



Série Documentos de Trabalho
Working Papers Series

**A ALTERAÇÃO DA ESTRUTURA ACIONISTA DAS
COMPANHIAS COLONIAIS POMBALINAS: IMPACTOS DO
MERCADO SECUNDÁRIO DE TÍTULOS EM PORTUGAL NO
SÉCULO XVIII**

Leonor Freire Costa, Pedro Neves,
Tomás Pinto de Albuquerque

DT/WP nº 60

ISSN 2183-1785

Instituto Superior de Economia e Gestão
Universidade de Lisboa

Documento de Trabalho/ Working Paper nº 60

**A ALTERAÇÃO DA ESTRUTURA ACIONISTA DAS COMPANHIAS COLONIAIS POMBALINAS:
IMPACTOS DO MERCADO SECUNDÁRIO DE TÍTULOS EM PORTUGAL NO SÉCULO XVIII.**

Leonor Freire Costa

Pedro Neves

Tomás Pinto de Albuquerque

GHER

Gabinete de História Económica e Social

Lisboa

2019

Resumo

As companhias coloniais são um exemplo da conjugação de interesses entre o Estado e grupos empresariais, no que hoje chamamos uma parceria público-privada. Neste contrato, o Estado concede às empresas o direito de explorar e administrar um território e os investidores fornecem os fundos, esperando taxas de retorno gratificantes em resultado do monopólio legal. Este é um modelo comum a muitas potências coloniais europeias desde o século XVII. A historiografia tem questionado o potencial deste modelo para impulsionar o desenvolvimento financeiro e tem assumido que foi mais eficaz no Norte do que no Sul da Europa. Basicamente, a solução empreendedora para explorar regiões coloniais com base em sociedades anónimas poderá ter levado a resultados diferentes no que diz respeito ao funcionamento do mercado de capitais.

Embora esta ideia prevaleça na literatura, não sabemos muito sobre o caso português. Até agora, nenhum estudo analisou a evolução da estrutura de propriedade dessas empresas. Se esta se alterou ao longo do período de vigência do contrato com o Estado é um tema em aberto que aguarda uma investigação que contribuirá para a compreensão das características do mercado de capitais em Portugal.

Neste Documento de Trabalho apresentamos os primeiros resultados de um projeto de investigação sobre o desenvolvimento do mercado de capitais no Portugal do século XVIII. Analisamos a estrutura de propriedade de duas empresas coloniais, a *Companhia Geral do Grão-Pará e Maranhão* e a *Companhia Geral de Pernambuco e Paraíba*, fundadas em 1755 e 1759, respetivamente. O estudo das transações das suas ações revela uma mudança significativa na estrutura de propriedade que resultou da Oferta Pública Inicial.

Trazendo novos dados, e contrariando a ideia predominante na historiografia portuguesa, este Documento de Trabalho mostra que estas companhias tiveram um papel no desenvolvimento do mercado de capitais em Portugal.

Classificação JEL: N2, G3

Palavras-chave: mercado de capitais, companhias pombalinas

Abstract

The colonial chartered companies are an example of the merging interests between the state and economic groups, in what we call today a public-private partnership. In this contract, the state grants the companies the right to explore and administrate a territory and investors supply the funds, expecting rewarding rates of return due to the legal monopoly. This is a model common to many colonial European powers since the seventeenth century. Scholars have questioned its potentials to boost financial development, and have found it more effective in the North than in the South of Europe. Basically, the entrepreneurial solution to exploit colonial regions based on joint stock companies could have led to different results concerning the capital markets' workings.

Although this idea prevails in the literature, we do not know much about the Portuguese case. So far, no study has looked into the evolution of the ownership structure of these companies. Whether it changed over the time span of the contract with the state is a topic for research, which will contribute to a better understanding of the capital market's features in Portugal.

In this Working Paper we present the first results of a research project on the development of capital market in the eighteenth-century Portugal. We analyse the ownership structure of two colonial companies, *Campanhia Geral do Grão-Pará e Maranhão* and *Companhia Geral de Pernambuco e Paraíba* founded in 1755 and 1759, respectively. The study of the securities transactions reveals a significant change of the ownership structure that came out from the Initial Public Offering.

Bringing about new data, and contrary to the wisdom prevailing in Portuguese historiography, this Working Paper shows that these companies had a role in the development of the capital market in Portugal.

JEL codes: N2, G3

Keywords: capital markets, chartered companies, early modern economies, Portugal

PLANO

Introdução

1. A formação de companhias coloniais
2. Estatutos e constituição do capital social das companhias
3. A estrutura inicial da propriedade das companhias pombalinas
4. A transmissibilidade das ações. Evidência de um mercado secundário
5. A estrutura da propriedade nas vésperas da extinção das companhias

Considerações finais

Referências bibliográficas

Introdução¹

A criação de companhias monopolistas foi uma das concretizações do governo de Sebastião José de Carvalho e Melo (conde de Oeiras e Marques de Pombal) enquanto ministro de D. José I, à qual a historiografia luso-brasileira tem amplamente atendido (Saraiva, 1938, 1941; Júnior, 1976; Dias, 1962, 1970; Carreira, 1983a, 1983b; Macedo, 1989, 2006; Marcos, 1997; Dias, 2001, 2014; Silva, 2016). Neste trabalho pretende-se averiguar as implicações destas sociedades no desenvolvimento de um mercado secundário de títulos (ações), o que constitui uma perspetiva do tema muito pouco estudada (Carreira, 1983b; Marcos, 1997). Com esse objetivo, abordamos as companhias pombalinas numa dupla vertente, a saber: 1) como condição de desenvolvimento do mercado de capitais, por um lado; 2) como sujeitas à transformação das suas bases sociais, por outro lado, aumentando a probabilidade de problemas de governança. A associação entre liquidez dos títulos e o agravamento de problemas de agência internos às empresas é uma hipótese de trabalho que encontra sustentação nos exemplos das companhias coloniais da Europa do Norte ao que uma ampla literatura oferece sustentação teórica (Carlos & Nicholas, 1988, 1996; Carlos, 1992, 1994; Chaudhuri, 2006; Petram, 2011; Oglivie, 2011; Erikson, 2014; Vallent & Sgourev, 2013). Em última instância, se o mercado de capitais foi especialmente dinâmico terá contribuído para a descaracterização do grupo de acionistas fundadores, o que possivelmente afetou a capacidade destas corporações para atuarem como grupo de interesse coeso contra decisões discricionárias do Estado.

No presente artigo oferece-se uma primeira mostra dos resultados da pesquisa desenvolvida no âmbito do projeto de investigação sobre mercado de capitais em Portugal nos séculos XVII e XVIII e que compreende na sua agenda um estudo da estrutura de propriedade destas empresas e uma avaliação das estratégias dos investidores que participaram no mercado de títulos destas empresas. A informação arquivística dominante encontra-se nos Livros de Ações das companhias de Grão-Pará e Maranhão e de Pernambuco e Paraíba. Nesta etapa da pesquisa pretendemos identificar a estrutura da propriedade destas companhias em dois momentos cruciais: no arranque e no final do

¹ Este trabalho foi financiado por Fundos Nacionais através da Fundação para a Ciência e a Tecnologia (FCT) no âmbito do Projeto UID/SOC/04521/2013.

prazo do contrato com o Estado (20 anos cumpridos para a companhia de Grão-Pará), o que informa uma visão preliminar do dinamismo do mercado de capitais em Portugal. Como segundo objetivo, avaliamos o número de transações realizadas, questionando que segmentos do grupo de acionistas iniciais mais contribuiu para alterar a estrutura da propriedade ao contar com a transmissibilidade destes títulos, seja por venda, por herança ou cessão por outras razões que digam da importância que estes títulos tiveram como ativos financeiros. No âmbito deste questionário, cabe dar particular atenção à alteração da base social das empresas, considerando as diferentes relações de força asseguradas nos estatutos aos que tinham direito de voto. Para participar na escolha da formação das mesas de deputados (governo das companhias) bastava possuir 5 ou mais ações, mas a gestão direta das empresas, por exigências estatutárias, estava reservada aos acionistas com 10 ou mais ações.

Ficará demonstrado que o mercado foi suficientemente dinâmico para alterar a estrutura da propriedade destas empresas e, como tal, afetou as características das corporações. Este enfoque constitui um primeiro passo de uma reavaliação das razões correntemente evocadas na historiografia para a não prorrogação do contrato destas empresas por mais 10 anos, conforme previsto no contrato com a coroa.

O presente trabalho desenvolve-se em cinco subsecções. Na primeira secção dá-se um sumário da importância do modelo de companhias coloniais em Portugal e como a historiografia o perspetiva. Na segunda secção atendemos aos estatutos das empresas coloniais pombalinas. As secções seguintes procuram testar a hipótese que colocamos. Na secção 3 observamos a estrutura inicial da propriedade, na secção 4 estudamos as diferentes formas de transmissibilidade que os títulos sofreram e na secção 5 testamos a hipótese observando a estrutura da propriedade em 1777, momento que antecede a decisão régia de não prorrogação do contrato. Segue-se uma secção com considerações finais sobre a contribuição deste ensaio.

