparado com outras modalidades, esse tipo de garantia facilitava o monitoramento porque os investidores conseguiam acompanhar o que era feito com essas propriedades.

Fishlow (1965) estima que os benefícios com terras equivaleriam no máximo a 5% do total de investimentos entre 1850 e 1880 nos Estados Unidos, e Mercer (1969; 1972) conclui que muitas das terras dadas em garantia eram desperdiçadas na construção das próprias ferrovias, se considerar a taxa de retorno privada e as outras alternativas para o capital investido. Em outras palavras, as ferrovias americanas ainda preferiam obter empréstimos na taxa de mercado em vigor.

No Brasil, de acordo com Summerhill (2003), essa prática era menos utilizada, tendo em vista que isso exigia definição clara de direitos de propriedade sobre as terras, os quais, por razões políticas e práticas, eram estabelecidos com dificuldade¹⁰³. A discussão e a análise sobre a definição de direitos de propriedade em matéria fundiária é complexa, controversa e extrapola o presente trabalho¹⁰⁴.

¹⁰³ Este é um exemplo de alocação de direitos de propriedade que gerou ineficiências (NORTH, 1981).

¹⁰⁴ A questão fundiária e a definição dos direitos de propriedade sobre a terra no Brasil é algo extenso e controverso. Aprofundar a análise de tal aspecto pode desvirtuar este estudo. Dessa forma, ao leitor, a título de curiosidade histórica, para ilustrar a complexidade da questão entre as ferrovias e a definição de direitos de propriedade fundiária, sugere-se pesquisar sobre a revolta do contestado (FAUSTO, 1994).

Assim, utilizou-se no Brasil a isenção de importação de materiais necessários para a construção e operação. Esse incentivo influenciou diretamente as externalidades que poderiam advir da construção e operação da malha ferroviária, matéria melhor desenvolvida no próximo tópico.

4.2 AS EXTERNALIDADES DECORRENTES DA INSTALAÇÃO DAS FERROVIAS

Mesmo com a influência de decisões políticas, como demonstrado em itens anteriores, as ferrovias foram positivas para a sociedade brasileira. No tratamento das externalidades, verificam-se três elementos que podem ser considerados: (i) o impulso ao desenvolvimento de base industrial para a construção das ferrovias, (ii) o direcionamento da economia nacional com a entrada das ferrovias e (iii) a redução de custos da sociedade. Assim, dividiu-se as externalidades em duas formas, para mostrar como as ferrovias aumentaram a renda nacional: a demanda de bens e serviços para a construção e operação das ferrovias (*backward linkage*) e as economias sociais com a redução de custos com transporte ou *social saving* (*foward linkage*).

O *backward linkage* impacta a montante. É toda a cadeia de produção que viabiliza a existência das ferrovias, como o fornecimento de trilhos, siderúrgicas; de combustível, minas; de capital, bancos ou mercado de capitais. Todo conjunto de empresas fornecedoras, por sua vez, viabiliza outras estruturas econômicas. Aqui é onde se inclui o direcionamento da economia nacional com a entrada das ferrovias e a redução de custos da sociedade.

O *foward linkage* impacta a jusante. O transporte ferroviário conecta uma cadeia produtiva: não se locomove um trem por locomover. Utiliza-se do transporte ferroviário para transportar algo ou alguém de um ponto a outro, de modo que o serviço ferroviário inexistiria sem produto ou pessoas para serem transportadas. A eficiência do transporte ferroviário, tanto na redução de custos quanto de tempo, em comparação com seus possíveis concorrentes, mostra os ganhos decorrentes desse modo de transporte. Aqui é onde se inclui o direcionamento da economia nacional com a entrada das ferrovias e a criação de mercados relacionados.

4.2.1 Backward Linkage

Entre os elementos do Backward Linkage, três principais mercados podem ser desenvolvidos com as ferrovias: o capital financeiro; os materiais necessários para construção e operação de ferrovias; e trabalhadores capacitados.

O capital financeiro adveio primordialmente de Londres, sendo que na virada do século ocorreu uma maior diversificação das praças que financiavam as operações, como demonstrado ao longo do capítulo 2. A remuneração dos agentes externos assumiu duas formas: por meio de dividendos, no caso de companhias estrangeiras, originados de ações e debêntures, e por meio de juros pagos por títulos da dívida brasileira, no caso de ferrovias estatizadas. Inicialmente, pode-se pensar que os acionistas dessas empresas eram primordialmente estrangeiros, mas a reorganização da *Leopoldina Railway*, nos anos de 1890, mostrou que parte dos acionistas eram brasileiros, e isso também se mostrou verdadeiro em outras ferrovias estrangeiras (SUMMERHILL, 2003).

Os materiais necessários para construção e operação das ferrovias foram essencialmente importados e com isenção tributária. Com o tempo, alguns insumos mais periféricos começaram a ser produzidos no Brasil, como material rodante remodelado, embora os insumos mais relevantes continuassem sendo importados (CASTRO; STEPHAN, 1979). Entre os materiais necessários para operar as ferrovias, ressalta-se o carvão. Apesar da concessão de áreas adjacentes, o carvão utilizado era de natureza mineral e importado, porquanto as minas da região sul do Brasil não produziam carvão compatível com as locomotivas do período (SUMMERHILL, 2003). Não é possível inferir com precisão o impacto dos trabalhadores capacitados, pois não há dados suficientes sobre seus salários e consumo. Além disso, a informação é contraditória na doutrina, pois há autores que afirmam que eles são primordialmente estrangeiros (SUMMERHILL, 2003), ao passo que outros autores ressaltam o papel dos trabalhadores nacionais (CASTRO; STEPHAN, 1979).

Considerando os materiais, a renda e os dividendos, de acordo com a análise da Summerhill (2003), estima-se que 70.4% da receita das ferrovias retornavam ao exterior, em 1913. Para que houvesse um estancamento do vazamento desses ganhos, eram necessárias duas medidas que não foram tomadas: o

controle de comércio¹⁰⁵, com a restrição à importação de insumos ferroviários e subsídios para produção¹⁰⁶ de ferro e aço, e modelagem institucional que permitisse o desenvolvimento do mercado de capitais (SUMMERHILL, 2003).

Diferentemente do Brasil, o impulso ao desenvolvimento da base industrial foi essencial em países como a Alemanha e os Estados Unidos, onde a operação ferroviária começou com a importação de elementos ingleses, mas, após determinado tempo, passaram a desenvolver sua indústria local. Nesses países, a própria indústria pesada e o modelo de financiamento geravam capital e incentivos suficientes para a expansão da malha. No Brasil, em razão da rigidez das instituições, que visavam proteger a concentração de capital na produção cafeeira, não havia extravasamento de capital no século XIX para investir em nenhuma siderúrgica ao redor das ferrovias. Além disso, todos os insumos eram importados por com isenção tributária, o que, decorrente dos ganhos de eficiência dos produtores ingleses, tornava inviável a produção desses produtos no Brasil.

Caso as instituições assumissem outra postura, seria possível maior desenvolvimento do mercado de capitais, o que geraria um crescimento industrial, com o desenvolvimento de minas, de siderúrgicas, em um período anterior. A modelagem institucional vigente até a reforma de 1882 inibia o desenvolvimento de organizações financeiras ou industriais que demandassem capital para exercício de suas atividades. Assim, verifica-se uma opção do legislador pátrio por uma intensa ordem e estabilidade, em detrimento do progresso nacional. Essa decisão tinha o objetivo de proteger determinados interesses, mas possivelmente as consequências, os impactos e os custos não eram mensuráveis para os agentes decisores.

É essencial ressaltar que não foram as ferrovias que viabilizaram primordialmente a existência de indústrias pesadas, pois as indústrias pesadas é que possibilitaram o grande ganho no *backward linkage*. A ausência de indústrias no período anterior às ferrovias impediu a entrada antecipada do Brasil na revolução industrial porque, com o surgimento das ferrovias em outros países, tais setores foram extremamente impulsionados. Verifica-se aqui mais um exemplo de *path dependence*: instituições informais e formais que não são diretamente ligadas entre

¹⁰⁵ Essas medidas coadunam com o argumento da proteção à indústria nascente (LIS; COLWELL, 1856).

¹⁰⁶ É importante ressaltar, contudo, que o período analisado era outro, de modo que as análises aqui expressas não coadunam com o conceito de campeões nacionais adotado pelo Brasil depois dos anos 2000. Para maiores informações sobre os campeões nacionais, sugere-se CARVALHO; CASTRO, 2012.

si, mas se conectam no presente e impactam diretamente o futuro. Foram essas opções institucionais que comprometeram a capacidade do Brasil de desenvolver indústrias pesadas (SUMMERHILL, 2003). Considerando o espectro temporal analisado, é possível considerar o desperdício de oportunidades em dois claros momentos: a edição do decreto de 1849 e a edição da lei dos entraves, em 1860.

Como desenvolvido no capítulo 1, a ausência de sistemas políticos mostrou-se pior do que a existência de um sistema extrativista (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012). Até o ano de 1840, a instabilidade institucional política brasileira inviabilizara qualquer espécie de desenvolvimento do mercado de capitais, bem como o desenvolvimento de setores industriais (SUMMERHILL, 2003). Com a estabilização política, o desenvolvimento de um mercado de capitais tornou-se impraticável por uma decisão política. O Estado, influenciado por uma ideologia que temia pulverização dos elementos necessários para a produção, criou arcabouço normativo rígido, com a competência do Conselho de Estado para interferir nos estatutos sociais e com a negativa da existência das sociedades de comandita por ações. Posteriormente, verifica-se uma continuação desse raciocínio, agravando ainda mais o caminho com a edição da Lei dos entraves.

O mercado de capitais, financeiro e de infraestrutura exigem definições de direitos claros e a existência de um Estado capaz de garantir o cumprimento de contratos. No caso do setor industrial, demanda-se, adicionalmente, a existência de um mercado consumidor, o qual era diminuto à época do sistema escravocrata. Mesmo assim, considerando a ausência desses ganhos, quando comparado com os ganhos posteriores, essas perdas de oportunidade de crescimento ainda podem ser consideradas pequenas (SUMMERHILL, 2003), ao comparar com os ganhos sociais.

4.2.2 Foward Linkage

O ganho advindo do *foward linkage* foi maior do que o originado do *backward linkage*. Os benefícios podem ser considerados tanto para as cargas quanto para as pessoas. Consideraram-se duas perspectivas na definição das externalidades das ferrovias: (i) as novas indústrias que se desenvolveram e (ii) a remodelagem econômica, em uma reação cíclica. O transporte barato por meio das ferrovias estimulou a criação de novas fábricas, decorrente do capital excedente.

Esses ganhos econômicos ultrapassam os valores advindos exclusivamente da economia de escala do transporte de produtos manufaturados (SUMMERHILL, 2003). Esse capital excedente pode ser mensurado pela diferença entre o custo de mandar uma carga de trem e o custo de fazer o mesmo trajeto por outro meio de transporte. Tais recursos economizados geram mais renda, que podem ser alocados em outra atividade. Foi o ganho advindo do aumento da eficiência do transporte que possibilitou a expansão de atividades em áreas mais distantes, como o interior paulista.

Um transporte barato economiza recursos por melhorar a integração entre trabalhador e mercado de trabalho e por promover a especialização regional. As áreas afetadas ganham com a especialização e com o comércio. Por exemplo, no caso da agricultura, os fazendeiros podem se especializar em cultivar somente um tipo de produto, já que os outros bens poderão ser comprados de um fornecedor mais distante a um preço acessível. No caso do mercado de trabalho, as ferrovias viabilizam a mobilidade da força de trabalho. Mesmo em ambientes com trabalho escravo, situação que existia no Brasil até 1888, havia benefício, porquanto era possível alugar os escravos disponíveis para colheitas em outras regiões. Além disso, com a abolição, o trem foi um dos meios de transporte mais utilizados pelos imigrantes para se locomoverem pelo território.

Essas utilidades se perpetuam no tempo e no espaço, em razão dos ganhos de escala. As ferrovias também se tornam mais eficientes com o passar do tempo, conseguindo operar maiores capacidades, embora não tenha sido possível tal evolução de modo preciso, em razão da ausência de dados. De acordo com as estimativas realizadas¹⁰⁷, o ganho de eficiência no transporte de cargas com as ferrovias no Brasil foi maior do que nos Estados Unidos, Inglaterra, França, Bélgica, e Holanda, os quais já contavam com um sistema de transporte viável, antes das ferrovias: o sistema aquaviário. Mesmo a Rússia e a Tailândia, países que também não conseguiram desenvolver uma indústria interna, não tiveram tantos ganhos quanto o Brasil, pois o sistema de transporte aquaviário desses países supria parcialmente a ausência de transporte ferroviário.

