1 Introdução

A demanda pelos transportes aeroportuários no Brasil cresceu de 20 milhões de passageiros em 1997 para aproximadamente 92 milhões de passageiros em 2010, um incremento de 72 milhões de passageiros em 13 anos (Anac, 2010). A demanda por serviços aeroportuários continuará crescendo nos próximos anos em razão do aumento do PIB brasileiro e dos eventos (Copa do Mundo de Futebol de 2014 e as Olimpíadas de 2016) que ocorrerão no Brasil e que devem gerar um aumento do turismo nacional e internacional:.

O Brasil durante muitos anos não investiu o suficiente em obras de infraestrutura e a Infraero, empresa estatal federal, responsável pela administração dos principais aeroportos brasileiros, não conseguiu fazer os investimentos necessários. Dos 20 maiores aeroportos brasileiros em 2010, 14 operavam acima das suas capacidades nominais, reduzindo a qualidade dos serviços oferecidos e a disponibilidade de vôos (Neto e Souza, 2011).

Este cenário de demanda crescente, aeroportos operando acima das suas capacidades e da baixa resposta da Infraero frente às necessidades de investimento, fez com que o Governo Federal iniciasse um processo de concessão dos aeroportos à iniciativa privada.

Os primeiros aeroportos privatizados foram os de São Gonçalo do Amarante, Campinas, Guarulhos e Brasília, tornando-se o marco de um novo campo para o investimento da iniciativa privada na economia brasileira.

Este trabalho buscou calcular o custo de capital próprio do setor de administração de terminais aeroportuários utilizando-se dos modelos CAPM Global, e, adicionalmente, foi comparada a rentabilidade proposta no estudo econômico-financeiro da Anac para o Aeroporto de Guarulhos, com os diversos custos de capital encontrados nos modelos utilizados neste trabalho, os quais foram: CAPM Global, CAPM Local Ajustado, Híbrido Ajustado, modelo de Godfrey e Espinosa e o modelo de Estada. Para isso, foram

calculados os betas alavancados e desalavancados do setor aeroportuário, utilizando-se de 15 empresas de capital aberto listado em de listados em bolsas de valores de 9 países, uma vez que não existem empresas do setor com negociação em Bolsa de Valores no Brasil. Adicionalmente, foram utilizados os dados do relatório econômico-financeiro apresentado pela Anac para o aeroporto de Guarulhos para suportar o cálculo do custo de capital próprio nos diversos modelos analisados neste trabalho

1.1. Objetivo

Este trabalho tem por objetivo detalhar os vários modelos CAPM propostos para minimizar os problemas do CAPM tradicional nos mercados emergentes e calcular as taxas de custo de capital próprio para o setor de administração de terminais aeroportuários no Brasil, conforme cada um destes modelos.

São objetivos intermediários deste trabalho:

- Descrever a atual estrutura do mercado aeroportuário brasileiro e a experiência de privatização no setor.
- Avaliar e comparar o custo de capital próprio obtidos pelos modelos CAPM ao retorno proposto pelo estudo econômico-financeiro do Aeroporto de Guarulhos.

1.2. Delimitação do Estudo

Este trabalho se delimitará a estudar os modelos de determinação do custo de capital próprio que utilizam o referencial teórico do CAPM e modelo de Estrado. Outros referenciais teóricos para a precificação do custo de capital próprio existem e não serão abordados neste trabalho.

O trabalho se limitará a avaliar o custo de capital próprio no Brasil para o setor de administração de terminais aeroportuários e, em particular, o aeroporto

de Guarulhos, que teve o seu capital social transferido a iniciativa privada em leilão de concessão ocorrido em fevereiro de 2012.

Esta pesquisa está delimitada geograficamente ao Brasil, ainda que tenha sido necessário obter informações de empresas de diversos países, em razão de não existirem empresas equivalentes de capital aberto no país. Quanto a delimitação temporal, contextualizou-se o mercado de aviação civil brasileiro, principalmente nos anos de 2009 e 2010.

1.3. Relevância do Estudo

O Brasil enfrentou durante a década de 80 e durante metade da década de 90, um processo de descontrole inflacionário, tendo a moeda nacional entrado em uma situação de inércia inflacionária crescente. Esse cenário levou ao lançamento do Plano Real em 27 de fevereiro de 1994, que obteve sucesso na estabilização monetária. Este processo foi acompanhado por uma maior taxa de crescimento do PIB nos últimos anos, sendo este sustentado por uma política de aumento do crédito, por políticas sociais, focadas principalmente no aumento do salário mínimo real e em programas de distribuição de renda para as camadas mais pobres da população, o que gerou um crescimento da demanda interna por produtos e serviços.

Esse cenário de crescimento econômico com distribuição de renda e mercado interno aquecido gera a necessidade de investimentos em aumento da capacidade produtiva e da infraestrutura do país. Desta forma, os principais aeroportos tiveram um grande aumento de demanda nos últimos 10 anos e estão, em sua maioria, operando acima das suas capacidades nominais. Somase a isso os eventos que ocorrerão no Brasil nos próximos anos e Neto e Souza (2011) estimaram que serão necessários investimentos de R\$ 5,5 bilhões nos aeroportos até 2014.

Os elevados valores a serem investidos e o interesse demonstrado pelos investidores nos leilões de concessão, demonstra que este setor da economia deve ganhar dinamismo e aumentar a sua relevância em um futuro próximo.

1.4. Organização da Presente Pesquisa

O presente trabalho está organizado em sete capítulos. O segundo capítulo trata do sistema aeroportuário brasileiro, da demanda por transporte aéreo e descreve os resultados financeiros da Infraero e o impacto de medidas liberalizantes no mercado aeroportuário.

O terceiro capítulo discorre sobre o tema da privatização dos aeroportos, com um relato da experiência do processo de privatização em diversos países; sobre a eficiência dos aeroportos com diferentes estruturas de capital, privado e estatal; e o modelo de privatização brasileiro.

O quarto capítulo detalha os modelos CAPM utilizados e o modelo de Estrada.

O quinto capítulo descreve de que maneira e como foram obtidos os dados e a metodologia empregada para o cálculo do custo de capital próprio. O modelo de avaliação econômico-financeiro, disponibilizado pela Anac, é também detalhado, pois este serviu de parâmetro de comparação para se analisar os resultados obtidos.

O sexto capítulo contém a conclusão do presente trabalho.