1- A formação de companhias coloniais

A fundação de companhias para as colónias, tendo uma orientação marcadamente mercantilista, baseou-se no princípio de contrato ou “parceria” entre o Estado e capitais privados (Rodrigues & Sangster, 2012). Por contrato, e base dos estatutos destas empresas, o Estado entregava-lhes o monopólio da exploração de territórios coloniais. O

modelo é comum a outras companhias europeias que dominaram a paisagem empresarial da colonização de territórios americanos (Hudson Bay Company) ou de exploração do comércio com a África e Ásia (as Companhias holandesa e inglesa para a Ásia - VOC e EIC - a Companhia Francesa das Índias, ou Royal African Company)². De uma forma geral, os traços comuns entre as companhias portuguesas, inclusive as pombalinas, e as suas congéneres europeias, respeitam a “permanência da corporação, o fracionamento do capital em ações, a índole transmissível dos títulos, a responsabilidade limitada, enfim, a sua vocação para um exercício de grande magnitude empresarial.”³ Uma diferença, porém, entre a experiência de companhias coloniais em Portugal e o que se sabe ser a fortuna das grandes companhias asiáticas ou americanas inglesas, holandesa ou francesa, advém da rescisão prematura dos contratos por parte da coroa portuguesa, encurtando significativamente a permanência da corporação, no século XVII. Sublinhe-se que a permanência da corporação constitui uma condição do desenvolvimento do mercado secundário de títulos, oferecendo algum fundamento a uma historiografia que vê no sul da Europa constrangimentos institucionais ao desenvolvimento financeiro que acompanhou a expansão colonial das regiões que acabariam por liderar o crescimento económico europeu a partir de meados do século XVII (Gelderblom & Jonker, 2005; Irigoien & Grafe, 2007; Grafe, 2011).

A curta duração das companhias em Portugal terá tido razões múltiplas e dependentes de diferentes contextos históricos e geográficos das empresas prematuramente liquidadas. As razões da curta vida da chamada companhia de Corisco serão certamente distintas das que impediram o sucesso da primeira Companhia da Índia (1627-1635) ou das que levaram à extinção precoce da Companhia Geral do Comercio do Brasil (1649-1661) que instrumentalizou a questão dos cristãos novos em Portugal (Azeredo, 1903; Silveira, 1949; Mauro, 1960; Lisanti, 1973; Disney, 1977; Boxer, 1949; Carreira, 1983a; Marcos, 1997; Costa, 2002; Pijning, 2016). Mas não há dúvida de que tal estigma acusou um elevado risco político para estes institutos. O marquês de Pombal reconheceu-o como um dos motivos das possíveis dificuldades em reunir interessados nas companhias dirigidas a fomentar a economia do norte e nordeste do Brasil. Por isso, na etapa de preparação do lançamento de oferta pública de títulos destas empresas, procurou-se disseminar a informação sobre a segurança ineludível dos títulos ao tomá-los como aplicações

² Vide, CARLOS, 1992, 1994; CHAUDHURI, 1965, 2006; PETRAM, 2011, BARASSIN, 1963

³ MARCOS, 1997, p.46.

idênticas à aquisição de padrões de juro – ou títulos perpétuos de dívida pública (Marcos, 1977, p.446; Alvará de 30 de Outubro de 1756). A desconfiança generalizada do público relativamente a investimentos em companhias coloniais contribuiria para o insipiente desenvolvimento do mercado dos capitais, mercado esse que o ministro reconhecia ser necessário dinamizar para a boa contratualização dos custos da administração e fomento da colónia através deste tipo de empresas “majestáticas”⁴.

O governo pombalino pretendeu eliminar o estigma que prévias atuações da coroa haviam gerado em torno de aplicações financeiras e que revelavam o desrespeito dos soberanos pelos direitos de propriedade dos acionistas, quando, discricionariamente, revogaram os contratos para darem direitos de monopólio a associações privadas de capitais. A historiografia portuguesa tem observado esta atuação da coroa como o reflexo de cedências oportunistas a interesses contrários ao regime de monopólio (Macedo, 2006). No entanto, é bom recordar, em outras partes da Europa houve o mesmo confronto entre os que defendiam o monopólio e aqueles que preferiam o comércio livre (Hussey, 1934). Faz parte da história destes institutos o modo como mobilizaram opositores, já que também em Inglaterra ou nos Países Baixos, as grandes companhias defrontaram-se com interesses mais ou menos organizados, sendo um dos custos destas empresas a aquisição de favores políticos que as defendessem dos chamados “infiltrados”, daqueles que, não tendo investido nas companhias, participavam nos mercados coloniais, questionando com a sua livre iniciativa os direitos de monopólio (Chaudhuri, 2006; Stern, 2011, p.143).

Pesem embora as semelhanças, a historiografia tem sobretudo sublinhado as diferenças entre Portugal e Espanha relativamente ao noroeste de Europa, valorizando o sucesso empresarial das companhias asiáticas inglesa e holandesa como uma marca distintiva destes casos nacionais. Associado à ideia do sucesso empresarial está a longa duração da contratualização do monopólio com os respetivos estados, uma condição necessária para a crescente liquidez dos capitais, portanto, uma condição para a consolidação de direitos de propriedade dos acionistas, retroagindo positivamente no desenvolvimento do mercado.

A visão dos historiadores portugueses sobre o monopólio e o seu impacto no desenvolvimento ou o atraso económico e institucional de Portugal deve muito ao trabalho de Jaime Cortesão. Este historiador e pensador da identidade portuguesa

⁴ Encontramos este tipo de descrédito também no contexto francês. *Vide*, MURPHY, 2005.

reapreciou a dualidade de regimes de comércio considerando a tergiversação de políticas económicas nos diferentes contextos do império colonial. A Coroa ora assumiu um papel determinante, como aconteceu com a exploração asiática, e aí impondo o monopólio, ora deixou ao comércio livre, como aconteceu no Atlântico Sul, aí se sedimentando os interesses especificamente nacionais, com desfecho na restauração de independência política em 1640⁵. Nesse sentido seguiu também a visão de António Sérgio⁶, de Vitorino Magalhães Godinho⁷, ou de José Gentil da Silva⁸. Todavia, nestes trabalhos, ecoa o debate contemporâneo às próprias companhias, atribuindo-lhes aqueles autores uma capacidade de desenvolvimento capitalista que seria inconsequente em Portugal, mercê da ingerência do Estado na exploração económica do império ou da cedência do Estado aos interesses contrários à concessão do monopólio por contrato a estas companhias.

Com efeito, vários foram os atores políticos do Portugal de Antigo Regime que defenderam o modelo das empresas monopolistas como forma de enfrentar a concorrência europeia no comércio colonial. São disso exemplo os escritos de Duarte Ribeiro de Macedo, D. Luís da Cunha, Alexandre de Gusmão, Cardeal da Mota, ou/e José Acúrcio das Neves (Rau, 1984; Cardoso, 2004; Cortesão, 1956; Macedo, 1960; Neves, 1830). Na mesma linha se inseririam os escritos de Pombal, uma vez passada a sua fase de clara adesão à ideia de comércio livre (Marco, 1997, p.233, n^{ta}705). É pois contrariando a ideia de decadência e, sobretudo, intentando reduzir a sujeição dos recursos económicos do reino ao capital inglês, que Pombal observou a solução das companhias monopolistas (Maxwell, 1973, 2004; Macedo, 1989; Pedreira, 1995; Monteiro, 2006). A sua fundação deveria ser voluntária e não fruto de coerção do Estado, e serviria para corrigir as más práticas do reinado anterior, em nome do bem comum (Macedo, 1989).

Mas também no consulado pombalino se manifestaram, como sempre, os partidários do comércio livre. Logo em 1755, aquando da apresentação de projeto de fundação da Companhia Geral do Grão-Pará e Maranhão no reino, sete deputados da Mesa do Espírito Santo dos Homens de Negócio fizeram uma representação apontando um vasto conjunto de males associados a esses empreendimentos. Segundo eles, estas companhias alimentavam os interesses de uma minoria comercial e isso mesmo figurou no protesto

⁵ CORTESÃO, 1940.

⁶ SÉRGIO, 1981.

⁷ GODINHO, 1968.

⁸ SILVA, 1950.

do Advogado Tomás de Negreiros, quando em nome da Mesa do Bem Comum dos Mercadores procurou impugnar o arranque da Companhia do Grão-Pará e Maranhão, reclamando que o desenvolvimento dessas regiões em nada era contrário ao comércio livre. Deixava-se, logo na sua gênese, bem claro que a instituição de companhias traria a “ruína do comércio”, tendo como consequência “a navegação perdida, os vassallos arruinados, os interesses reduzidos ao particular, e não ao comum, o tráfico, e mercancia suspensa naquela ordem, com que por todos se distribuía; e finalmente enriquecidos poucos para empobrecerem muitos”. Ao invés, o comércio livre com o Maranhão seria o alimento de muitas famílias, liberdade consagrada pelo “direito das gentes, civil e canónico (...) [até mesmo nas] Nações mais bárbaras e incultas”.⁹

A reação pombalina não se fez esperar. Os subscritores da exposição foram condenados ao degredo para África, sendo a Mesa do Bem Comum dos Mercadores extinta e criada em sua alternativa a Junta do Comércio (1755), que ocuparia as suas funções. É certo que no caso concreto das Companhias Gerais do Grão-Pará e Maranhão e do Pernambuco e Paraíba, os estatutos davam espaço a uma clara ingerência do Estado. Basta vermos que a primeira administração teve nomeação régia¹⁰. Depois, as companhias não deixaram de ter funções de serviço da Coroa, como transportes de degredados para as colônias, gestão de fortalezas e sua manutenção, bem como pagamentos de soldadas ou empréstimos ao Estado e, acima de tudo, administração de determinados espaços, como foi o caso do arquipélago de Cabo Verde, sob alçada da companhia do Grão-Pará e Maranhão¹¹. Mas também é certo que por contrato tais obrigações se compensavam com o monopólio de bens produzidos e importações livres de taxas alfandegárias, com promessa de bons retornos para o capital dos acionistas.