O transporte ferroviário interferiu também na modelagem da economia nacional. No Brasil, diferentemente de outras economias da América Latina, a

¹⁰⁷ Para maiores detalhes metodológicos, consultar SUMMERHILL, 1997.

expansão ferroviária foi acompanhada pelo declínio da participação das exportações no PIB (SUMMERHILL, 1997). As ferrovias foram projetadas inicialmente para aumentar as exportações, mas elas incentivaram também o mercado interno brasileiro. Os produtos manufaturados conseguiram alcançar o interior do Brasil, intensificando o comércio inter-regional. Assim, os produtores reduziram o risco de escassez de alimentos, o que permitiu assumir maiores risco com a produção.

A ferrovia possibilitou transportar mais, mais barato e mais rápido. Por exemplo, o setor têxtil, essencial no começo do século XX, foi diretamente beneficiado pelo aumento da produção do algodão, em conjunto com a redução de seu preço (HABER, 1996). Diferentemente de algumas teorias que falam sobre o aumento da dependência internacional do Brasil com as ferrovias, na verdade, elas foram capazes de impulsionar o mercado interno (SUMMERHILL, 1997).

Além disso, vinculado ao ponto anterior, o senso comum entende que o modelo ferroviário da América Latina foi destinado para prover a exportação de produtos primários, sem grandes estímulos ao crescimento das indústrias nacionais. Contudo, o caso brasileiro se distingue dos outros países da América Latina. Inicialmente, as exportações de café induziram o aumento da quantidade de ferrovias na região sudeste, mas, com o passar do tempo, o uso das ferrovias para consumo interno ganhou mais relevância, em razão da produção de manufaturas e de agricultura para consumo nacional (SUMMERHILL, 2003).

4.3 A CONEXÃO DA DIGRESSÃO HISTÓRICA COM O MOMENTO PRESENTE

Ao longo deste capítulo, foram expostos os instrumentos criados para desenvolver as ferrovias brasileiras, bem como analisados os impactos desses instrumentos sobre o ambiente econômico, a jusante e a montante. Agora, esta parte do trabalho tem como objetivo verificar a relação entre a evolução das ferrovias e do mercado de capitais e trazer os possíveis aprendizados sobre a modelagem do período estudado para o presente. Esta etapa do trabalho é estruturada com base em bibliografia estrangeira, que trata de situação semelhante em outros países, em análise de dados, e análise crítica das informações geradas.

Há estudos internacionais sobre a importância do mercado de capitais e o desenvolvimento da infraestrutura (BROADBRIDGE, 2005). Esse tipo de relação foi encontrado em alguns países como Inglaterra, França, Estados Unidos e Japão.

Porém, não foi encontrado nenhum estudo semelhante sobre a história das ferrovias brasileiras e sua relação com o mercado de capitais nacional.

Na Inglaterra, a existência das estradas de ferro só foi possível antes da primeira guerra mundial, graças à existência de um mercado de capitais, já que o sistema bancário não era capaz de prover o capital necessário, por conta do tempo demandado (POITRAS, 2012). Em razão de um movimento especulativo intenso na Inglaterra, as sociedades anônimas ferroviárias não só utilizaram o mercado bursátil, como também o desenvolveram. Esse repasse financeiro ocorreu mesmo com a concorrência do Estado por esses capitais, para financiar guerras ou a construção das próprias estradas de ferro (POITRAS, 2012).

No século XIX, havia divisão entre as espécies de bolsas de valores. De um lado, o modelo europeu continental e latino-americano, no qual havia grande interferência do Estado com a intenção de evitar ataques especulativos. Todavia, o resultado era a limitação das possíveis operações que participariam da bolsa, o que obrigava os empresários a procurar bancos ou agentes estrangeiros, ou mesmo a deixar de realizar a atividade. Do outro lado, está o conceito inglês, repetido nos EUA e em parte de suas colônias, no qual havia maior liberdade dos agentes em atuar no mercado (POITRAS, 2012). Há exceções para ambos os lados, como é o caso da bolsa belga e holandesa, as quais possuíam grande liberdade, se comparadas com outros países. Mesmo o Brasil, depois das reformas introduzidas depois 1882, assumiu uma postura mais liberal (MUSACCHIO, 2009). Como exemplo de bolsa liberal que se tornou mais restritiva, pode-se citar o sistema japonês, que, depois da crise de 1893, experimentou um Estado mais controlador (POITRAS, 2012). Até 1914, o mercado de capitais assumiu grande importância tanto em países desenvolvidos quanto em países em desenvolvimento. Esse sistema não foi universalizado, mas, mesmo assim, assumiu grande nível de penetração entre os investidores mais qualificados. Era por meio desse mecanismo negocial que os agentes movimentavam valores em nível global, bem como investiam os excedentes disponíveis em outras atividades, o que possibilitou a expansão de infraestrutura e indústria pesadas (POITRAS, 2012, p. 47).

O Brasil do início do século XX foi capaz de expandir consideravelmente seu parque industrial e sua malha ferroviária, embora esse movimento tenha sido posterior ao dos países citados acima. Isso ocorreu em razão de mudança institucional das influências políticas instrumentalizadas, ocorrida entre a segunda metade do Século XIX

e o início do Século XX. Os grupos de interesse assumiram nova feição e ocorreu diminuição de influência do Estado sobre o mercado de capitais e sobre outros setores. Um dos elementos centrais da hipótese aqui apresentada foi que, no Brasil, a maior pujança do mercado de capitais brasileiro aconteceu em período próximo ao da maior expansão ferroviária. Assim, este trabalho visa compreender a relação entre a diminuição da interferência estatal na definição societária das empresas, em conjunto com a diminuição da influência do Estado, por meio de seu capital para financiamento direto¹⁰⁸ de Infraestrutura, e a maturação da matriz econômica brasileira no final do século XIX e início do século XX.

4.3.1 A Correlação entre a Expansão das Estradas de Ferro e sua Importância para o Mercado de Capitais

Neste tópico final, busca-se mostrar a relação entre um mercado de capitais desenvolvido, a expansão do setor ferroviário e o crescimento da economia brasileira. Opta-se por analisar os dados no período entre 1881 e 1942¹⁰⁹, englobando dois momentos bem distintos economicamente: o primeiro com perfil mais liberal e o segundo mais intervencionista. O primeiro período se inicia um ano antes da revogação da lei dos entraves e encerra seu auge com a Primeira Guerra Mundial, ao passo que o segundo período¹¹⁰ se inicia durante a Primeira Guerra e vai até o ano de 1942, período em que a Segunda Guerra Mundial se expande. Para fazer essa análise, foram utilizadas três variáveis, a quantidade de trilhos construídos por ano em quilômetros; a relação entre Debêntures e o PIB, e o percentual de crescimento do PIB. Mesmo correlacionando os dados somente no período acima, serão expostos os dados da quilometragem de trilhos construída e do PIB a partir de 1854, ano em que foi entregue a primeira ferrovia.

Utilizou-se, como evidência, a expansão da malha ferroviária, descrita na série histórica do IBGE (1990), para fornecer os elementos de infraestrutura. Ressalta-se que não ocorreu uma análise da qualidade e quantidade de cargas e

¹⁰⁸ Considerou-se o financiamento direto a garantia de dividendos mínimos; e como financiamento subsidiário as garantias na emissão de debêntures.

¹⁰⁹ Outro motivo que influenciou na definição do tempo de análise foi a quantidade de informação disponível. Não foi encontrado durante a pesquisa uma base de dados confiável para o período entre 1852 e 1881. Além disso, a inanição do mercado de capitais desincentivou essa busca.

¹¹⁰ O período após 1913 não é objeto central do estudo, portanto é utilizado apenas como contraponto ao período de 1881 a 1913.

passageiros no período. Para utilizar como demonstração de um mercado de capitais desenvolvido, optou-se pela relação percentual entre o PIB brasileiro e os valores negociados nas bolsas de valores na forma de debêntures do período. A metodologia utilizada para definir esses valores foi obtida no *Appendix 2a* do trabalho de Musacchio (2009). Por fim, para a expansão do PIB do período, elegeu-se o trabalho de Tombolo e Sampaio (2013), já que não há compilação de dados oficiais sobre o período analisado. Em razão do momento de instabilidade econômica do início do século XX, escolheu-se utilizar o PIB real, após a dedução do fator inflacionário. Aplicou-se essa variável para analisar se haveria algum impacto com relação à expansão da malha, nesse segundo período de expansão, com a integração da malha e o crescimento da economia como um todo.

A distinção entre causalidade e correlação é um conceito pouco explorado no universo jurídico, mas com grande relevância para outras áreas do saber. Causalidade ocorre quando há dois eventos em que se estabelece um como causa de outro, embora não possa ser medida a relação de eventos, mas apenas observá-la. A correlação, por sua vez, é conceituada como a medida da relação entre duas variáveis, que podem ou não possuir relação de causalidade, ou seja, quando uma delas está, de alguma forma, relacionada a outra variável. A relação não é necessariamente uma forma de causalidade, podendo ser outro resultado comum da mesma causa¹¹¹ (CASELLA; BERGER, 2002).

Diferentemente da causalidade que não pode ser medida, é possível medir a correlação entre as variáveis, utilizando o coeficiente de correlação linear de Pearson (BARBETTA, 2008). Esse coeficiente não está relacionado com as medidas utilizadas nas variáveis. Eles podem estar correlacionados de modo positivo ou negativo, com o mesmo sinal ou com sinais trocados, respectivamente. A correlação (valor de r) será tão mais forte quanto próximo de 1 (ou -1). Quando não houver correlação nos dados, r acusará um valor próximo de 0 (zero). Utilizando os conceitos de Cohen¹¹² (1977), valores entre 0,10 e 0,29 podem ser considerados pequenos, números entre 0,30 e 0,49 podem ser considerados como médios e valores entre 0,50 e 1 podem ser interpretados como grandes (FIGUEIREDO FILHO; SILVA JUNIOR, 2010).

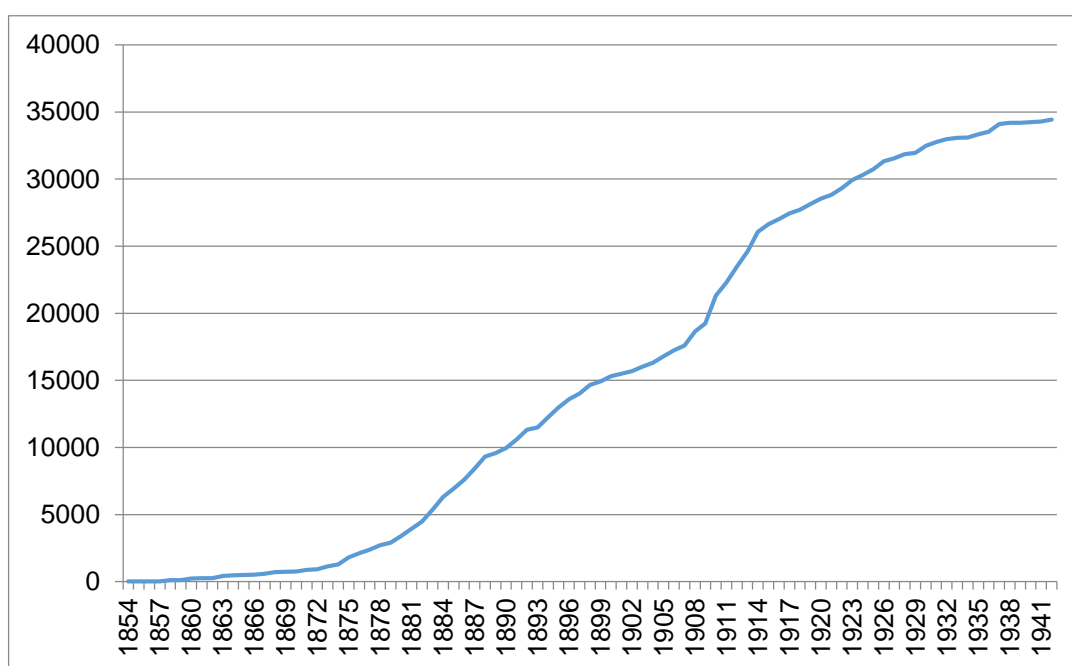
¹¹¹ Pode-se citar como exemplo o estudo que relaciona o consumo de chocolate pela população com o número de prêmios Nobel (MESSERLI, 2012). Não é lógico deduzir que o consumo de chocolate influencia diretamente a obtenção desses prêmios, mas é possível inferir que países mais desenvolvidos invistam mais em conhecimento científico e que as pessoas desses países consumam mais chocolate.

¹¹² Ressalta-se que há autores que interpretam de outras formas como Dancey e Reidy (2013).

Assim sendo, o presente trabalho visa averiguar se há alguma correlação entre variáveis e elucubrar, com base em elementos históricos, o possível motivo dessa correlação. São passíveis de grandes discussões e críticas, as inferências aqui apresentadas. Ressalta-se, contudo, que elas corroboram as conclusões apresentadas pelos autores citados ao longo do texto. Passa-se agora à apresentação descritiva dos dados aqui relacionados.

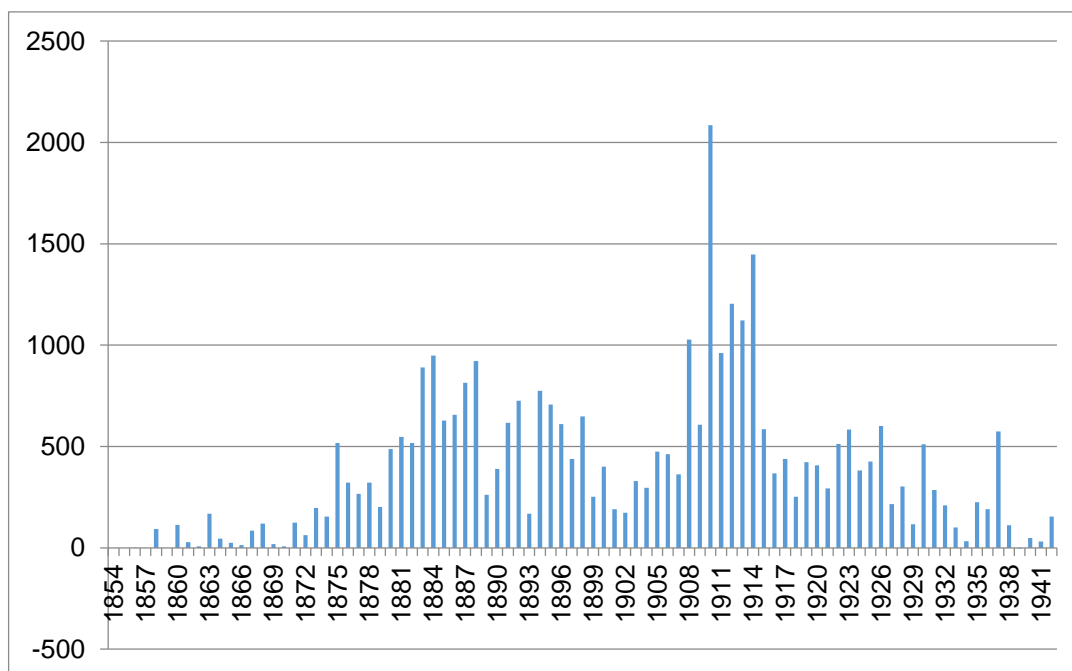
Inicialmente, é interessante explorar a malha ferroviária e sua expansão. A expansão relativa ocorreu na segunda metade do século XIX, ao passo que a maior expansão absoluta ocorreu no início do século XX (SUMMERHILL, 2003), como é possível verificar abaixo no gráfico que mostra entre 1854 e 1942:

Gráfico 1 - Extensão total da malha ferroviária em quilômetros (1854 – 1942)



Fonte: Ibge (1990).

Gráfico 2 - Variação da construção anualizada da malha ferroviária em quilômetros (1854-1942)

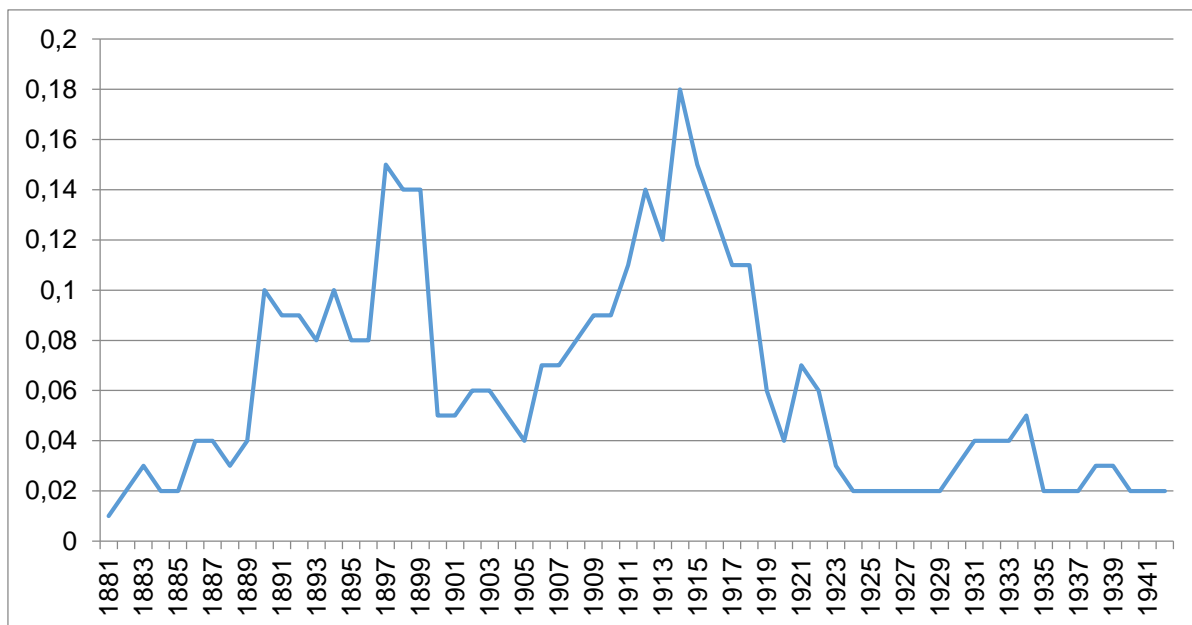


Fonte: lbge (1990).

Antes de encampação em 1901, o Estado arcava com os custos por meio de garantias de dividendos, apesar de algumas Estradas de Ferro recusarem o benefício; A partir de 1901, no segundo momento, a relação do Estado com as ferrovias se alterou profundamente, o Estado entrava de modo subsidiário, no caso de descumprimento de obrigações. Mesmo assim, com obrigações maiores, as ferrovias conseguem realizar a maior expansão absoluta da malha, decorrente, entre outros fatores, da mudança na estrutura normativa.

Com a expansão da malha ferroviária e com a mudança nos marcos legais, o mercado de capitais se expandiu em uma relação de retroalimentação que será exposta logo abaixo. Como explicado anteriormente, o mercado de capitais é formado por ações, debêntures e outros títulos, mas, nesta análise, optou-se por uma parcela dele, o mercado de debêntures. Isso ocorreu por terem sido os dados encontrados de modo anualizado e por ser uma das parcelas mais expressivas em volume financeiro, historicamente. Para mostrar o ganho de importância do setor, relaciona-se as debentures emitidas em proporção ao PIB do respectivo período período, verificando assim uma grande expansão, o que será exposto abaixo.

Gráfico 3 - Variação quantidade de debêntures sobre o Produto Interno do Bruto do período (1881- 1942)



Fonte: Musacchio (2009).

Por fim, apresenta-se a correlação entre os elementos descritos anteriormente. Estabelece-se uma correlação dois a dois. Primeiramente, a quantidade de trilhos e a emissão de debêntures. A seguir, a correlação entre o os trilhos e o PIB, e, por fim, a emissão de debêntures e o PIB. Aplica-se uma defasagem de anos para mais e para menos na relação da primeira e da segunda variável, começando pela primeira. O item -10 considera que a primeira variável dez anos antes da segunda, ao passo que o item 10 representa a segunda variável a mais que a primeira. O ano zero é o período em que as duas variáveis estão no mesmo ano.

Tabela 2 - Correlação entre o PIB, a quantidade de trilhos e a emissão de debêntures.

Defasagem temporal (anos)	Debentures/PIB e a quantidade de trilhos (KM)	PIB Nacional e quantidade de trilhos (KM)	Debentures/PIB e PIB Nacional
-10	0,022	-0,018	0,128
-9	0,033	0,100	0,122
-8	0,046	-0,075	0,102
-7	-0,012	0,007	0,114
-6	0,007	-0,174	0,121
-5	0,047	-0,105	0,133
-4	0,114	0,029	0,075
-3	0,101	0,059	0,005
-2	0,209	0,010	-0,008

-1	0,326	-0,056	-0,148
0	0,401	-0,116	-0,210
1	0,471	0,085	-0,084
2	0,574	-0,089	-0,041
3	0,566	-0,053	-0,112
4	0,590	-0,172	-0,215
5	0,419	-0,121	-0,150
6	0,389	0,002	-0,148
7	0,317	0,050	-0,213
8	0,213	-0,072	-0,059
9	0,042	0,144	0,002
10	-0,045	0,121	0,013

Fonte: autoria própria.

Inicialmente, a presente análise pretendia encontrar uma relação entre a expansão do mercado de capitais nacional e a melhora da malha ferroviária. Contudo, essa hipótese não se sustenta com base nos resultados apresentados na análise. Infere-se, na verdade, uma relação inversa: há primeiro aumento da malha ferroviária primeiro, e depois há um volume maior de financiamentos no mercado de capitais brasileiro. Isso vai se intensificando até que há o auge da correlação entre o aumento da malha ferroviária e, depois de quatro anos, a expansão do mercado de capitais. Ao analisar as informações apresentadas e os fatos históricos, compreende-se que a ideia de que o mercado de capitais brasileiro influencia as estradas de ferros é ingênua.

A demanda de infraestrutura, materializada em externalidades no *Backward Linkage*, foi suprida externamente, ou seja, para encontrar essa relação, dever-se-ia buscar os dados de empresas e bolsas de valores estrangeiras. Nesse caso, entretanto, o impacto da malha ferroviária brasileira sobre os mercados de capitais estrangeiros seria possivelmente imperceptível.

O impacto das estradas de ferro sobre o mercado de capitais corrobora com os argumentos apresentados por Summerhill (1997; 1998; 2003) e Musacchio (2009). O primeiro argumenta que a expansão da malha ferroviária inicialmente serviu aos interesses exportadores, ao passo que posteriormente voltou-se para o mercado interno. O segundo autor menciona que a expansão do mercado de capitais auxiliou o desenvolvimento do mercado interno. Os dados apresentados acima mostram que é possível concluir que a malha ferroviária auxiliou a

expansão da indústria brasileira, a qual se financiava, por permissão da modelagem mercadológica, no mercado de capitais.

Com a construção dos grandes troncos nacionais, a segunda grande expansão da malha visava interiorizar esses troncos logísticos. Os agentes que mais se beneficiaram dessa expansão foram os próprios brasileiros, com acesso a um transporte mais eficiente. Além disso, com o fim da mão de obra escrava, houve liberação do capital e, ao mesmo tempo, surgiu um novo mercado consumidor de bens e serviços inexistente anteriormente. Tudo isso foi somado a outros incentivos para a expansão da produção voltada para o mercado consumidor interno.

Tabela 3 - Produtos Transportados pelo modo ferroviário 1887 e 1913

Produtos	1887		1913	
	Toneladas	%	Toneladas	%
Cargas para exportação				
Café	302.748	19,56%	1.084.276	11,72%
Açúcar	177.624	11,48%	380.937	4,12%
Algodão	24.026	1,55%	100.002	1,08%
Couro	10.309	0,67%	36.853	0,40%
Tabaco	34.285	2,22%	34.073	0,37%
Mate	-	-	55.519	0,60%
Borracha	-	-	717	0,01%
Total para exportações	548.992	35,47%	1.692.377	18,30%
Cargas para consumo interno				
Cereais	42.243	2,73%	362.370	3,92%
Sal	91.143	5,89%	209.868	2,27%
Aguardente	-	-	47.946	0,52%
Tecido	-	-	41.348	0,45%
Charque	-	-	143.707	1,55%
Madeira	-	-	154.039	1,67%
Diversos	865.340	55,91%	6.596.861	71,33%
Total do consumo interno	998.726	64,53%	7.556.139	81,70%
Total	1.547.718	100,00%	9.248.516	100,00%

Fonte: Summerhill (2003).