Apesar da oposição, as companhias pombalinas foram as primeiras na histórica colonial portuguesa cujo contrato se cumpriu integralmente, mantendo-se em vigor pelos 20 anos previstos¹². Significa isto que, entre a oferta pública inicial de ações, a largada das primeiras frotas destas empresas para o Brasil, e o prazo estipulado por contrato, houve em Portugal companhias coloniais com um horizonte temporal suficientemente longo para se dinamizar o mercado de capitais. Sabemos, no entanto, que a renovação do alvará de concessão do monopólio, que asseguraria a permanência da corporação por mais 10

⁹ CARREIRA, 1983a, Doc. nº5, pp.303-304.

¹⁰ ANTT, Companhia Geral do Grão-Pará e Maranhão, Liv.87.

¹¹ Petição de 14 de Novembro de 1757 in CARREIRA, 1983a, p.272.

¹² CARREIRA, 1983a.

anos e dinamizaria por mais uma década esse mesmo mercado de capitais, foi recusado pela rainha D. Maria, entrando as empresas em fase de liquidação. Para Nunes Dias e António Carreira, principais historiadores da Companhia de Grão-Pará e Maranhão, não há sinais de falência e a prosperidade dos negócios da empresa garantiu a valorização das ações e distribuição de dividendos (Saraiva, 1941; Dias, 1970; Carreira, 1983a; Silva, 2016). Portanto, para aqueles autores, a não renovação ter-se-á devido ao ressurgimento das vozes defensoras do comércio livre e à sua capacidade de pressão sobre os círculos de decisão da corte, uma vez afastado Pombal do poder.

Assim, se uma das principais novidades da história das companhias coloniais em Portugal no consulado Pombalino adveio da minimização do risco político com cumprimento integral do prazo do contrato, permanece a ideia de que o poder discricionário do Estado, dependente da composição cortesã dos centros de decisão política, impediu a prorrogação do prazo do contrato. Convém lembrar que prorrogações e renovações de contratos foram o mecanismo institucional determinante da longevidade destes institutos na Europa do Noroeste, pelo que a discricionabilidade do Estado em Portugal, limitando a longevidade das companhias, reduziria as condições para o desenvolvimento do mercado capitais.

Neste trabalho pretendemos reavaliar o contexto da extinção das companhias coloniais do Brasil, introduzindo uma outra dimensão não equacionada na historiografia quando aborda este problema. A questão da não prorrogação convoca uma relação entre duas partes num contrato e a historiografia tem observado apenas uma delas: o Estado. Colocamos a possibilidade de não ter sido apenas o centro de decisão política que se modificou passados 20 anos. Também a própria base social do capital da empresa modificar-se-ia como consequência da confiança que a observação dos estatutos terá inculcido no mercado de capitais. A transação das ações, i.e., a liquidez destes capitais, necessariamente alterou o grupo dos proprietários da empresa e, portanto, alterou as relações de poder de decisão internas às próprias empresas. Poderá daí resultar uma estrutura de propriedade que tornou o governo das empresas mais distante do grupo dos pequenos acionistas, diluindo a coesão da corporação e reduzindo a capacidade de exercer pressão junto do governo de D. Maria I.

Nas páginas seguintes analisamos o contributo das companhias coloniais brasileiras para a dinamização do mercado de capitais em Portugal. Poderemos descobrir se ao longo de 20 anos a elevada liquidez das ações alterou as relações de poder internas às empresas.

2- Estatutos e constituição do capital social das companhias

Os estatutos fundadores das companhias pombalinas, apesar de em muitos aspetos seguirem modelos correntes noutras partes da Europa, evocam a experiência nacional adquirida desde a Companhia Geral do Comércio do Brasil instituída em 1649 no que concerne à constituição de um fundo através da divisão em ações de valor único e possíveis relações entre propriedade e representação no governo das empresas¹³. Como já referimos, a sociedade de capitais, de responsabilidade limitada, não era uma novidade jurídica em Portugal na segunda metade do século XVIII. E tal como em ensaios anteriores, também nas companhias pombalinas havia alguma margem para ingerência da coroa, logo evidente no facto de as primeiras administrações precisarem de nomeação régia. Mas, mais do que a ingerência do poder político, o que melhor caracteriza estas empresas é o seu espírito corporativo, com cláusulas estatutárias conferindo autonomia de governo reforçada pelos chamados estatutos particulares (Marcos, 1977, p.379). Todavia, os diferentes direitos conferidos aos sócios, segundo a propriedade detida, gerariam condições para a heterogeneidade de preferências dentro da corporação e possíveis cisões entre a massa anónima de acionistas e as decisões estratégicas do governo da corporação.

O corpo associativo definiu-se na oferta inicial de participações. O arranque destas empresas dependeu, assim, da venda de ações no valor de 100 cruzados cada (400.000 reis) para constituição de um fundo que financiaria as primeiras etapas do negócio com o Brasil e que se esperaria ser acrescentado subsequentemente através da não distribuição integral de lucros realizados, potenciando o aumento do capital social pela formação de um fundo de reserva¹⁴. No caso da companhia do Grão-Pará, a oferta inicial decorreu entre 1755 e 1757 (cerca de 3 anos), tendo sido vendidas 1158 ações, das 1200 inicialmente previstas, procurando-se reunir um capital social de 1.200.000 cruzados. Quanto à companhia de Pernambuco e Paraíba, a oferta decorreu entre 1757 e 1763 (cerca

¹³ COSTA, 2002; MARCOS, 1997, pp.111-261.

¹⁴ Foi com estas empresas pombalinas que pela primeira vez temos este tipo de fundo em Portugal (Marcos, 1997).

de 5 anos), sendo vendidas 3395 ações das 3400 previstas, no sentido de formar um capital social de 3.400.000 cruzados¹⁵.

A coroa colaborou na constituição do fundo e do capital imobilizado através de diferentes dispositivos legais e administrativos. Os representantes da coroa por todo o Império foram instruídos a publicitar o benefício da participação, pela segurança do investimento e liquidez equiparável à de padrões de juro de dívida pública. Promoveram-se também incentivos ao crédito, para aqueles que não tinham capital poderem participar. Nesse sentido o Alvará de 30 de Outubro de 1756 veio conferir algumas benesses a quem investisse na Companhia do Pará e Maranhão, tornando possível penhorar as ações, pondo os bens da companhia a responder pelas dívidas, caso o acionista já não tivesse bens em caso de incumprimento¹⁶. Pouco mais tarde, o decreto de 10 de Julho de 1761 consagrou a possibilidade de a coroa fornecer liquidez caso uma das companhias necessitasse, dando assim mais um sinal do apoio do Estado e escassa probabilidade de o risco político questionar os direitos de propriedade dos acionistas. Todavia, uma das medidas mais arrojadas, destinada a atrair o recurso a crédito para compra de ações, mas que também mais polémica gerou, foi a promessa de os lucros suprirem os juros. O que é facto é que tal prerrogativa terá incitado a aquisição de títulos no primeiro ano em que se distribuiriam dividendos, causando tensões entre estes novos acionistas e os outros que haviam aplicado as suas poupanças no primeiro momento da oferta pública, forçadamente sem expectativa de qualquer retorno enquanto não descolasse a primeira frota para o Brasil. Viram-se confrontados com a repartição de lucros com sócios recém-chegados, que não necessitavam de descontar o tempo mais longo do investimento, o que, em termos efetivos, significou um investimento com taxa de remuneração inferior para os investidores na oferta inicial (Marcos, 1997, pp.455-476).

Finalmente, e como forma de garantir a venda integral do número de ações previstas para a constituição do fundo, foi prometida a condição de nobreza a quem comprasse mais de

¹⁵ Surge então a primeira divergência relativamente a alguns números apresentados por diferentes autores que se dedicaram ao estudo das companhias e tendo também eles analisado os mesmos dados. É esse o caso de António Carreira (1983b) e Rui Figueiredo Marcos (1997). Os números relativos à venda de ações não coincidem com os nossos. Carreira, apresenta cálculos que apontam para a venda de 1162 ações da Companhia do Grão-Pará e Maranhão, afirmando que todas as ações da Companhia do Pernambuco e Paraíba foram subscritas. Já Marcos aponta que das 1200 ações disponíveis para a Companhia do Grão-Pará Maranhão, apenas foram subscritas 1187, dizendo que no que no que toca à sua congénere do Pernambuco todas as ações tinham sido subscritas à semelhança de António Carreira. (MARCOS, 1997, pp.479-485).

¹⁶ Este alvará inspirava-se no que havia sido concedido à Companhia das vinhas do Douro, e foi em 16 de Maio de 1757 outorgado à Companhia do Pernambuco e Paraíba. (MARCOS, 1997).

10 mil cruzados em ações (Dias, 1970, p.228). Com aquele mesmo fim, as mais altas figuras do Estado, como Marquês de Pombal e a mulher, compraram ações, dando mais um sinal público da credibilidade do investimento na empresa¹⁷.

Cada sócio podia comprar os seus títulos mediante pagamento em dinheiro ou espécie¹⁸. Quanto ao primeiro método poderia ser a pronto, entregando o valor total das ações, ou parcialmente. Caso isso acontecesse, o investidor teria que avançar metade do valor, e teria seis meses para pagar o restante em duas prestações. Caso isso não sucedesse, estavam as companhias precavidas. O dinheiro já entregue seria perdido a favor da sociedade e o pretense sócio não teria direito a qualquer participação sob a forma de ações¹⁹. Isto mesmo ficaria registado nos Livros das Meias Ações, que passariam para o registo dos Livros das Ações, quando o pagamento fosse completado²⁰.

É, pois, no fundo arquivístico destas empresas que se encontra a fonte fundamental de pesquisa sobre a estrutura de propriedade das empresas. Consta de os Livros das Ações e dos Livros de Meias Ações²¹ a regularização de todas as transações de títulos desde o início da atividade das companhias até à sua liquidação, estando este período compreendido entre 1755 e 1900. Relativamente a estes livros, no que toca ao Grão-Pará e Maranhão, existem 4 livros. Já a sua congénere de Pernambuco e Paraíba compreende um total de 12 livros em virtude do prolongado período de liquidação.

A cada fólio destes livros corresponde uma ação, tendo cada uma um número de ordem e também um nome de código cujo portador era o único conhecedor do mesmo e da respetiva contrassenha, constando esta em selo lacrado, evidência dos cuidados destas sociedades relativamente à credibilidade e reputação dos títulos como ativos financeiros não falsificáveis.

¹⁷ Alvará de 5 de Junho de 1757, DIAS, 1970, p.228.

¹⁸ O dinheiro colocado na companhia e que forma o capital social, não poderia ser mexido até ao final do funcionamento das companhias, como se fazia nas demais companhias europeias.

¹⁹ Isto também se aplicava aos herdeiros dos falecidos, que tinham um prazo para regularizar a situação, perdendo o direito caso não o fizessem.

²⁰ Estas surgem de uma consulta com data de 20 de Novembro de 1767, onde pedem ao monarca que aqueles que não cumpriram com a regra fiquem com meias ações, apenas pelo valor que já tinham entregado. Caso quisessem uma ação inteira, seria possível aos interessados completar a soma. Esta foi a solução primeiramente encontrada para os herdeiros dos defuntos, sendo depois tornada universal ao resto dos sócios devedores, por vontade régia. Isto serviria até 1763, quando a companhia informa os sócios de que têm que completar o valor até ao final do ano, convertendo por isso as meias ações em ações inteiras, sendo as primeiras um instrumento apenas para prolongar o tempo que definiam os estatutos para o pagamento da soma em falta. (MARCOS, 1997).

²¹ Estes apenas na Companhia Geral de Pernambuco e Paraíba.

Para além desta informação, ali se registaram o valor inicial de aquisição, primeiro proprietário e data da compra, sendo essa a informação que se encontra no rosto da ação. No seu verso seguiriam registados todas as transações feitas e respetivas datas, confundindo-se muitas vezes, neste último caso, a data da transação, com a data do registo no livro²². Ao assentar a transação, ficava dessa forma garantida e confirmada a transmissão do título. A falta do registo, implicava a invalidade do ato, sendo por isso imperativo que este se realizasse. Há também outros tipos de informação. Em alguns casos registam-se as profissões de quem compra ou vende, bem como a parentalidade entre um e outro titular. Registam-se também ordens judiciais quando a transmissão a tal impôs. Cabia também neste espaço, no caso concreto da Companhia do Grão-Pará e Maranhão, o registo da distribuição de lucros.

Na oferta inicial de ações previu-se a possibilidade de o pagamento ser feito em espécie, acertado o valor pelos preços correntes dos bens em causa. Até se admitia a entrega de uma parte do navio, comprando a companhia a outra parte, mesmo que houvesse outros sócios. Outra das alternativas reportou a entrada de mera indústria, ou seja, em vez de entrar com cabedal, a pessoa entrava dando em troca as suas habilidades enquanto trabalhador, como por exemplo um mestre da construção de navios, reconhecido pela sua excelência e que era equiparado como capital (Marcos, 1997, p.483).

A entrada na empresa com aquisição de uma ação foi totalmente aberta, mesmo a estrangeiros. No que toca à titularidade, as ações eram indivisíveis, podendo, no entanto, ter vários titulares, devendo a parceria ter um cabeça que respondia pelos direitos e obrigações do capital, sendo isso recorrente quando se tratava de heranças. A possibilidade de coligações e parceiras dentro da corporação sugere que o valor de cada participação, ainda que elevado (400.000 reis corresponderia a cerca de 4,5 anos de remuneração de trabalho especializado em Lisboa), não impedia, em princípio, a relativa democratização da base social da empresa.

Cada sócio tinha direito a lucros proporcionais ao número de ações possuídas. Na Companhia Geral de Grão-Pará e Maranhão, a primeira distribuição de lucros ocorreu três anos depois de iniciada a atividade da companhia, sendo as demais no mês de Julho de cada ano. Os lucros constituíam informação crucial, devendo constar dos balanços anuais da contabilidade da empresa a divulgar, pois repercutir-se-iam no valor oficial das

²² Não havia, pois, um método concreto, ficando ao critério de quem regista.

ações²³. Mas no caso concreto da Companhia do Pernambuco e Paraíba, a periodicidade de repartição de lucros ficou em aberto, sendo sujeita ao melhor interesse da companhia. Assim, a primeira distribuição fez-se depender da chegada da primeira frota, a ocorrer três meses depois do evento, independentemente da quantidade de capital efetivamente reunida na oferta inicial de ações. As restantes repartições aconteceram de dois em dois anos. Quanto à obrigação dos sócios responderem pelas perdas, a norma que se aplicou nas companhias, foi decalcada da Companhia Geral do Brasil de 1649, onde se estabeleceu que apenas o capital de entrada ficava sujeito a responder a perdas (Marcos, 1997, p.487). O mesmo acontecia em caso de serem os sócios a falir ou ter dívidas, os bens da companhia não respondem a essas perdas. No entanto, como forma de colmatar perdas, havia lugar a prestações suplementares, a que os sócios poderiam ser chamados.

Findo o prazo de funcionamento das companhias, e não sendo o contrato prorrogado pelo monarca, o sócio receberia uma parte proporcional ao capital pela liquidação dos ativos e passivos da companhia, o que no caso da Companhia de Pernambuco impôs um extenso período de acertos contabilísticos (Marcos, 1997, pp.588-589).

Na vida de qualquer corporação revela-se crucial o modo como os estatutos definem as relações entre propriedade e controlo – ou decisão governativa. No caso das companhias coloniais pombalinas, os sócios tinham representação direta ou indireta no governo, condicionado ao número de ações possuídas. Para poder votar na Junta executiva, o sócio precisava de ter no mínimo 5 mil cruzados (5 ações), e aqueles que tinham menos podiam coligar-se e assim formar o número necessários de ações para poder votar, concertando opiniões na hora da escolha. Quanto à administração só seria elegível quem detivesse um valor em ações igual ou superior a 10 mil cruzados (10 ações ou mais), constituindo-se um órgão executivo (uma Junta) com um Provedor e um vice-provedor, sete deputados e três conselheiros. As eleições eram anuais e tinham lugar na casa de Despacho da Junta após publicitação do dia por um edital, que mediava 15 dias até à realização das mesmas. Estas eram reguladas pelo artigo 5º dos Estatutos das Companhias. Ali também se estipulava que a primeira administração seria por nomeação régia por um período de três anos, sendo as seguintes o resultado da vontade dos sócios. Nos estatutos declara-se que os sócios devem votar no sítio mais próximo da sua residência ou do local onde se encontram. Da análise das fontes, tomando de exemplo a Companhia do Grão-Pará,

²³ ANTT, Companhia Geral de Pernambuco e Paraíba, Liv.394 (MARCOS, 1997, p.484).

reconhece-se a irregularidade da realização das eleições. Só em 1760 se concretizaram as primeiras, as segundas em 1768 e as terceiras em 1775, em claro desacordo com o que estipulavam os Estatutos²⁴.

Apesar de todos os incentivos legais à participação, o ritmo das vendas para a constituição do fundo inicial não correspondeu inteiramente às expectativas dos fomentadores destas empresas. Manuel Nunes Dias dá-nos conta que se previa a venda em cinco meses no reino e um ano nas colônias no caso da Companhia do Grão-Pará Maranhão²⁵. António Carreira considera que houve demora na venda dos títulos²⁶. No entanto, se compararmos com a venda dos títulos da VOC em 1602, vemos que também aqui foram precisos quatro anos para que todas as ações fossem compradas²⁷.

Presumimos que a permanência de qualquer das companhias nos 20 anos seguintes assegurou alguma vitalidade ao mercado destes capitais, demonstrando que a liberdade de transmissibilidade dos títulos não só foi garantida nos estatutos como estimulada pelo mercado. Nas secções seguintes averiguamos esta questão.