Apesar de não poder se concluir que o mercado de capitais influenciou diretamente na malha ferroviária, não é possível dizer que tal relação não exista. Verifica-se que o modelo estatal mais participativo não se mostrou sustentável ao longo do tempo. Assim, cita-se, a título de exemplo, a retomada das ferrovias em 1901, em razão do profundo impacto delas sobre as finanças públicas¹¹³. Verifica-se empiricamente que a participação intensa do Estado agrava alguns riscos, apesar de

¹¹³ Seria possível citar momentos mais próximos da modernidade, porém há o risco de uma análise rasa.

dispersar seus efeitos sobre a sociedade. Mesmo assim, a insistência em tal modelo aprofunda seus impactos, até o ponto de torná-los insustentáveis, demandando nova mudança de paradigma.

No momento em que a sociedade opta por determinada matriz institucional, há tácita renúncia a modelos concorrentes. Essa escolha é agravada com a passagem do tempo, em razão do *path dependence*, que aprofunda o modelo escolhido. No caso deste estudo, não seria coerente exigir que a primeira mudança institucional, com a lei de 1882, pudesse gerar na sociedade os mesmos efeitos de matrizes estrangeiras, como a inglesa ou americana, que foram maturadas ao longo de diversos anos. Como exposto anteriormente, o modelo brasileiro de garantia de debêntures que se desenvolveu após 1901, já estava em uso na Inglaterra e nos Estados Unidos, desde a primeira metade do século XIX. Caso não tivessem ocorrido fatores exógenos relevantes, como a primeira guerra mundial, essa relação poderia ter se mostrado mais clara.

Olhando para o presente, apesar desse período de maior protagonismo do capital privado, as opções legislativas feitas ao longo do século XX direcionaram a economia brasileira para um ambiente com maior participação estatal. Até a década de 1990, os grandes aportes eram intimamente ligados ao aparato público, mantendo-se, o mercado de capitais, em um plano secundário. Não é recomendado nem é interessante ignorar essas características nacionais, já que essas opções foram se sedimentando ao longo do tempo, transformando-se em ideologias. Com mais de setenta anos de uma cultura política e econômica, é possível inferir que tanto o empresariado como o Poder Público tenham dificuldade de conceber diferentes cenários e possibilidades.

A partir de algumas alterações institucionais, reiniciaram-se, de modo mais intenso, no Brasil, os estudos de conceitos essenciais para o desenvolvimento do mercado de capitais, como liberdade econômica, definição clara de direitos dos investidores e dos gestores; *Tag Along*; transparência dos balanços e de outros instrumentos. Trabalhos como de Gorga (2013) mostram a importância dessas garantias para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e, conseqüentemente, da economia nacional, sendo que outros estudos mostram o impacto da infraestrutura sobre o desenvolvimento nacional. Todavia, a cultura estabelecida ao longo dos anos ainda permeia a sociedade brasileira, como a predominância de grupos empresariais familiares ou públicos. Assim como essas

características demoraram a ser moldadas, será preciso tempo para que elas se alterem no futuro, possibilitando que o mercado de capitais forneça a maior parcela do capital necessário para infraestrutura e garantido os ganhos descritos no conceito de *backward linkage*.

4.3.2 Aplicação Atual da Matriz Institucional Brasileira no Setor Ferroviário

Neste tópico será analisada a aplicação deste trabalho na atualidade. Apesar de o período analisado ter ocorrido há mais de cem anos, diversos elementos ainda são aplicáveis, já que o setor ferroviário continua essencial para o transporte de mercadorias, existem um parlamento e um poder executivo e ainda há necessidade de financiamento. Por essas e outras razões, este trabalho, apesar de olhar para o passado, tende a trazer grandes lições para o presente e, na medida do possível, busca contribuir para um futuro melhor. Ressalta-se que serão apresentados diversos pontos polêmicos atuais, os quais não serão aprofundados no momento, sob o risco de tornar essas análises imprecisas e este trabalho excessivamente longo. Inicialmente, será apresentada a modelagem das instituições políticas, para, a seguir, serem analisadas as instituições econômicas, e, por fim, as formas de financiamento.

As instituições políticas, mantendo o marco inicial proposto entre os anos de 1850 e 1913, foram marcadas pela preponderância de parlamentares vinculados aos interesses agrários, sendo que, mesmo aqueles com características mais burocráticas, como Joaquim Nabuco¹¹⁴, advinham de famílias vinculadas à produção agropecuária. Esse perfil foi majoritário, porém, não foi absoluto. Em contraste com os interesses agrícolas, despontaram outros políticos, como Irineu Evangelista de Souza¹¹⁵, no período imperial. Esses agentes buscaram instalar a revolução industrial em território pátrio não só com maquinários, mas também por meio de diversas inovações jurídicas, situação que foi constantemente rechaçada, em razão dos interesses imediatos.

¹¹⁴ Para melhor conhecimento sobre a história desse parlamentar, sugere-se a leitura de sua autobiografia: (NABUCO, 2015).

¹¹⁵ A história das ferrovias brasileiras, em seu início, se confunde com a história deste empresário e parlamentar. Para aprofundamento em sua história, sugere-se a leitura de sua biografia (CALDEIRA; ALMEIDA, 1995).

Pelos motivos descritos no capítulo 2 e analisados no capítulo 3, a preponderância desses interesses criavam os ruídos políticos que interferiam na definição de parâmetros técnicos do setor ferroviário. Inicialmente, a interferência induzia o Estado a intervir no traçado e nos elementos tarifários. Depois, o Estado começa a se tornar agente operador, por meio da encampação de ferrovias. Essas ferrovias eram absorvidas devido a problemas financeiros ou em razão de recusas para expansão das Estradas de Ferro. Não há informações suficientes para definir com exatidão as razões dessas dificuldades financeiras, mas é possível inferir que a modelagem econômica proposta inicialmente esteja entre essas razões.

Como característica intrínseca, a ferrovia possui um custo fixo alto, com a exigência de aplicação de grande monta de capital logo no início, e um custo marginal decrescente ao longo da operação. O preço do transporte deve refletir esses dois custos, sob o risco de inviabilizar o negócio. Qualquer alteração no traçado pode impactar sobremaneira o custo da construção e do funcionamento da ferrovia, em razão de questões ambientais, como a topografia ou a distância, sendo também vital considerar a demanda que justifique a existência da tal operação. Os custos da construção de desvios em uma ferrovia repercutem em toda a sua matriz¹¹⁶ e a instalação de uma Estrada de Ferro em um local que não tenha demanda suficiente concentra os custos de operação nos usuários restantes. Essas opções políticas impactam diretamente no valor da tarifa cobrada aos usuários.

O conhecimento dessa matriz de custos não era desconhecida no passado. Os agentes públicos sabiam dessas informações quando definiam os traçados e as tarifas, mas, de acordo com a *public choice*, os legisladores que definiam esses elementos não se pautavam por interesses estritamente econômicos, considerando também os interesses políticos. Fazendeiros, os principais eleitores com o sufrágio censitário, buscavam garantir que a ferrovia passasse o mais próximo possível de suas terras e, ao mesmo tempo, que houvesse mocidade tarifária, o que, na maioria das vezes, representava hipóteses antagônicas. A reclamação dos valores dos fretes era comum em todos os países, ao passo que, no Brasil, os fazendeiros tinham influência suficiente para fazer o Estado intervir nos valores definidos desde o primeiro momento (SUMMERHILL, 1998).

¹¹⁶ Esses desvios impactam na construção, com os custos fixos; na operação, com os custos variáveis; e na manutenção dos trilhos.

Os investidores e empresários também estavam cientes dessa modelagem política da matriz institucional brasileira e, mesmo assim, assumiam essas Estradas de Ferro, em uma lógica econômica confusa. As ineficiências políticas eram balanceadas com um sistema de benefícios cada vez maior, como isenções tributárias, dividendos garantidos, concessões administrativas e redução do preço do aço. Essas políticas repassaram os custos desses incentivos para a sociedade, não só na forma de tributos, mas também com o atrofiamiento de diversos mercados que poderiam se desenvolver, como descrito no tópico de *Backward Linkage*. É interessante observar que a maior expansão das ferrovias também ocorreu com a mudança da matriz, de um modelo exportador para o transporte de produtos no mercado interno.

Nos dias atuais, vive-se cenário semelhante ao primeiro momento das ferrovias, com uma matriz para o transporte de *commodities*. Mesmo com a mudança do sistema eleitoral censitário para o universal, os grupos organizados conseguem ressaltar politicamente seus interesses específicos, em detrimento de interesses coletivos. Os avanços tecnológicos são capazes de mapear com maior precisão os futuros custos de uma ferrovia, mas a interferência política se mantém sobressalente, influenciando diretamente o sucesso de qualquer sistema logístico. Atualmente, de acordo com Giambiagi (2007), há um esvaziamento do Parlamento, que migra de um ambiente que discute temas de relevância e impacto nacionais para ser um local de negociações de interesses no varejo. Isso acontece, por exemplo, quando se desvia um corredor logístico, para agradar o eleitorado de um vilarejo que legitima determinado parlamentar, gerando atrasados e maiores custos; ou quando se prioriza um eixo em prol de uma localidade específica. Há poucos temas em que essa lógica de ver a árvore e não a floresta pode ser tão danosa quanto nas políticas de transporte.

Deve-se compreender que a definição de corredores de transporte, com a lógica da multimodalidade, exige tecnicidade, já que, apesar dos impactos sociais e econômicos, os custos de alteração desses projetos podem simplesmente fazer com que a obra não se concretize¹¹⁷. Por isso, é importante considerar a demanda de determinado trecho, já que não se transporta nada apenas por transportar, tanto que, atualmente, apenas uma parcela da malha ferroviária existente é trafegável e

¹¹⁷ Há matéria no jornal do Senado Federal sobre o alto índice de inexecução de obras de infraestrutura. (BRASIL, 2016).

rentável. Essas decisões políticas foram criando e mantendo um sistema ferroviário desconexo, que passa por áreas com baixa demanda, já que a localização das ferrovias brasileiras cumpria e ainda cumpre função econômica e política, baseada em satisfazer interesses locais, os quais são reiteradamente envoltos sob a expressão “interesse público”.

Outro tópico que foi verificado no passado e se mantém atual nas instituições políticas é a influência multiforme das organizações que, conforme a natureza do proprietário da Estrada de Ferro, pode ser dividida em três níveis: brasileira privada, estrangeira e estatal. Essas relações, que se moldaram ao longo do tempo em uma matriz institucional, podem ser percebidas ainda hoje. No período analisado, as ferrovias de propriedade de brasileiros eram as menos suscetíveis à influência do poder público em suas tabelas tarifárias. Os brasileiros proprietários de ferrovias foram bem sucedidos para contrabalançar a interferência dos agricultores, ainda menor em ferrovias com perfis mais comerciais, como as do Estado de São Paulo, por abdicarem da garantia de dividendos (SUMMERHILL, 1998).

Após as concessões realizadas na década de 1990, o modelo ferroviário brasileiro possibilitou a seus concessionários capacidade de se organizarem e influenciarem na definição de políticas públicas, por intermédio de associações como a Associação Nacional dos Transportadores Ferroviários (ANTF). A representação de seus interesses foi algo legítimo e importante para o desenvolvimento do setor; embora seja importante analisar a formatação que assumiram os grupos econômicos que controlam a operação das ferrovias brasileiras¹¹⁸ e que tradicionalmente demandaram o transporte ferroviário: mineradores, siderúrgicas e, recentemente, produtores sucroalcooleiros.

Nessa configuração, as ferrovias não eram tratadas como empresa autônoma, e sim como um braço logístico do grupo controlador, ou seja, buscava-se primordialmente garantir o transporte da própria carga e minimizar os custos de operação¹¹⁹. Os gestores não assumiam a função de atrair usuários para o transporte, aumentando e especializando determinados vagões, ou expandido a

¹¹⁸ Esses grupos foram gradualmente adquirindo as ferrovias por possuírem a demanda necessária para viabilizar o funcionamento das estradas de ferro. Essa estrutura verticalizada surgiu, entre outros fatores, da eficiência desses agentes em face do desenho institucional posto.