3- A estrutura inicial da propriedade das companhias pombalinas

Da venda inicial de ações destas companhias resultou uma estrutura de propriedade que importa analisar, quer porque essa estrutura pode ter sido alterada com a transmissão de ações no mercado secundário, quer porque uma análise da distribuição da propriedade projeta alguma luz sobre os potenciais problemas de agência entre a massa de sócios e o grupo com poder de decisão. São estes os problemas que orientam o estudo da informação contida nos Livros das Ações de cada uma das companhias e cujas conclusões se expõem nesta e nas secções seguintes.

No que toca à Companhia do Grão-Pará e Maranhão, das 1200 ações foram vendidas 1158 no valor de 400.000 reis. Como referido, o período de venda inicial decorreu entre 1755 e 1757, sendo fundamentalmente entre o mês de Janeiro e Novembro de 1757 que se completou a venda do total. Já com a companhia de Pernambuco, o período da venda inicial das ações foi bastante mais prolongado (entre 1759 e 1763 - cerca de 5 anos), mas

²⁴ ANTT, Companhia Geral do Grão-Pará e Maranhão, Livros dos Decretos e Alvarás. Liv. 85 e 87.

²⁵ DIAS, 1970, p.241.

²⁶ CARREIRA, 1983a, p.58.

²⁷ PETRAM, 2011.

também o fundo a constituir era bastante superior, na intenção de totalizar 1.360 contos – aproximadamente o equivalente a $\frac{1}{4}$ das receitas totais do Estado. Das 3400 ações, foram vendidas 3395, sendo fundamentalmente entre o mês de Novembro e de Dezembro de 1763 que se completou a venda de 47% do total. É sabido que a informação de que após a chegada da primeira frota se distribuiriam dividendos acelerou as vendas e a utilização de crédito para esse efeito (Marcos, 1997).

Apesar de em qualquer das companhias o fundo ficar incompleto, pode-se afirmar que o lançamento das ofertas públicas de venda mobilizaram significativos montantes de capital privado (a participação do rei estatutariamente foi na condição de pessoa privada). Da venda inicial de ações resultou uma determinada distribuição da propriedade. Recorde-se que na estrutura da propriedade do capital social reverberam relações de poder dentro da companhia, já que nem todos tinham direito de voto e nem todos estavam em condições estatutárias de assumir cargos de gestão de topo.

Da estrutura inicial da propriedade, cabe destacar a diferença entre as duas companhias para o Brasil, sendo bastante mais democratizada a da Companhia de Grão Pará que a de Pernambuco (Tabela 1). Veja-se que a Companhia de Grão-Pará e Maranhão contou com um grupo menor de acionistas, no total de 160 investidores (média de 2,9 contos de investimento por pessoa), mas a estrutura de distribuição de propriedade acautelava a participação ativa no governo da empresa a uma larga maioria: 63% dos acionistas, seja porque tem direito individual a votar na constituição da Junta de Governo, seja porque também tem direito a ter cargos executivos. De resto, 46% dos acionistas encontra-se nesta posição, pela posse de 10 ou mais ações (Tabela 1). Os 63% dos sócios com 5 ou mais ações concentraram 90% do capital investido. Não parece ter havido espaço para o pequeno acionista, mas os grandes investidores que desenharam o perfil social da empresa perfazem uma confortável maioria na tomada de decisões relativamente ao governo da empresa. Significa isto que da estrutura da propriedade não transparecem condições para uma cisão crítica entre uma minoria de grandes acionistas com assento no governo e a vasta massa anónima de acionistas sem direitos de representação. Em síntese, a estrutura da propriedade parece revelar condições para baixos custos de agência, e um corpo relativamente coeso nos seus interesses coletivos.

Tabela 1

Grão-Pará, 1757

Acionistas com	Nº	%	Ações detidas	%
Até 1 ação	26	16,3%	19	1,6%
mais de 1 e menos de 5 ações	33	20,6%	97	8,4%
de 5 a menos de 10 ações	28	17,5%	160	13,8%
10 ou mais ações	73	45,6%	882	76,2%
Total	160	100,0%	1158	100,0%

Pernambuco, 1763

Acionistas com	Nº	%	Ações detidas	%
Até 1 ação	97	22,9%	97	2,9%
mais de 1 e menos de 5 ações	99	23,4%	249	7,3%
de 5 a menos de 10 ações	35	8,3%	205	6,0%
10 ou mais ações	192	45,4%	2844	83,8%
Total	423	100,0%	3395	100,0%

Quanto à Companhia Geral do Pernambuco e Paraíba, a oferta pública inicial reuniu um corpo de 423 investidores, o que aponta para uma média de investimento por pessoa (3,2 contos) ligeiramente superior ao verificado na Companhia de Grão-Pará. Mas a estrutura resultante da distribuição da propriedade espelha uma corporação menos democratizada. Aqui, apenas 54% dos acionistas reuniam os requisitos estatutários para ter alguma forma de participação no governo da empresa, seja por direito de voto (entre 5 e 9 ações) seja por direitos de voto e qualidade de elegível (10 ou mais ações). Esta escassa maioria concentrava, no entanto, uma larga fatia do capital: 90 % do capital. Tal estrutura revela que os pequenos acionistas, portadores de menos de 5 ações (46 % da corporação, 196 indivíduos) necessitaria de coligação para ter direito de voto na eleição do governo, enquanto na companhia de Grão-Pará estes acionistas sem representação perfaziam apenas 37% (59 indivíduos).

Pesem embora as diferenças, dos dados da Tabela 1 cabe destacar uma importante semelhança: em qualquer das empresas, o grupo dos elegíveis para cargos de provedores, vice-provedor, deputados e conselheiros (os portadores de 10 ou mais ações) perfizeram uma percentagem significativa de sócios (46% em ambas as companhias). Qualquer eventual cisão de interesses estratégicos entre o governo das empresas e a massa de associados poderia resolver-se dentro deste subgrupo de maiores capitalistas sem que a decisão tivesse fraca legitimidade. Na verdade, estes acionistas compunham um subgrupo detentor de mais de 75% do capital em qualquer das empresas. Assim sendo, nestas companhias, a oferta inicial de ações teve uma distribuição que permitiu que a capacidade de decisão (governo) e a propriedade definissem grupos praticamente coincidentes.

Concordamos com Figueiredo Marcos que nesta coincidência entre grupo de putativos governantes e grupo de votantes residiu a democraticidade destas corporações (Marcos, 1997). Todavia, também lembramos as palavras de António Carreira, quando diz que o valor da ação era elevado e dessa forma limitava o acesso a um grande número de investidores, que não tinham capital suficiente²⁸. Além disso, veja-se que foi nos anos finais da oferta pública, que se verificou o maior fluxo de vendas, podendo ser prova da desconfiança pública relativamente às garantias oferecidas aos capitais colocados nestas corporações, tornando a efetivação do fundo dependente de alguma pressão por parte da Coroa para que a aquisição fosse feita antes do fim do prazo. Certamente que essa condição deve explicar a participação de figuras de relevo na cena política, como o próprio marquês de Pombal ou o Rei.

Relativamente às características sociológicas dos acionistas, baseamo-nos apenas na informação de António Carreira para a companhia do Pernambuco e Paraíba. Cerca de 815 ações foram detidas por desembargadores, juizes, militares, nobres, morgados e ordens religiosas, isto é, grupos sociais fora do comércio colonial²⁹. Já relativamente à Companhia do Grão-Pará e Maranhão, Manuel Nunes Dias dá-nos conta desse mesmo domínio da diferentes classes economicamente elevadas, estando presentes nobres, membros do clero, desembargadores, militares e até mesmo governadores. Apesar de tudo, o capital dos grandes homens de negócio, segundo o mesmo autor, domina a companhia³⁰, tal como acontecia nas congéneres inglesas e holandesas³¹. Dá conta

²⁸ CARREIRA, 1983b, p.58.

²⁹ CARREIRA, 1983b, p.60.

³⁰ DIAS, 1970, pp.249-254.

³¹ MURPHY, 2009 e PETRAM, 2011.

também da presença de poucos estrangeiros como investidores, com 6 acionistas tendo entre eles 45 ações. Acrescenta ainda que dos colonos do Pará, Maranhão e Baía apenas há subscrição de 39 ações. Há portanto, numa e outra companhia, um verdadeiro domínio dos acionistas da metrópole do Império³².

4- A transmissibilidade das ações. Evidência de um mercado secundário

As ações foram transacionadas, não só durante o período de funcionamento das Companhias, mas também depois do seu término, até à sua liquidação final. As transações feitas sob a forma de compra correspondem à Oferta Pública Inicial (OPI), dominando nos anos em que se estava a constituir o fundo de qualquer das companhias (1755-1757 e 1759-1763).

Depois da compra inicial, as ações foram alvo de transferências de proprietário, tendo estas sido registadas no Livro de Ações. Nesse registo, para além de outras informações, era explicitado o motivo da transferência de propriedade.

A Tabela 2 apresenta o número de transferências entre o ano seguinte ao fim da venda inicial, 1758 para Grão-Pará e 1763 para Pernambuco, e o ano de 1777. Durante os anos em análise ocorreram 2108 transferências para Grão-Pará e 4647 para Pernambuco, correspondendo a 1,8 transferências por ação para a primeira companhia e 1,4 para a segunda.

Tabela 2 – Transferências de ações após OPI até 1777

Tipo de transferência	Grão Pará		Pernambuco	
	Nº	%	Nº	%
Herança	589	27,9%	939	20,2%
Mecanismos de mercado (cessão, compra, pagamento, ...)	1 485	70,5%	3 691	79,4%
Não especificado	34	1,6%	17	0,4%
Total	2 108		4 647	

³² DIAS, 1970, pp.241-242

Essas transferências estão divididas em dois grupos – as mudanças de proprietário que resultaram de processos de herança e as que resultaram de mecanismos de mercado (cedência do direito de propriedade por troca: compra e venda; cessão por colateral de dívida, escambo ou uso como meio de pagamento). Em ambas as companhias o mecanismo de mercado foi mais importante do que a herança no conjunto das transferências.

A herança foi responsável por 28% das transferências de propriedade dos títulos da companhia de Grão-Pará e 20% dos da companhia de Pernambuco. A transmissão por herança a viúvas, filhos, irmãos ou sobrinhos foi causa fundamental da fragmentação dos títulos, chegando em alguns casos a existir 10 proprietários para uma só ação.

O grupo “mecanismos de mercado” é largamente maioritário enquanto causa da transferência de ações nas duas companhias e engloba várias formas – cessão, compra, pagamento. A forma mais corrente é a cessão.

A cessão designa passagem dos direitos de uma pessoa a outra. Se qualquer forma de transmissão de direitos da propriedade designa uma cessão, esta inclui atos de compra-venda³³, mas também qualquer forma de transmissibilidade decorrente da aceitação dos títulos como meio de pagamento conforme alvará de 21 de Junho de 1766 acautelou, ou como garantias dadas pelo devedor a um credor. Pode mesmo em alguns casos o acionista ceder a posse e ficar com direito à repartição dos lucros relativos a anos anteriores, como aconteceu. Várias modalidades de contrato e de transmissibilidade das ações se escondem no único conceito de “cessão”, mas em qualquer caso são reveladoras da liquidez destes ativos, não aparecendo diferenças dignas de nota entre as duas companhias a esse respeito.

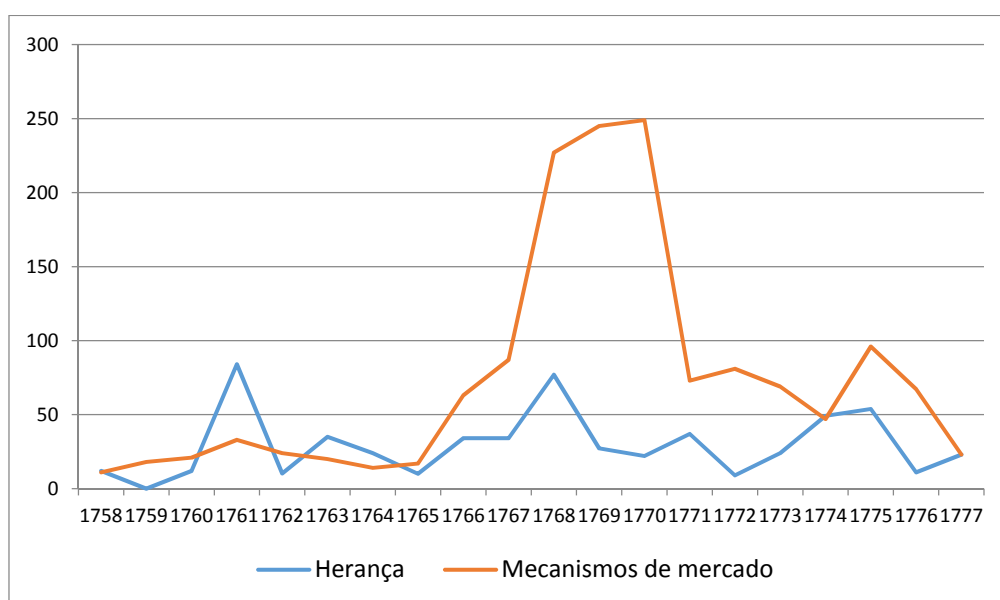
O motivo da alteração do nome de proprietário no Livro das Ações das companhias merece uma análise mais detalhada na diacronia (gráficos 1 a) e 1 b)). Em consonância

³³ “a 24 de Julho Lopo vargas transmitiu o liquido da apólice 3070 da Companhia de Pernambuco e todos os interesses e acumulos a António José Gomes “para que fique sendo socio com o dito Matias Ferreira da Solva da mesma sorte que se acha estipulado na dita escritura ultima a qual cessão lhe assim faz por ter recebido do dito cessionário outra tanta quantia da importância cedida “ – ANTT, 11º CNL, Liv. 662, fl, 55v., *apud* em Marco, 1997, p.642, n^{ta}1731.

com o que foi dito anteriormente, o número anual de transferências por mecanismos de mercado foi, salvo poucas exceções, sempre superior às que resultaram de processos de herança.

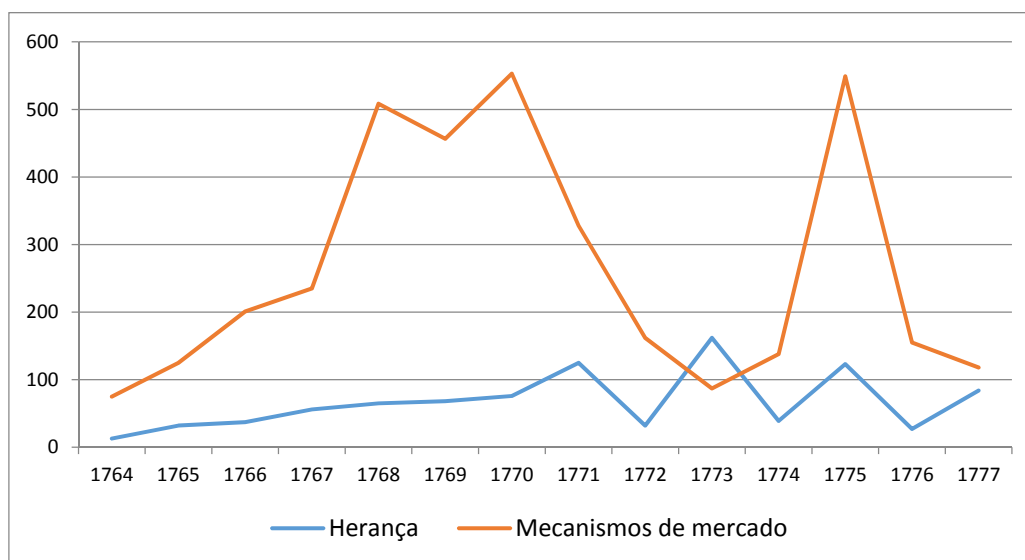
Da análise dos gráficos torna-se também claro que existem alguns períodos de maior circulação dos títulos por mecanismos de mercado. Para qualquer das companhias o mercado secundário foi especialmente ativo no período de 1767-1770, sendo que para a Companhia de Pernambuco o ano de 1775 volta a ser um ano agitado³⁴.

Gráfico 1a – Tipos de Transferência e Volume - Grão-Pará



³⁴ Quanto ao tema Angélica de Vasconcelos e Silva (2016), tendo por base a análise da circulação de ações entre os membros que compõem a Direção do Pernambuco, aponta como causa dos picos das transações a proximidade às eleições daquela Direção. No seu entender, sempre que há aviso de eleição, aqueles que pretendem ocupar um cargo, não só compram ações para poder serem elegíveis, como mobilizam as suas redes familiares e de amigos, para que se possa influenciar a eleição a seu favor (SILVA, 2016, pp.258-276). Já a explicação dada por Figueiredo Marcos (1997) parece mais abrangente e consentânea com a cronologia dos picos de transação. O autor aponta os efeitos do Alvará de 1766 (já referido), que autorizou a utilização dos títulos como moeda de pagamento, transformando-os em objeto de especulação (MARCOS, 1997, pp.645-646).

Gráfico 1 b – Tipos de Transferência e Volume - Pernambuco



A discussão das razões para estes momentos de especial vitalidade no mercado de capitais pede um estudo especificamente votado a esse objetivo. Por agora, referimos brevemente alguns traços do contexto económico e político desta atividade. O ano de 1768 coincidiu com o fim de um ciclo económico negativo, resultante sobretudo da concorrência iniciada pelos ingleses, depois de terem saído vitoriosos da Guerra dos Sete Anos contra a França (Macedo, 1989). Em 1768 inicia-se, pois, um novo ciclo nas colónias brasileiras, animado pelo fomento económico das companhias monopolistas, que exportam agora novos produtos. Mas a regulamentação pombalina incidente no mercado financeiro pode ter tido maior relevância, na medida em que por alvará de 21 de Junho de 1766 foi permitido às companhias gerais de comércio (Grão-Pará e Maranhão, Pernambuco e Paraíba e Alto Douro) “pagar aos seus credores com uns papéis denominados apólices, as quais foram pelo governo mandadas reputar como moeda corrente”. A medida pode ter acarretado consequências negociais perniciosas. De acordo com alguns autores, quem precisasse rebater para trocos as tais apólices perdia um terço, e às vezes mais, circunstância que se agravava com o aumento do valor das ações ditado pela incorporação de novos lucros acumulados no capital social (Marcos, 1997, p. 642, n^{ta} 1731). Já o pico de transação das ações em 1775 pode anunciar o final do contrato e o mercado antecipou com a transmissibilidade dos títulos.