¹¹⁹ Esse assunto possui diversas nuances econômicas e administrativas, portanto não é recomendável desenvolvê-lo sob o risco de desvirtuar o trabalho.

malha ferroviária, porquanto o conceito desses agentes é a minimização dos custos de produção do produto principal do grupo controlador.

Com relação aos investimentos estrangeiros, essas ferrovias não possuíam o mesmo apelo político, de modo que os parlamentares não sofriam tanto impacto negativo ao interferirem nessas concessões. Os interesses dos produtores nacionais conseguiam assumir maior preponderância, influenciando de modo direto no desenho dos traçados e no valor do frete. Como qualquer outra atividade empresarial, as companhias estrangeiras visavam aumentar a lucratividade de suas atividades, buscando incrementar a renda mesmo com a garantia de dividendos mínimos (SUMMERHILL, 2003). Elas não se apropriavam das externalidades positivas geradas por suas atividades no Brasil e sua grande característica de eficiência advinha da capacidade de captar recursos a um custo menor, se comparadas às empresas nacionais. Os investidores estrangeiros continuaram a entrar no mercado brasileiro, já que ganhariam pelo menos o valor garantido dos dividendos. Enquanto isso, a definição de tarifas garantia que os ganhos de eficiência fossem pulverizados no mercado interno (SUMMERHILL, 1998). Assim, os investidores estrangeiros aumentavam sua margem pela redução de custos, tendo em vista que o aumento de receitas era limitado¹²⁰.

De acordo com Lazzarini (2011), é possível verificar que o tratamento discriminatório persiste ainda nos dias atuais. O autor utiliza como exemplo o setor de telefonia durante a década de 1990, mas demonstra que essa postura não é exclusividade daquele setor. Outra forma de verificar esse preconceito são os constantes impedimentos legais para que os investidores estrangeiros aumentem a participação de seu capital em empresas nacionais, como no transporte aéreo¹²¹; ou a contumaz objeção do Estado brasileiro em aderir ao Acordo de Compras Governamentais proposto pela Organização Mundial do Comércio.

Com relação às ferrovias de propriedade direta do Estado, essas empresas foram as que mais sofriam pressões para a redução do custo do frete. Por serem de propriedade estatal, tais serviços de propriedade e gestão públicos eram utilizados

¹²⁰ Como descrito anteriormente, um dos motivos para o Estado assumir a gestão de determinada estrada de ferro era a negativa dos investidores em investir em sua expansão.

¹²¹ Revela-se meritória a proposição de elevação da participação potencial de capital estrangeiro com direito a voto nas empresas aéreas, proposta na Medida Provisória objeto de conversão, dos atuais 20% para os 49% ali previstos. Entretanto, a eliminação dos dispositivos que instituem um limite, conforme consta do atual Projeto de Lei de Conversão, não se mostra inteiramente adequada aos propósitos almejados, recomendando assim seu veto por interesse público. Mensagem nº 421, de 25 de julho de 2016. (BRASIL, 2016).

como moeda de troca em relações eleitoreiras. No Brasil, foram as relações políticas predatórias que mantiveram os rendimentos para as ferrovias estrangeiras e governamentais baixos, e não os preços predatórios praticados por esses agentes (SUMMERHILL, 1998). A intervenção do Estado na propriedade e gestão de ferrovias se iniciou com a Estrada de Ferro Dom Pedro II; passou pelo século XX, com a RFFSA¹²²; e se mantém nos dias atuais com a VALEC¹²³ - Engenharia, Construções e Ferrovias S.A. e outras empresas estaduais. Esse modelo mostrou-se insustentável, ao ponto de levar o sistema ferroviário ao colapso, em meados de 1990. Os dados fornecidos pelo IBGE (1990) mostram que a malha estagnou e até regrediu quando esteve sob propriedade, gestão e operação do Estado. Mesmo assim, o capital político advindo da propriedade dessas ferrovias pode justificar a insistência do Estado em possuir e gerenciar tais ativos, ao considerar a lógica do capitalismo de laços existente no Brasil (LAZZARINI, 2011).

Ademais, é interessante aprofundar o caso específico da VALE S/A. Essa empresa começou suas atividades em junho de 1942, com capital estatal para impulsionar a exploração das riquezas minerais do subsolo brasileiro, principalmente o ferro. Ao longo do tempo, seu patrimônio e suas funções foram se expandindo, e, hoje, entre seus ativos estão algumas das principais ferrovias brasileiras. Após o processo desestatização, sua gestão foi aparentemente transferida para a iniciativa privada. Contudo, como exaustivamente exposto por Lazzarini (2011), a influência governamental não foi mitigada. Essa situação remete ao modelo da primeira Sociedade Anônima brasileira existente, o Banco do Brasil, como descrito no capítulo 2. Assim, essa constante participação do Estado ao longo do tempo é suficiente para considerar que o Estado ter propriedade direta de ferrovias e de outros ativos, de acordo a teoria do *Path Dependence* (ROE, 1996), é uma matriz institucional forte.

Passando agora à análise das formas de financiamento: o mercado de capitais, o sistema financeiro e o capital estrangeiro, considerando também o papel do Estado. É importante afirmar que não foram encontrados elementos suficientes para afirmar que a ideologia dominante no século XIX, o metalismo, tinha objetivo

¹²² A Lei de criação foi a Lei nº 3.115, de 16 de março de 1957; a lei de extinção foi a Lei nº 11.483, de 2007.

¹²³ A VALEC Engenharia, Construções e Ferrovias S.A. é uma empresa pública, sob a forma de sociedade por ações, vinculada ao Ministério dos Transportes, nos termos previstos na Lei nº 11.772, de 17 de setembro de 2008. (BRASIL, 2008).

claro e declarado de inviabilizar a expansão da industrialização e do mercado de capitais. A motivação dos agentes era garantir a estabilidade, mas, com a inconsciência das consequências de seus atos, a castração do mercado de capitais e do setor financeiro atrasou o desenvolvimento nacional. Seguindo a ideia de que a intervenção do Estado no funcionamento da economia é uma matriz institucional, pode-se considerar a década de 1870 como auge desse modelo interventor e a alteração legal impressa pela Lei de 1882, como um conflito entre instituições informais pretéritas e nova instituição formal conceitualmente distinta.

O modelo bancário brasileiro no período não pode ser comparado ao modelo de desenvolvimento prussiano (BEBCHUK; ROE, 1999), tendo em vista que o sistema bancário pátrio foi, no máximo, coadjuvante do desenvolvimento da indústria. Com exceção de alguns bancos, como o da Bahia, a prioridade era assumir operações de crédito de curto prazo. Mostrando mais uma vez a continuidade da matriz, apesar do desenvolvimento tecnológico atual, os bancos privados nacionais atuam em estrutura semelhante, sem assumir grandes projetos de infraestrutura. Além disso, ao possuir alguns dos grandes bancos nacionais, a intervenção do Estado nesse setor é clara, podendo influenciar diretamente as decisões dos agentes.

Com relação ao mercado de capitais, sua evolução foi estudada por duas autoras brasileiras, Érica Gorga (2013) e Mariana Pargendler (2013), as quais foram constantemente citadas ao longo do trabalho¹²⁴. Entre os principais pontos a serem considerados é que o mercado existente no início do século XX mostrava-se mais robusto e desenvolvido do que o mercado existente hoje, tanto na quantidade relativa de capital negociado quanto na relação de direitos e garantias estabelecidos (MUSACCHIO, 2009). Após o período de 1913, houve uma redução de direitos dos agentes (PARGENDLER, 2013), sendo que, atualmente, há aparente mudança de perfil. Com a existência do mercado novo gerenciado pela BVM&FBOVESPA, o mercado de capitais começou a amadurecer, garantindo maiores direitos e proteções para os investidores minoritários. Essa mudança de perfil ocorre, entre outros motivos, porque há interesse da Bolsa de Valores de São Paulo, que hoje é uma sociedade anônima, em desenvolver e expandir o mercado de captais brasileiro.

¹²⁴ Sugere-se a leitura dessas autoras para debate sobre o mercado de capitais brasileiro na atualidade.

O mercado financeiro internacional continua a atuar regularmente. Contudo, sua influência foi mitigada, ao longo do tempo, pela expansão do Estado brasileiro e de sua capacidade de financiar grandes estruturas. Diferentemente do século XIX, há políticas setoriais e um banco de desenvolvimento dirigido para o financiamento de infraestrutura no Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Sua atuação tem sido intensamente debatida na academia (GIAMBIAGI, 2007; LAZZARINI *et al.*, 2011; SCHAPIRO, 2012), tendo como consenso relativo sua capacidade de influenciar o mercado. Desenvolver esse debate exige um trabalho específico, limitando-se, neste estudo, a questionar duas situações: (ii) até quando esse modelo de financiamento estatal por meio de bancos públicos será sustentável; e (i) se o atual funcionamento do BNDES não está atrofiando o modelo de financiamento privado, que poderia ser mais eficiente.

Fundamenta-se o primeiro questionamento no trabalho de Eichengreen (1995). Os custos de monitoramento não são eliminados com a entrada do Estado no financiamento de infraestrutura. Eles são apenas pulverizados para a sociedade, podendo ser, inclusive, agravados, no caso de os órgãos públicos não realizarem esse controle. Assim, o modelo de financiamento estatal entraria em colapso quando os desvios de eficiência fossem tão grandes ao ponto em que os contribuintes pudessem suportá-los individualmente. Para encontrar esse ponto matematicamente, é necessário o desenvolvimento de modelo econométrico, mas a realidade apresenta algumas indicações. Atualmente, o BNDES foi obrigado a rever sua política creditícia e não está mais fornecendo crédito nos mesmos moldes que o fazia durante os primeiros anos do século XXI, sob a alegação de que houve diminuição de seu estoque de capital disponível.

O segundo questionamento será fundamentado na teoria do *path dependence*. Quando se pretende realizar uma obra de infraestrutura em que o financiamento é necessário, surgem cinco cenários possíveis: (i) financiamento estatal¹²⁵, (ii) financiamento bancário, (iii) financiamento pelo mercado de capitais, (iv) uma combinação dos três anteriores, ou (v) a obra não é realizada. Quando um só dos três primeiros cenários é utilizado de modo exaustivo, cria-se um sistema binário: ou esse modelo é utilizado ou não se realiza a obra. No caso brasileiro, ao longo do tempo, ocorreu um agigantamento do financiamento estatal. Logo, os

¹²⁵ Inclui-se aqui o financiamento advindo de bancos geridos pelo poder público, como o BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal.

outros modelos não possuem conhecimento agregado suficiente para lidar com a mudança de ambiente, já que isso exige tempo de maturação. Dessa forma, é possível inferir que a participação intensa do Estado inibiu o desenvolvimento das outras formas de prover o capital para essas iniciativas.

Por fim, a atividade de transporte e suas formas financiamento não fogem aos conceitos de destruição criativa e de inovação tecnológica (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012). A constante participação estatal ao longo do estudo mostra que, em determinados momentos, a matriz busca evitar desgastes e falências, afastando assim a destruição criativa (SCHUMPETER, 2013), e em outros momentos visa limitar os ganhos dos agentes, inibindo diretamente os incentivos que geram a inovação tecnológica¹²⁶. Isso é perceptível com as leis que estabelecem dividendos mínimos, com o código comercial, e com a Lei dos entraves. Esse cenário também pode ser verificado na modernidade, com a intensa participação do Estado no transporte e nas formas de financiamento. O momento em que essa matriz institucional foi minimamente afastada coincide primeiramente com a implosão de várias companhias e posteriormente com a maior expansão da malha ferroviária da história brasileira e com o maior desenvolvimento de mercado de capitais. Assim, este estudo leva a inferir que as instituições analisadas carregam traços de instituições extrativistas.

¹²⁶ Ocorre a inovação tecnológica quando os agentes podem incorporar esses ganhos (ACEMOGLU; ROBINSON, 2012).

5 CONCLUSÃO

A Nova Economia Institucional considera a história em sua análise, afirmando que os fatos que ocorreram no passado influenciam diretamente o desenvolvimento das instituições: o *Path Dependence*. A metáfora utilizada pelo professor Mark Roe, acerca da construção de uma estrada, para explicar esse conceito, pode, nesta dissertação, ser utilizada tanto de modo metafórico quanto de modo real. A construção das ferrovias durante o século XIX e no início do XX foi algo completamente novo, porquanto as ferrovias mudaram a forma de transportar.

Para o Brasil, os únicos parâmetros jurídicos disponíveis eram os aplicados em outros países. Construir ferrovias, moldando seus traçados, em território pátrio, exigiu desenhar caminhos estruturais, com projetos tanto econômicos, com financiamentos, quanto jurídicos, com as sociedades anônimas e a legislação setorial. Na ausência de quaisquer desses elementos, o transporte ferroviário seria inviabilizado. Assim, a construção dessas estradas de ferro foi uma tarefa hercúlea que exigiu homens com conhecimento em diversas áreas do saber, como os exemplos citados ao longo do trabalho.

Este trabalho se iniciou apresentando os conceitos relacionados à Nova Economia Institucional. Tais definições, pouco conhecidas em âmbito jurídico pátrio, foram basilares para organizar o texto. Entre os conceitos estruturantes dessa metodologia estão os custos transacionais e os direitos de propriedade. A partir disso, foi exposta a ideia de instituições, aprofundando-se o estudo das instituições formais, como as normas publicadas, as quais são facilmente reconhecíveis e possuem transições mais marcantes.

Além disso, dissertou-se sobre as organizações e o papel do Estado, que se torna tanto objeto de transformação pelas organizações quanto agente transformador da sociedade. Para expor esse contato entre os interesses privados e os do Estado, os conceitos jurídicos de interesse público não são capazes de demonstrar a sutil variação tonal dessas relações, de modo que o trabalho se abrigou na teoria do *Public Choice*. Assim, foi possível relacionar a evolução das matrizes institucionais e a eficiência delas para então mostrar a distinção entre instituições extrativistas e instituições inclusivas, bem como a interação entre elas. Por fim, o primeiro capítulo expôs os contornos básicos das instituições nacionais e

as conceituou como extrativistas, uma estrutura econômico-jurídica que foi moldada no império e vem se perpetuando ao longo do tempo.

Após expor os conceitos estruturantes, o capítulo 2 explorou a evolução histórico-institucional das ferrovias. Para realizar o trabalho a contento, foi necessário expandir a pesquisa e englobar também as instituições formais que influenciaram ou foram influenciadas pelas estradas de ferro. Assim, quatro eixos de análise surgiram: (i) as sociedades anônimas e a bolsa de valores, (ii) o mercado financeiro nacional, (iii) o capital estrangeiro e (iv) a história das próprias ferrovias.

A história das sociedades anônimas e do mercado de capitais, em conjunto com o mercado financeiro, buscou explicar o papel do capital nacional no financiamento das ferrovias. Isso expôs os grupos de interesses que visavam garantir os pleitos de seus financiadores, à custa da coletividade e mostrou que o capital nacional foi um elemento essencial para viabilizar o início das ferrovias. Os direitos e liberdades que foram apresentados neste tópico influenciaram diretamente a evolução do mercado, principalmente no segundo momento de expansão das ferrovias.

O mercado financeiro mostrou que esse arcabouço não foi utilizado para o financiamento de infraestrutura por impeditivos legais. O debate ideológico vigente no período foi um dos marcos deste estudo, já que a lei dos entraves foi capaz de influenciar negativamente a criação de Sociedades Anônimas de modo intenso. Além disso, a assunção da ideologia papalista induziu ao encilhamento, que gerou tanto consequências negativas no curto prazo, como a inflação, quanto efeitos positivos, como a expansão do crédito.

O capital estrangeiro apresentou-se como a origem do capital necessário para capitalizar as maiores estradas de ferro, elucidando o tratamento recebido pelos investidores alienígenas. Em razão da indissociabilidade entre os elementos, optou-se por integrar a história do capital alienígena com a formação das ferrovias. Esse trecho pretendeu mostrar que não havia relação preferencial, apenas aplicação de vantagens que advinham da própria origem do capital. Esta etapa expôs também os dois momentos distintos que existiram no modelo ferroviário no período.

Com a apresentação dos conceitos e a digressão histórica, passou-se à avaliação dos resultados das normas que possibilitaram a instalação das ferrovias, bem como das estradas de ferro em si. As normas estabelecidas influenciaram diretamente no funcionamento desse mercado, em razão da íntima relação entre a

prestação do serviço e a participação do Estado, seja como regulador, como investidor ou como ambos. Assim, esse capítulo considerou a matriz institucional do período, analisando como os agentes se relacionavam e quais eram os impactos das normas nos contratos, assim como as externalidades, a montante e a jusante. Como encerramento, realizou-se exame da correlação entre a malha ferroviária, a expansão do mercado de capitais e o PIB do período, e verificou-se a aplicação do aprendizado no momento presente com análise crítica.

A meta primordial foi explicar a evolução do modelo ferroviário no período de 1852 a 1914 e o impactos dessas relações no presente, por meio da regulação jurídica do mercado de capitais e do setor bancário. A partir desse questionamento central, buscou-se obter respostas para os objetivos secundários, expondo: o modelo institucional brasileiro; a estrutura do financiamento ferroviário; os impactos de decisões políticas sobre o mercado de capitais; o papel do sistema bancário para o desenvolvimento do setor ferroviário; e a relação entre as ferrovias e o mercado de capitais brasileiro. Ao longo do trabalho, diversas conclusões foram alcançadas, algumas coadunando com o conhecimento comum, ao passo que outras foram em sentido contrário. As principais conclusões do estudo seguem abaixo.

As instituições brasileiras moldadas no período possuem o caráter extrativista. Essas instituições centralizam as receitas e pulverizam as despesas, garantindo estabilidade aos interesses dos agentes com maior influência no ambiente público. Assim, a interferência dos interesses dos agentes públicos sobre a atividade era majorada ou mitigada, conforme os riscos políticos e a participação do capital público. As alterações contratuais beneficiavam determinados grupos, ao passo que os custos disso eram repassados para a sociedade, devido aos incentivos mínimos arcados pela União. Mesmo com os custos adicionais, as externalidades positivas para a sociedade, com a instalação das ferrovias, foram positivas. Os ganhos a montante foram minorados, em razão da modelagem descrita ao longo do trabalho, ao passo que os ganhos a jusante foram grandes, porquanto havia carência de transporte. Houve intensa mudança no perfil institucional com a decaída da produção de café do Rio de Janeiro para a região do interior de São Paulo, com a abolição da escravatura, o que liberou grande quantidade de capital ocioso, e com fim do império. Esses fatores induziram a evolução, mesmo que retardada, de indústrias em território pátrio, tendo também um amadurecimento institucional sobre a política monetária.

A estrutura do financiamento do setor ferroviário não deve ser vista como um modelo homogêneo, e pode ser dividida em pelo menos três, de acordo com as espécies de ferrovias existentes no Brasil, as quais sofreram influência do ambiente em que foram instaladas. Isso explica a diferença, por exemplo, entre as ferrovias do nordeste e as ferrovias do sudeste brasileiro. Onde havia viabilidade econômica, o capital nacional conseguia operar, como foi o caso do sudeste. Nos ambientes em que os subsídios governamentais se mostraram necessários, a participação do capital estrangeiro foi mais intenso, como nas regiões nordeste e sul. O capital estrangeiro não começou a desenvolver as ferrovias brasileiras, mas foi ele que impulsionou e sustentou o processo. Apesar de a história registrar constantemente o vínculo entre o capital estrangeiro e o desenvolvimento das ferrovias, verificou-se que a maioria delas era iniciada por agentes nacionais e, no momento em que o capital seria mais demandado, o investidor internacional assumia a atividade. Isso era derivado da imaturidade do mercado de capitais e financeiro nacionais, e não em razão de elementos estrangeiros.

O impacto das decisões políticas pode ser visto na política de subsídio. Essa política viabilizou a construção das estradas de ferro, mas a modelagem adotada foi incapaz de viabilizar uma operação sustentável, o que foi se agravando ao longo do tempo. Como forma de reduzir os custos transacionais brasileiros e tornar mais atraente a economia, a política de subsídio foi eficiente e justificável até determinado ponto. Afinal, os custos altos iniciais do empreendimento tornavam proibitiva a atividade. Verificou-se que, após 1973, com o fim dos grandes corredores, os incentivos públicos para atrair investidores tiveram de ser majorados, repassando ainda mais gastos à sociedade. A devida medida deveria ter sido alterar os incentivos até então estabelecidos, o que só ocorreu, como exposto no capítulo 2, com a alteração de vários instrumentos bursáteis, financeiros e jurídicos.

A estrutura do sistema financeiro do período foi diretamente influenciada pelo embate teórico entre os papelistas e os defensores do padrão ouro. Isso interferiu na canalização da poupança nacional para atividades mais eficientes, concentrando, até o desenvolvimento do mercado de capitais, a economia nacional no setor agrário, mesmo que não fosse o mais eficiente. Esse entrave econômico de contenção dos bancos foi complementado com as imposições que inviabilizavam a constituição de sociedades de economia mista. Esses impeditivos legais eram justificados com base em um argumento comum: evitar a postura especulativa dos

agentes. A cultura institucional, manifestada nos normativos apresentados, de aversão ao risco de especuladores foi mais negativa no longo prazo do que a prática temida. A política estatal escolhida para evitar os especuladores, o intervencionismo direto, atrofiou o mercado de capitais e financeiro, de modo a impedir o florescimento espontâneo de empresas. Além disso, a contenção pressionou a sociedade, de modo a criar um ambiente de euforia excessiva após a queda das normas proibitivas, gerando o encilhamento. Até essa ruptura, os custos transacionais eram cada vez maiores para a coletividade, mas eles não eram grandes o suficiente para justificar ainda a mudança do caminho ou paradigma escolhido.

O modelo ferroviário se relaciona com os mercados de capitais, tanto nacional quanto alienígena, de modo intenso. Os mercados de capitais estrangeiros foram essenciais para viabilizar a construção das Estradas de Ferro no Brasil, em uma relação de soma positiva. Com relação ao mercado de capitais brasileiro, a relação das Estradas de Ferro ocorre de modo inverso, já que foi essa infraestrutura, somada a outras mudanças institucionais relevantes, que possibilitou e incentivou a expansão do mercado interno. As indústrias nacionais dirigiram-se ao mercado de capitais em estruturação para conseguir financiamento de suas atividades, tendo em vista que não havia outro modelo de financiamento concorrente. Assim sendo, é possível concluir com clareza que as ferrovias estão relacionadas com os mercados de capitais. Porém, essa relação varia conforme a praça analisada.

Além dessas respostas acima, perceberam-se outras informações. Há aparente contradição entre a justificativa acadêmica tradicional para o desenvolvimento mais lento da economia brasileira, em relação ao de outros países. O argumento estruturante da deterioração dos termos de troca (DTT), desenvolvido por Celso Furtado, baseado em Raul Prebisch, não se mantém na análise atual. Em contrapartida, a alegação que coaduna com este trabalho advém de outros autores, como Stephen Haber e Herbert Klein, que releem o período e afirmam que a lenta expansão do transporte interferiu no crescimento nacional, ao tentar mostrar que o desenvolvimento do setor de transportes brasileiros sofreu mais impacto das opções legislativas estritamente nacionais do que em razão de fatores exógenos.

Outro tópico controverso foi que o capital estrangeiro possuía um tratamento diferenciado, mas não preferencial. O sucesso de financiamento advinha mais da capacidade de captação de capital a um preço menor e da ausência de interferência

do Estado na modelagem da companhia do que em razão de benefícios diretos, os quais apenas mitigavam as ineficiências locais. A maturidade do mercado financeiro e de capitais londrinos possuía grande eficiência transacional, o que resultava em um capital mais atrativo, se comparado com economias mais rudimentares nesse aspecto. Os ganhos a montante (*backward linkage*) poderiam ter sido maiores, caso o capital nacional estivesse mais desenvolvido.

Como foi demonstrada ao longo do texto, a participação do Estado inibiu o desenvolvimento das indústrias e dos mercados necessários para absorver os ganhos a montante nas ferrovias. Em razão disso, esses ganhos foram repassados para outros países, na indústria de base e no mercado de capitais. Apesar da perda de ganhos a montante, os ganhos a jusante (*forward linkage*) foram intensos e internalizados no Brasil, o que foi extremamente positivo para a sociedade brasileira, apesar dos custos de implementação das ferrovias, agravados pelos custos políticos impostos.