A consequência que nos interessa sublinhar, dos momentos de maior dinamismo do mercado destes capitais, reside na possível mudança da estrutura da propriedade das

companhias. Partimos da hipótese de uma alteração substantiva da distribuição da propriedade, afetando as características iniciais que assinalámos, as quais, recorde-se, apontaram uma clara maioria de acionistas com direitos de representação e de decisão, detentores da maioria do capital, numa percentagem superior a 75%. Esta marca da estrutura da propriedade e governo das empresas pode ter sido questionada com a dinamização do mercado. A secção seguinte verifica esta hipótese nuclear do presente trabalho, observando a estrutura da propriedade nas vésperas do período de liquidação (1777), quando foi negada às companhias a prorrogação dos contratos de monopólio.

5- A estrutura da propriedade nas vésperas da extinção das companhias

Tabela 3

Grão-Pará, 1777

Acionistas com	Nº	%	Ações detidas	%
Até 1 ação	146	47,2%	119	10,3%
mais de 1 e menos de 5 ações	75	24,3%	197	17,0%
de 5 a menos de 10 ações	45	14,6%	296	25,6%
10 ou mais ações	43	13,9%	545	47,1%
Total	309	100,0%	1158	100,0%

Pernambuco, 1777

Acionistas com	Nº	%	Ações detidas	%
Até 1 ação	312	42,3%	273	8,0%
mais de 1 e menos de 5 ações	190	25,7%	488	14,4%
de 5 a menos de 10 ações	78	10,6%	474	13,9%
10 ou mais ações	158	21,4%	2163	63,6%
Total	738	100,0%	3398	100,0%

Os sócios utilizaram a transmissibilidade dos títulos. A principal transformação que cabe assinalar na estrutura da propriedade prende-se com o aumento do número de acionistas

que não tinham direito de voto e de elegibilidade e, em especial, da sua proporção no conjunto dos acionistas. Nas duas companhias, a percentagem de acionistas com menos de 5 ações aumentou significativamente – na companhia de Grão-Pará de 37% para 72%, e companhia de Pernambuco de 46% para 68%.

Os acionistas com direito de representação (5 ações ou mais) e os elegíveis (10 ações ou mais) deixaram de ser uma maioria em qualquer das companhias, mas continuaram a deter a percentagem mais elevada do capital, sendo que ainda dominavam mais de 70% do capital.

Contudo, há diferenças entre as duas categorias de acionistas. Os que só tinham direito a voto (entre 5 e menos de 10) aumentaram a sua representação – na companhia do Grão-Pará em 1757 eram 18% dos acionistas e detinham 14% das ações, sendo que em 1777 eram 15% dos acionistas e detinham 26% das ações; na companhia de Pernambuco em 1763 eram 8% dos acionistas e detinham 6% das ações, sendo que em 1777 eram 11% dos acionistas e detinham 14% das ações.

Constata-se, assim, que o aumento do número de acionistas que se verificou nas duas companhias até 1777 se deveu fundamentalmente à transmissão de títulos detidos pelo grupo com 10 ou mais ações, tendo este segmento assistido a uma clara diminuição da sua representação no conjunto dos acionistas e do capital social. Na companhia de Grão-Pará em 1759 eram 46% dos acionistas com 76% das ações e em 1777 eram 14% dos acionistas com 47% das ações. Na companhia de Pernambuco a diminuição não é tão notável, mas mesmo assim é significativa: em 1763 eram 46% dos acionistas com 84% das ações e em 1777 eram 21% dos acionistas com 64% das ações.

É sabido que a maior dispersão da propriedade das empresas agrava problemas de agência (Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976; La Porta *et al*, 1999), na medida em que são mais elevados os custos de ação coletiva para grupos mais alargados e, portanto, mais difícil a superação de problemas decorrentes da heterogeneidade de preferências (Olson, 1971). É possível, pois, que nas vésperas da liquidação, no momento em que era necessário negociar com o Estado a prorrogação do prazo, a minoria que detinha o governo das empresas não estivesse alinhada nos seus interesses com a massa anónima de sócios.

A possibilidade de um alheamento acrescido da maioria de não votantes deverá ser testada futuramente com um estudo aturado do valor das ações, dos lucros distribuídos e das

características sociológicas dos investidores. Sabe-se por exemplo, que na Companhia da Grão-Pará e Maranhão os lucros de 17% no final dos três primeiros anos apontam para uma taxa anual média de remuneração próxima do limite máximo do juro legalmente fixado para o crédito privado (5%) em alvará de 16 de Janeiro de 1757. Por sua vez, se uma parte substantiva dos sócios portadores de um único título obtiveram estes ativos financeiros porque haviam sido forçados a aceitá-los como meio de pagamento por normativas legais, a sua intervenção na corporação em pouco se deveria ao seu interesse na vida empresarial destas companhias³⁵.

Em suma, este trabalho abre pistas para a pesquisa futura sobre os diferentes perfis de investidores nestas companhias. A avaliação da heterogeneidade de interesses acrescenta uma nova visão sobre a outra parte envolvida na negociação com o Estado na hora de decidir se sim ou não à prorrogação do contrato de monopólio em 1777.

Considerações finais

Tratando-se este ensaio de um estudo preliminar sobre estrutura da propriedade de companhias coloniais e mercado de capitais em Portugal no Antigo Regime, as conclusões a apresentar destinam-se a sumariar apenas as ideias nucleares que a análise empírica facultou.

Em jeito de conclusão, destacamos as seguintes ideias

- a) A estrutura da propriedade das companhias coloniais pombalinas, após a oferta pública inicial de ações, revelou uma significativa coincidência entre direitos de propriedade e controlo. Tal estrutura de propriedade permite supor baixos custos de agência, dada a ausência de uma minoria que concentrasse o capital e direitos de decisão.
- b) Os anos do contrato destas companhias consubstanciaram uma primeira etapa da história empresarial em Portugal em que o Estado observou os direitos de propriedade dos acionistas e deu diferentes sinais ao mercado de baixo risco político de expropriação. Os sinais de menor risco de expropriação contribuíram

³⁵ Angélica Vasconcelos e Sousa deixa claro que na sua análise sobre a Companhia do Pernambuco e Paraíba encontrou problemas de *Governance*, aventando ser essa uma possibilidade para a não renovação da concessão, uma vez que, o grupo não conseguia concertar posição e exercer pressão junto da Coroa (SILVA, 2016, p.132 e ss.)

para ativar o mercado secundário destes instrumentos financeiros. Também a ingerência do Estado na determinação de curso forçado a estes títulos, foi outro fator para a liquidez destes ativos.

- c) Por esta análise, fica comprovado que houve mercado secundário de capitais em Portugal, onde grande parte da vida económica se submetia aos ditames de um regime absolutista. Portanto, o desenvolvimento deste mercado pode ser um fenómeno social menos dependente das formas de constituição política (parlamentarismo versus absolutismo) do que a historiografia tem levado a supor.
- d) A mobilidade dos títulos alterou a estrutura da propriedade. Passados 20 anos de existência, qualquer das corporações mostrava uma estrutura de propriedade potenciadora de custos de agência mais agravados e maiores custos de ação coletiva. A literatura teórica sugere que tais estruturas de propriedade protegem menos os direitos do pequeno acionista. Um grupo menos coeso perde capacidade de exercer pressão política.
- e) A hipótese que colocámos de não ser apenas o centro político que se modificou, mas também se terá modificado a relação entre propriedade e decisão no interior das empresas, ficou confirmada.

Referências bibliográficas

AZEREDO, Pedro de, «A Companhia da Ilha de Corisco» in *Arquivo Histórico Portuguez*, I, 1903.

BERLE, Adolf & MEANS, Gardiner, *The Modern Corporation and Private Property*, Nova Iorque, Macmillan, 1932.

BOXER, Charles R., «Padre António Vieira, S.J., and the Institution of the Brazil Company in 1649» in *The Hispanic American Historical Review*, vol.29, nº4, 1949, pp.474-497.

BARASSIN, J., «Compagnies de navigation et expéditions françaises dans l'Océan Indien au XVIII siècle», in *Studia*, nº11, 1963, pp.373-389.

CARDOSO, José Luís, «Política Económica», in Pedro Lains e Álvaro Ferreira da Silva (org.), *História Económica de Portugal 1700-2000. Século XVIII*, vol. I, Lisboa, ICS, 2004.

CARLOS, Ann M., & NICHOLAS, Stephen, «'Giants of an Earlier Capitalism': The Chartered Trading Companies as Modern Multinationals», in *Business History Review*, nº62, 1988, pp.398-419.