Como conclusão final deste trabalho, entendeu-se que as instituições políticas foram as responsáveis por incentivar a instalação das primeiras ferrovias, mas também foram responsáveis por limitar seu ritmo de evolução. A definição desse ritmo influenciou diretamente no desenvolvimento da economia brasileira no período analisado neste trabalho. Apesar de ter tido custos agravados, a instalação das ferrovias, se comparada com a realidade de outras sociedades, gerou ganhos ainda maiores para a coletividade, em razão da ausência de outros modos de transporte.

Ao optar pelo presente tema, inferiu-se que haveria vasta literatura e que se produziria apenas uma nova abordagem jurídica. Verificou-se, contudo, que a produção nacional, apesar de ser de qualidade, é pequena e produzida primordialmente no século XX. A ausência de livros e estudos nacionais que tratassem sobre assunto foi contrabalançada com a surpresa positiva de autores estrangeiros que abordaram com tanta perícia e profundidade esse tema, primordialmente nacional. As informações necessárias para a produção textual foram obtidas com pesquisa bibliográfica e com os dados disponíveis em bancos de dados privados e públicos.

Este trabalho se encerra com mais perguntas do que respostas. A resposta principal foi alcançada, contudo, surgiram diversas questões colaterais, que se referem tanto a temas do passado quanto a temas do presente. No passado, por exemplo, qual a formação societária das ferrovias existentes no período? Quem era

o investidor médio durante o segundo império e a primeira república? No presente, as questões descritas exigem a produção de artigos específicos para respondê-las, como o impacto do BNDES sobre o mercado de infraestrutura? Como é possível alterar a estrutura verticalizada das ferrovias e seus grandes usuários? Como é possível mitigar a influência de interesses locais sobre os projetos de infraestrutura nacionais? Como mitigar a ingerência do Estado sobre decisões de investidores privados? Como tornar o Brasil um ambiente atraente para grandes investimentos em infraestrutura?

A metodologia adotada mostrou-se apropriada ao integrar os valores da época que perpassaram diversos mercados no período. Além disso, foram expostos, de modo mais claro, os interesses que definiam, mesmo que de modo inconsequente, os rumos do país. Por isso, entende-se que o objeto desta pesquisa foi atingido a contento.

Este trabalho teve a intenção de demonstrar como as instituições brasileiras do final do século XIX e início do século XX influenciaram a modelagem do setor ferroviário, o tratamento do capital estrangeiro, bem como foram responsáveis pela configuração dos mercados de capitais e financeiro. Buscou-se apresentar o mercado de capitais pátrio como um incentivo à expansão da malha ferroviária, embora os dados tenham mostrado outra realidade. Uma realidade complexa, em uma rede de relações que simples conjecturas não foram capazes de conceber. Porém, de modo algum este trabalho foi perdido por essa hipótese inicial não satisfeita.

A missão do pesquisador não é curvar a realidade a sua vontade inicial, mas reverenciar a grandiosidade humana empiricamente. Entre os grandes aprendizados desta pesquisa, cita-se a obliteração de diversos conceitos preconcebidos equivocadamente, como o oportunismo do capital estrangeiro, e a convicção de que a sociedade é diretamente responsável pelo crescimento de economia nacional ou pela ausência dele.

As lições aqui materializadas podem auxiliar na formulação de normas legislativas e técnicas sobre o setor ferroviário e de capitais. Pretendeu-se mitigar o temor do brasileiro aos investidores estrangeiros e incentivar uma relação mais amistosa com esses agentes. Além disso, almejou-se conscientizar o leitor de que a norma não é uma regra desconectada do ambiente e do tempo em que foi criada. O

acadêmico do Direito deve verificar a aderência de sua hipótese com a realidade, porque qualquer trabalho que não refletir os fatos não passa de uma opinião escrita.

REFERÊNCIA

- ABREU, M. D. P. **A ordem do progresso**: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989. São Paulo: Campus, 1989.
- ACEMOGLU, D.; ROBINSON, J. A. **Por que as nações fracassam**. São Paulo: Elsevier Brasil, 2012.
- ADLER, D. R.; HIDY, N. E. **British investment in American railways, 1834-1898**. [S.I.]: Eleutherian Mills-Hagley Foundation, 1970.
- AKERLOF, G. A. et al. Looting: the economic underworld of bankruptcy for profit. **Brookings Papers on Economic Activity**, [S.I.], v. 1993, n. 2, p. 1-73, 1993.
- ARTHUR, W. B. **Increasing returns and path dependence in the economy**. Ann Arbor: University of Michigan Press, 1994.
- BARBETTA, P. A. **Estatística aplicada às ciências sociais**. Florianópolis: Ed. UFSC, 2008.
- BARZEL, Y. **Economic analysis of property rights**. Cambridge: Cambridge University Press, 1989.
- BASKIN, J. B. The development of corporate financial markets in Britain and the United States, 1600-1914: overcoming asymmetric information. **The Business History Review**, [S.I.], p. 199-237, 1988.
- BATES, R. H. **Essays on the political economy of rural Africa**. California: Univ of California Press, 1987.
- BEBCHUK, L. A.; ROE, M. J. A theory of path dependence in corporate ownership and governance. **Stanford Law Review**, [S.I.], p. 127-170, 1999.
- BERKOWITZ, D.; PISTOR, K.; RICHARD, J.-F. Economic development, legality, and the transplant effect. **European Economic Review**, [S.I.], v. 47, n. 1, p. 165-195, 2003.
- BOYD, R.; RICHERSON, P. J. **Culture and the evolutionary process**. Chicago: University of Chicago Press, 1988.
- BRASIL. **Decreto nº 1.487 de 13 de dezembro de 1854**. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-1487-13-dezembro-1854-590646-publicacaooriginal-115747-pe.html>>. Acesso em: 12 fev. 2015.
- BRASIL. **Decreto nº 10.262, de 6 de julho de 1889**. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-10262-6-julho-1889-542593-publicacaooriginal-51764-pe.html>>. Acesso em: 15 fev. 2015.
- BRASIL. **Decreto nº 164, de 17 de janeiro de 1890**. Reforma a lei n. 3150 de 4 de novembro de 1882. Disponível em:

<<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-164-17-janeiro-1890-518020-publicacaooriginal-1-pe.html>>. Acesso em: 16 fev. 2015.

BRASIL. **Decreto nº 2.397, de 10 de setembro de 1873**. Manda construir uma estrada de ferro que communique o littoral da Capital da Provincia de S. Pedro do Rio Grande do Sul como as fronteiras e abre o credito necessario para as despesas com os estudos primitivos e construcção da mesma estrada. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-2397-10-setembro-1873-550916-publicacaooriginal-66982-pl.html>>. Acesso em: 16 fev. 2015.

BRASIL. **Decreto nº 2.711, de 19 de dezembro de 1860**. Contém diversas disposições sobre a criação e organização dos Bancos, Companhias, Sociedades anonymas e outras, e prorroga por mais quatro mezes o prazo marcado pelo artigo 1º do Decreto nº 2.686 de 10 de novembro do corrente anno. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/Historicos/DIM/DIM2711.htm>. Acesso em: 14 mar. 2015.

BRASIL. **Decreto nº 3.403, de 24 de novembro de 1888**. Permite ás companhias anonymas, que se propuzerem a fazer operações bancarias, emittir, mediante certas condições, bilhetes ao portador e á vista, convertiveis em moeda corrente, e dá outras providencias. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-3403-24-novembro-1888-542102-publicacaooriginal-49437-pl.html>>. Acesso em: 25 out. 2015.

BRASIL. **Decreto nº 549, de 17 de setembro de 1891**. Declara de utilidade pública a desapropriação, no Estado de Pernambuco, da propriedade denominada engenho Camassary. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-549-17-setembro-1891-541658-norma-pe.html>>. Acesso em: 11 jan. 2016.

BRASIL. **Decreto nº 801, de 2 de julho de 1851**. Autorisa a organização do Banco do Brasil, e approva os seus Estatutos com algumas alterações. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-801-2-julho-1851-559446-publicacaooriginal-81664-pe.html>>. Acesso em: 12 jun. 2015.

BRASIL. **Decreto-lei nº 641 de 26 de julho de 1852**. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-641-26-junho-1852-558790-publicacaooriginal-80365-pl.html>>. Acesso em: 04 dez. 2015.

BRASIL. **Lei nº 1.083, de 22 de agosto de 1860**. Contendo providencias sobre os Bancos de emissão, meio circulante e diversas Companhias e Sociedades. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LIM/LIM1083.htm>. Acesso em: 31 mar. 2016.

BRASIL. **Lei nº 1.349, de 12 de setembro de 1866**. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1824-1899/lei-1349-12-setembro-1866-554051-publicacaooriginal-72488-pl.html>>. Acesso em: 06 mai. 2016.

BRASIL. **Lei nº 11.772, de 17 de setembro de 2008**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/lei/l11772.htm>. Acesso em: 07 jan. 2016.

BRASIL. **Lei nº 234, de 23 de novembro de 1841**. Criando um Conselho de Estado. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/LEIS/LIM/LIM234.htm>. Acesso em: 04 dez. 2015.

BRASIL. **Lei nº 3.150, de 4 de novembro de 1882**. Regula o estabelecimento de companhias e sociedades anônimas. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LIM/LIM3150.htm>. Acesso em: 12 fev. 2015.

BRASIL. **Lei nº 401, de 11 de Setembro de 1846**. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1824-1899/lei-401-11-setembro-1846-560401-publicacaooriginal-83202-pl.html>>. Acesso em: 04 dez. 2015.

BRASIL. **Lei nº 683, de 5 de Julho de 1853**. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1824-1899/lei-683-5-julho-1853-558579-publicacaooriginal-80017-pl.html>>. Acesso em: 15 fev. 2015.

BRASIL. **Mensagem nº 421, de 25 de julho de 2016**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/_Ato2015-2018/2016/Msg/VEP-421.htm>. Acesso em: 12 ago. 2016.

BRASIL. Senado Federal. Especialistas apontam índices alarmantes da infraestrutura de transportes e logística. **Agência Senado**, Brasília, DF, 15 jun. 2016. Disponível em: <<http://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2016/06/15/especialistas-apontam-indices-alarmantes-da-infraestrutura-de-transportes-e-logistica>>. Acesso em: 17 jun. 2015.

BRAZIL. **Lei de 20 de outubro de 1823**. Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei_sn/anterioresa1824/lei-40951-20-outubro-1823-574564-publicacaooriginal-97677-pe.html>. Acesso em: 14 mar. 2015.

BROADBRIDGE, S. **Studies in railway expansion and the capital market in England: 1825-1873**. [S.l.]: Taylor & Francis, 2005.

BUCHANAN, J. M.; TULLOCK, G. **The calculus of consent**. Ann Arbor: University of Michigan Press, 1962.

CALDEIRA, J.; DE ALMEIDA, H. **Mauá: empresário do império**. São Paulo: Companhia das Letras, 1995.

CARREIRA, L. C. **História financeira e orçamentária do Império do Brasil**. Brasília, DF: Senado Federal, 1980.

CARVALHO, V. M. D.; CASTRO, R. M. D. **Política industrial, campeões nacionais e antitruste sob a perspectiva brasileira: uma avaliação crítica**. Direito e Desenvolvimento: um diálogo entre os BRICS. 2012. (Série Direito em Debate-Direito Desenvolvimento Justiça, v. 1).

CASELLA, G.; BERGER, R. L. **Statistical inference**. Pacific Grove, CA: Duxbury, 2002.

CASTRO, A. C.; STEPHAN, E. **As empresas estrangeiras no Brasil, 1860-1913**. Rio de Janeiro: Zahar, 1979.

CHARLTON, C.; GIBB, R.; SHAW, J. Regulation and continuing monopoly on Britain's railways. **Journal of Transport Geography**, [S.l.], v. 5, n. 2, p. 147-153, 1997.

COASE, R. H. Problem of social cost, the. **JL & econ.**, [S.l.], v. 3, p. 1, 1960.

COHEN, J. **Statistical power analysis for the behavioral sciences (revised ed.)**. New York: Academic Press 1977.

CURRIE, A. W. **The Grand Trunk Railway of Canada**. Toronto: University of Toronto, 1957.

DANCEY, C. P.; REIDY, J. **Estatística sem matemática para psicologia**. São Paulo: Penso, 2013.

DAVID, P. A. Clio and the economics of QWERTY. **The American Economic Review**, [S.l.], v. 75, n. 2, p. 332-337, 1985. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1805621>>. Acesso em: 25 out. 2015.

DUNCAN, J. S. **Public and private operation of railways in Brazil**. Columbia: Columbia University Press, 1932.

EICHENGREEN, B. Financing Infrastructure in developing countries: lessons from the railway age. **The World Bank Research Observer**, [S.l.], v. 10, n. 1, p. 75-91, 1995. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/3986567>>. Acesso em: 14 mar. 2015.

FAORO, R. **Os donos do poder-formação do patronato político brasileiro**. Globo Livros, 2013.

FAUSTO, B. **História do Brasil**. São Paulo: Edusp, 1994.

FENDT, JR, R. Investimentos ingleses no Brasil, 1870-1913-uma avaliação da política brasileira. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 31, n. 3, p. 521-540, 1977.

FIGUEIREDO FILHO, D. B.; SILVA JUNIOR, J. A. Desvendando os mistérios do coeficiente de correlação de Pearson (r). **Revista Política Hoje**, Recife, v. 18, n. 1, 2010.

FISHLOW, A. **American railroads and the transformation of the ante-bellum economy**. Cambridge: Harvard University Press Cambridge, MA, 1965.

FISHLOW, A. Origins and consequences of import substitution in Brazil. In: DI MARCO, L. E. (Ed.) **International economics and development: essays in honor of Raul Prebisch**. New York: Wiley, 1972. p. 311-365.

FOGEL, R. W. **The Union Pacific Railroad: a case in premature enterprise**. Johns Hopkins University Press, 1960.

FONSECA, P. C. D. A controvérsia entre metalismo e papelismo e a gênese do desenvolvimentismo no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 26., Salvador, 2008. **Anais eletrônicos...** Niterói: ANPEC, 2008. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2008/artigos/200807210827300-.pdf>>. Acesso em: 14 abr. 2016.

FRANK, R. H. **Passions within reason**: the strategic role of the emotions. [S.l.]: WW Norton & Co, 1988.

FRANK, Z. L. **Dutra's world**: wealth and family in nineteenth-century. Rio de Janeiro: UNM Press, 2004.

FURTADO, C.; IGLÉSIAS, F. **Formação econômica do Brasil**. [S.l.], 1959.

GAULD, C. **Farquhar o último titã**: um empreendedor americano na América Latina. São Paulo: Editora de Cultura, 2006.

GIAMBIAGI, F. **Brasil, raízes do atraso**: paternalismo versus produtividade: as dez vacas sagradas que acorrentam o país. São Paulo: Campus, 2007.

GLAZEBROOK, G. D. T. **A history of transportation in Canada**. [S.l.], McGill-Queen's Press-MQUP, 1964.

GLEICK, J. **Chaos**: making a new science. [S.l.], Penguin Books, 1987.

GÓMEZ-IBÁÑEZ, J. A.; DE RUS, G. **Competition in the railway industry**: an international comparative analysis. Cheltenham Glos: Edward Elgar Publishing, 2006.

GORGA, E. **Direito societário atual**. Rio de Janeiro: Elsevier Brasil, 2013.

GRANOVETTER, M. Economic action and social structure: the problem of embeddedness. **American Journal of Sociology**, p. 481-510, 1985.

HABER, S. **Crony capitalism and economic growth in Latin America**: theory and evidence. Stanford: Hoover Institution Press, 2013.

HABER, S. The Political Economy of Financial Market Regulation and Industrial Productivity in Brazil, 1866-1934. *Political Institutions and Economic Growth in Latin America: Essays in Policy, History, and Political Economy*, 1996. p. 69, ISSN 081799663X.

HABER, S.; KLEIN, H. S. The economic consequences of Brazilian independence. In: HABER, S. (Ed.). **How Latin America fell behind**: essays on the economic histories of Brazil and Mexico. [S.l.], 1997. p. 252-4.

HANLEY, A. G. **Native capital**: financial institutions and economic development in São Paulo, Brazil, 1850-1920. Stanford: Stanford University Press, 2005.

HANLEY, A. Is it who you know? entrepreneurs and bankers in Sao Paulo, Brazil, at the turn of the twentieth century. **Enterprise and Society**, [S.l.], v. 5, n. 02, p. 187-225, 2004.

HOLANDA, S. B. **Raízes do Brasil**: edição comemorativa 70 anos. São Paulo: Companhia das Letras, 2006.

INSTITUTO BRASIEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Estatísticas históricas do Brasil: series econômicas, demográficas e sociais de 1550 a 1988**. Rio de Janeiro: IBGE, 1990. Disponível em: <<http://seculoxx.ibge.gov.br/economicas/tabelas-setoriais/transporte-e-comunicacao/extensao-da-rede-ferroviaria-em-trafego-1854-1985>>. Acesso em: 14 mar. 2016.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

LAZZARINI, S. G. **Capitalismo de laços**: os donos do Brasil e suas conexões. São Paulo: Elsevier, 2011.

LAZZARINI, S. G. et al. **What do development banks do? Evidence from Brazil, 2002-2009**. [S.l.], 2011.

LEFF, N. H. **Economic policy-making and development in Brazil, 1947-1964**. New York: John Wiley & Sons, 1968.

LEVY, M. B. **A indústria do Rio de Janeiro através de suas sociedades anônimas**: esboços de história empresarial. Rio de Janeiro: Editora UFRJ, 1994.

LEVY, M. B. **História da bolsa de valores do Rio de Janeiro**. Rio de Janeiro: Ibmec, 1977.

LEWIS, F.; MACKINNON, M. Government loan guarantees and the failure of the Canadian Northern Railway. **The Journal of Economic History**, [S.l.], v. 47, n. 01, p. 175-196, 1987.

LIMA NETO, O. et al. **Caminhos do Brasil**. Brasília GEIPOT, 2001.

LIST, F.; COLWELL, S. **National system of political economy**. [S.l.]: JB Lippincott & Company, 1856.

MARTINS, M. F. V. **A velha arte de governar**: um estudo sobre política e elites a partir do Conselho de Estado (1842-1889). Brasília, DF: Presidência da República, Arquivo Nacional, 2007.

MERCER, L. J. Land grants to American railroads: social cost or social benefit? **The Business History Review**, p. 134-151, 1969.

MERCER, L. J. Taxpayers or investors: who paid for the land-grant railroads? **The Business History Review**, p. 279-294, 1972.

MESSERLI, F. H. Chocolate consumption, cognitive function, and nobel laureates. **New England Journal of Medicine**, [S.l.] v. 367, n. 16, p. 1562-1564, 2012.

MEZA, D.; WEBB, D. C. Too much investment: a problem of asymmetric information. **The quarterly Journal of Economics**, [S.l.], p. 281-292, 1987.

- MORRIS, C. R. **Os magnatas**: como Andrew Carnegie, John D Rockefeller, Jay Gould e JP Morgan inventaram a supereconomia americana. Rio de Janeiro: L&PM, 2006.
- MUSACCHIO, A. **Experiments in financial democracy**: corporate governance and financial development in Brazil, 1882-1950. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.
- NABUCO, J. **Minha formação**. [S.l.], 2015.
- NORTH, D. C. **Institutions, institutional change and economic performance**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.
- NORTH, D. C. **Structure and change in economic history**. [S.l.]: Norton, 1981.
- NORTH, D. C.; THOMAS, R. P. **The rise of the western world**: a new economic history. Cambridge: Cambridge University Press, 1973.
- NORTH, D. C.; WEINGAST, B. R. Constitutions and commitment: the evolution of institutions governing public choice in seventeenth-century England. **The Journal of Economic History**, [S.l.], v. 49, n. 04, p. 803-832, 1989.
- PARGENDLER, M. Cinco mitos sobre a história das sociedades anônimas no Brasil. **Harvard Law Review**, [S.l.], v. 119, n. 5, p. 1333-1403, 2006.
- PARGENDLER, M. **Evolução do direito societário**: lições do Brasil. São Paulo: Saraiva, 2013.
- PELAEZ, C. M.; SUZIGAN, W. **História monetária do Brasil**: análise da política, comportamento e instituições monetárias. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1981.
- PEREIRA, V. D. B. **Transportes**: história, crises e caminhos. São Paulo: Civilização Brasileira, 2012.
- POITRAS, G. **Handbook of research on stock market globalization**. Northampton: Edward Elgar Publishing, 2012.
- POLANYI, K. **A grande transformação**. São Paulo: Leya, 2013. ISBN 972441759X.
- POSNER, R. A. A theory of primitive society, with special reference to law. **The Journal of Law & Economics**, [S.l.], v. 23, n. 1, p. 1-53, 1980.
- PREBISCH, R.; CABAÑAS, G. M. El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas. **El Trimestre Económico**, [S.l.], v. 16, n. 63, p. 347-431, 1949.
- RODRIGUES, J. C. **Resgate das estradas de ferro do Recife a S. Francisco e de outras que gozavam da garantia de juros**. Brasília, DF: Imprensa Nacional, 1902.
- ROE, M. J. Chaos and evolution in law and economics. **Harvard Law Review**, [S.l.], p. 641-668, 1996.

- ROE, M. J. Legal origins, politics, and modern stock markets. **Harvard Law Review**, [S.l.], v. 120, p. 460, 2006.
- SAES, F. A. M. **As ferrovias de São Paulo, 1870-1940**. São Paulo: Hucitec: Brasília, DF: Instituto Nacional do Livro; Ministério da Educação e Cultura, 1981.
- SAMUELS, D. J. Pork Barreling Is Not Credit Claiming or Advertising: Campaign Finance and the Sources of the Personal Vote in Brazil. **The Journal of Politics**, [S.l.], v. 64, n. 3, p. 845-863, 2002.
- SANTOS, W. G. **O ex-Leviatã brasileiro: do voto disperso ao clientelismo concentrado**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2006.
- SCHAPIRO, M. Rediscovering the developmental path? development bank, law, and innovation financing in the Brazilian economy. **Development Bank, Law, and Innovation Financing in the Brazilian Economy**, [S.l.], n. 17, jan. 2012.
- SCHULZ, J. **A crise financeira da abolição, 1875-1901**. São Paulo: Edusp, 1996.
- SCHUMPETER, J. A. **Capitalism, socialism and democracy**. Florence: Routledge, 2013.
- SIMON, H. A. From substantive to procedural rationality. In: KASTELEIN, T. J. et al. (Ed.). **25 years of economic theory**. [S.l.]: Springer, 1976. p. 65-86.
- SIQUEIRA, E. **Resumo histórico de The Leopoldina Railway Company, Limited**. Rio de Janeiro: Grafica Editora Carioca, 1938.
- SUMMERHILL, W. R. Market intervention in a backward economy: railway subsidy in Brazil, 1854-1913. **The Economic History Review**, [S.l.], v. 51, n. 3, p. 542-568, 1998. Disponível em: < <http://www.jstor.org/stable/2598948>>. Acesso em: 14 mar. 2014.
- SUMMERHILL, W. R. **Order against progress: government, foreign investment, and railroads in Brazil, 1854-1913**. Stanford: Stanford University Press, 2003.
- SUMMERHILL, W. Transport improvements and economic growth in Brazil and Mexico. In: HABER, S. (Ed.). **How Latin America fell behind**. Stanford: Stanford University Press, 1997. cap. 4, p.93-117.
- SYLLA, R. Financial systems and economic modernization. **The Journal of Economic History**, [S.l.], v. 62, n. 02, p. 277-292, 2002.
- TOMBOLO, G. A.; SAMPAIO, A. V. O PIB brasileiro nos séculos XIX e XX: duzentos anos de flutuações econômicas. **Revista de Economia**, Curitiba, v. 39, n. 3, 2013.
- VILLELA, A. V.; SUZIGAN, W. **Política do governo e crescimento da economia brasileira, 1889-1945**. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1975.
- WEBER, M. **Economia e sociedade: fundamentos da sociologia compreensiva**. Brasília, DF: Editora Universidade de Brasília., 1994.

WEINGAST, B. R.; MARSHALL, W. J. The industrial organization of congress; or, why legislatures, like firms, are not organized as markets. **The Journal of Political Economy**, [S.l.], p. 132-163, 1988.