- CARLOS, Ann M., & NICHOLAS, Stephen, «Theory and History: Seventeenth-century Joint-stock Chartered Trading Companies», in *The Journal of Economic History*, vol.56, nº4, 1996.
- CARLOS, Ann M., «Principal-agent Problems in the Early Trading Companies: A Tale of Two Firms», in *The American Economic Review*, vol.82, nº2, 1992, pp.140-145.
- CARLOS, Ann M., «Bonding and the Agency Problem: Evidence from the Royal African Company, 1672-1691», in *Explorations in Economic History*, nº31, 1994, pp.313-335.
- CARREIRA, António, *As Companhias Pombalinas de Grão-Pará e Maranhão e Pernambuco e Paraíba*, Lisboa, Editorial Presença, 1983a.
- CARREIRA, António, «A Companhia de Pernambuco e Paraíba – alguns subsídios para a história da sua ação», in *Revista de História Económica e Social*, nº11, 1983b, pp.55-88.
- CHAUDHURI, K. N., *The trading world of Asia and the English East India Company 1660-1760*, London, New York, Melbourne, Cambridge University Press, 2006.
- CORTESÃO, Jaime, *Teoria Geral dos Descobrimentos Portugueses – A Geografia e a Economia da Restauração*, Lisboa, Seara Nova, 1940.
- CORTESÃO, Jaime, *Alexandre de Gusmão e o Tratado de Madrid*, Parte I, Tomo I, Rio de Janeiro, Instituto Rio Branco, 1956.
- COSTA, Leonor Freire, *O Transporte no Atlântico e a Companhia Geral do Comércio do Brasil (1580-1663)*, Vol. I, Lisboa, Comissão Nacional para as Comemorações dos Descobrimentos Portugueses, 2002.
- DIAS, Érika Simone de Almeida Carlos, *O Fim do Monopólio: A extinção da Companhia Geral de Pernambuco e Paraíba (1770-1780)*, Dissertação de Mestrado, Recife, UFP, 2001.
- DIAS, Érika Simone de Almeida Carlos, *‘As pessoas mais distintas em qualidade e negócio’: a Companhia de Comércio e as relações políticas entre Pernambuco e a Coroa no último quartel de Setecentos*, Tese de Doutoramento, Lisboa, FCSH-UNL, 2014.
- DIAS, Manuel Nunes, «A Junta liquidatária dos fundos das Companhias do Grão-Pará e Maranhão, Pernambuco e Paraíba (1778-1837)» in *Separata da Revista Portuguesa de História*, 1962, pp.153-201.
- DIAS, Manuel Nunes, *A Companhia Geral do Grão-Pará e Maranhão (1755-1778)*, Pará, Universidade Federal do Pará, 1970.
- DISNEY, A.R., «The First Portuguese India Company, 1628-1633» in *The Economic History Review*, New Series, vol.30, nº2, 1977, pp.242-258.
- ERIKSON, Emily, *Between Monopoly and Free Trade. The English East India Company, 1600-1757*, Princeton and Oxford, Princeton University Press, 2014.
- GELDERBLUM, Oscar & JONKER, Joost, «The Low Countries», in Larry Neal (ed) *The Cambridge History of Capitalism*, vol. I, Cambridge, Cambridge University Press, 2014, pp.314-356.

- GODINHO, Vitorino Magalhães, «Portugal, as frotas do açúcar e as frotas do ouro (1670-1770)», in *Ensaio*, vol. II, Lisboa, Livraria Sá da Costa, 1968, pp. 294-315.
- GRAFE, Regina, *Distant Tyranny: Markets, Power, and Backwardness in Spain, 1650-1800*, Princeton, Princeton University Press, 2011.
- HUSSEY, Roland Dennis, *The Caracas Company, 1728-1784*, Cambridge, Harvard University Press, 1934.
- IRIGOIN, Alejandra & GRAFE, Regina «Bargaining for Absolutism: A Spanish Path to Nation-State and Empire Building» in *Hispanic American Historical Review*, 88:2, 2017, pp.173-210.
- JENSEN, Michael, & MECKLING, William, «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure» in *Journal of Financial Economics*, vol.3, nº4, 1976, pp.305-360.
- JÚNIOR, José Ribeiro, *Colonização e Monopólio no Nordeste Brasileiro. A Companhia Geral de Pernambuco e Paraíba (1759-1780)*, São Paulo, HUCITEC, 1976.
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio & SHLEIFER, Andrei «Corporate ownership around the world» in *Journal of Finance*, vol.54, nº2, 1999, pp.471-517.
- LISANTI, Luís, *Negócios Coloniais (Uma correspondência comercial do século XVIII)*, vol. I, Rio de Janeiro 1973.
- MACEDO, Jorge Borges de, «O Pensamento Económico do Cardeal da Mota», in *Separata da Revista da Universidade de Letras de Lisboa*, Lisboa, 3ª série, nº4, 1960, pp.79-97.
- MACEDO, Jorge Borges de, *A situação económica no tempo de Pombal – Alguns Aspectos*, Lisboa, Gradiva, 1989.
- MACEDO, Jorge Borges de «Companhias Comerciais», in Joel Serrão, *Dicionário da História de Portugal*, vol. II, Porto, Livraria Figueirinhas, 2006, pp.122-130.
- MARCOS, Rui Manuel de Figueiredo, *As Companhias Pombalinas. Contributo para a História das Sociedades por Ações em Portugal*, Coimbra, Almedina, 1997.
- MAURO, Frédéric, «O império Luso-Brasileiro 1620-1750» in Joel Serrão e A. H. Oliveira Marques (dir.), *Nova História da Expansão Portuguesa*, vol.VII, Lisboa, Editorial Estampa, 1991.
- MAXWELL, Kenneth R., *Conflicts and Conspiracies: Brazil and Portugal 1750-1808*, Cambridge, Cambridge University Press, 1973.
- MAXWELL, Kenneth, *O Marquês de Pombal*, Lisboa, Bertrand, 2004.
- MONTEIRO, Nuno Gonçalo, D. José, Lisboa, Círculo de Leitores, 2006.
- MURPHY, Ann L., *The Origins of English Financial Markets. Investment and Speculation before the South Sea Bubble*, Cambridge, Cambridge University Press, 2009.
- MURPHY, Antoin E. «Corporate Ownership in France. The Importance of History» in Randall K. Morck (ed.), *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. A National Bureau of Economic Research

Conference Report. Chicago and London, University of Chicago Press, 2005, pp.185-222.

NEVES, José Acúrcio das, *Considerações políticas e Comerciais sobre os Descobrimentos e Possessões Portuguesas na África e Ásia*, Lisboa, 1830.

OGLIVIE, Sheilagh, *Institutions and European Trade. Merchant Guilds, 1000-1800*, New York, Cambridge University Press, 2011.

OLSON, Mancur, *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Harvard University Press, 1971.

PEDREIRA, Jorge Miguel Viana, *Os Homens de negócio da praça de Lisboa de Pombal ao Vintismo (1755-1822). Diferenciação, reprodução e Identificação de um Grupo Social*, Tese de Doutoramento em Sociologia, Lisboa, UNL-FCSH, 1995.

PETRAM, Lodewijk Otto, *The world's first stock Exchange: how the Amsterdam market for Dutch East India Company shares became a modern securities market, 1602-1700*, PhD thesis, Instituut voor Cultuur en Geschiedenis, 2011.

PIJNING, Ernst, «Transnationality and the Brazilian Slave Trade: the Case of the Corisco Company (1715-1730)», in Jacint Creus Boixaderas, Jean-Marc Lefebvre, Gustau Nerin, Ernst Pijning, Valérie de Wulf, *La Guinée équatoriale aux Archive nationale (XVIII^e-debut XX^e siècles)*, Paris, L'Harmattan, 2016.

RAU, Virgínia, «Política Económica e Mercantilismo na Correspondência de Duarte Ribeiro de Macedo (1688-1676)», in José Manuel Garcia (org.), *Estudos sobre História económica e social do Antigo Regime*, Lisboa, Presença, 1984, pp.227-267.

RODRIGUES, Lúcia Lima & SANGSTER, Alan, «'Public-private partnership': The Portuguese General Company of Pernambuco and Paraíba (1759)», in *Business History*, 54:7, 2012, pp.1142-1165.

SARAIVA, José Mendes da Cunha, *Companhia Geral de Pernambuco e Paraíba*, Lisboa, Ministério das Finanças, 1941. SARAIVA, José Mendes da Cunha, *Companhias Gerais de Comércio e Navegação para o Brasil*, Lisboa, 1938.

SÉRGIO, António, *Breve Interpretação da História de Portugal*, Lisboa, Clássicos Sá da Costa, 1981.

SILVA, Angélica de Vasconcelos, *As portas não podem ser cerradas (1780-1813): processo de liquidação da Companhia Geral de Pernambuco e Paraíba*, Tese de Doutoramento, São Paulo, USP, 2016.

SILVA, José Gentil da «Alegação a favor da Companhia Portuguesa da Índia Oriental», in *XIII Congresso Luso-Espanhol para o Progresso das Ciências*, vol. VIII, Lisboa 1950.

SILVEIRA, Luís, *Um episódio do comércio luso-brasileiro: a fundação da Companhia da Ilha de Corisco*, vol. V, Rio de Janeiro, IHBC, 1949, pp.517-529.

STERN, Philip J. *The Company-State. Corporate Sovereignty and the Early Modern Foundations of the British Empire in India*, Oxford, Oxford University Press, 2011.

VALLENT, Wim & SGOUREV, Stoyan V., «Local Elites versus Dominant Shareholders: dividend smoothing at the Dutch East India Company», in *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, vol.2013, n°1, 2013, pp.1127-1169.

