

MARIA GABRIELA NASCIMENTO ALEIXO

**Diagnóstico da situação econômico-financeira das  
Sociedades de Propósito Específico com participação da  
Infraero: uma análise do período de 2014 a 2017**

Brasília - DF

2019

## **1. Resumo**

Este trabalho consiste em analisar as demonstrações financeiras no período de 2014 a 2017 de cinco Sociedades de Propósito Específico constituídas entre um Acionista Privado e a Infraero, com fins de prestação de serviço público em regime de concessão dos aeroportos brasileiros. Utiliza-se a técnica de análise por índice padrão, demonstrando o comportamento das empresas. O objetivo da análise das demonstrações financeiras é demonstrar, com base nas informações contábeis extraídas das empresas, a posição econômico-financeira atual, as causas de sua evolução. Quanto aos objetivos, o trabalho consiste em uma pesquisa descritiva e exploratória, na qual os dados foram analisados e comparados. Após confrontar e analisar as informações verificou-se que as empresas concessionárias apresentam situação econômico financeira alarmante, com índices de liquidez e de desempenho econômico distorcidos devidos aos prejuízos econômicos acumulados no período analisado. Além disso, foi identificado elevado valor de dispêndios públicos nos negócios das concessionárias, tanto a título de integralização de capital por parte da Infraero, quanto por meio de empréstimos e financiamentos de instituições financeiras públicas, como o BNDES e a Caixa Econômica Federal. Em contrapartida, foi detectada melhora na satisfação geral do passageiro desses aeroportos.

## **2. Introdução**

### **2.1 Contextualização**

Em 2011, o Governo Federal iniciou os novos modelos de exploração da infraestrutura aeroportuária por meio da concessão. Entre os objetivos, esperava-se atingir nível de serviço adequado aos usuários e dar agilidade à realização dos investimentos necessários para a adequação da infraestrutura para a Copa do Mundo de 2014.

Coube à Secretaria Nacional de Aviação Civil (SAC), a proposição do modelo de concessão de infraestrutura aeroportuária, figurando a Anac como poder concedente dos contratos de concessão assinados. A primeira rodada de concessão à iniciativa privada ocorreu com o leilão do Aeroporto de São Gonçalo do Amarante (RN) realizado na BMF&BOVESPA em 22/08/2011. A assinatura do contrato se deu em 28/11/2011, com prazo de concessão de 28 anos, e não previa a participação da Infraero na Sociedade de Propósito Específico (SPE) que gerenciaria o aeroporto.

Posteriormente, a segunda e terceira rodadas de leilões já previram a participação societária da Infraero na SPE. A segunda rodada incluiu os aeroportos de Guarulhos/SP, Brasília/DF e Viracopos/SP, e a terceira rodada abrangeu os aeroportos de Galeão/RJ e Confins/MG.

Para a organização empresarial dos aeroportos foram constituídas Sociedades de Propósito Específico (SPE), introduzidas no ordenamento jurídico nacional pela Lei Complementar 128, de 19/12/2008, que são sociedades com personalidade jurídica, escrituração contábil própria e demais características comuns às empresas limitadas ou sociedades anônimas, das quais fazem parte a Infraero e os consórcios privados.

A Infraero, antiga operadora dos aeroportos concedidos, passou a ser sócia das concessionárias (com exceção do ASGA) a fim de que ficasse assegurado à empresa pública o recebimento de dividendos – em substituição às receitas até então auferidas com os aeroportos – visando: estabelecer compensações financeiras; fortalecimento da gestão da empresa estatal, permitindo-lhe extrair das SPE em que participa novas formas de maximizar resultados e de aplicar tais conhecimentos assimilados na operação dos demais aeroportos de sua rede; existência de interesse público da presença da União nesses aeroportos, identificados como estratégicos ou de especial relevância para o interesse público.

Coube à Infraero o papel de sócia relevante em termos de participação acionária, com o estabelecimento de responsabilidade da Infraero integralizar 49% do capital social das

SPE criadas para cada concessão.

Os contratos de concessão foram assinados em maio de 2012, com obrigações de investimento (ampliação e melhoria da infraestrutura) e de adequação dos níveis de serviço estabelecido em fases por parte das concessionárias. As fases foram divididas em quatro.

- Fase 1A: foi a fase de transferência da operação dos aeroportos da Infraero para a SPE.
- Fase 1B: foi a fase de ampliação dos aeroportos para adequação obrigatória da infraestrutura e para melhoria do nível de serviço estabelecido no contrato.
- Fase 1C foi a fase de adequação da infraestrutura para o atendimento da demanda prevista no Plano de Gestão da Infraestrutura (PGI) vigente, com o nível de serviço estabelecido pelos Parâmetros Mínimos de Dimensionamento, para todas as instalações do Aeroporto.
- Fase 2, seria a fase de manter o cumprimento dos níveis de serviço estabelecidos em contrato, com investimento na infraestrutura de acordo com os gatilhos de investimento estabelecidos em contrato.

Em 2014, as obrigações de investimentos obrigatórios da Fase 1B, em geral, foram cumpridas pelas concessionárias e os aeroportos fizeram parte dos empreendimentos necessários para a Copa do Mundo no Brasil. A Fase 1B, com investimentos obrigatórios às concessionárias, resultou em alto investimento em CAPEX (*Capital Expenditure*), e de consequente elevação no endividamento das concessionárias junto às instituições financeiras, principalmente com o BNDES.

Com o fim da Fase 1B em 2014, as concessionárias operam os aeroportos em mercado cuja demanda encontra-se aquém da demanda de passageiros e de cargas prevista nos estudos preliminares da concessão (EVTEA – Estudos de Viabilidade Econômica Técnica e Ambiental). A demanda não materializada pode ter resultado no pedido de recuperação judicial do Aeroporto de Viracopos e de pedido de aditamento de obrigações contratuais junto à ANAC pelo Aeroporto de Confins. Neste cenário, ainda não foi reportada distribuição de lucros ou dividendos para os acionistas das concessionárias. A Infraero, embora a ela pertença 49% do capital das SPE, ainda não atingiu o principal objetivo pelo qual foi associada a essas concessões, a de participar da divisão de lucros dos aeroportos concedidos.

As concessões de serviço público são regidas pela Lei 8.987/1995, e, subsidiariamente, pelos critérios e normas gerais da Lei 8.666/1993, com alterações posteriores.

Aplicam-se às concessões, ainda, as disposições contidas na Lei 11.182/2005, a Lei de criação da Anac, e na Lei 7.565/1986, que institui o Código Brasileiro de Aeronáutica (CBA), bem como as diretrizes estabelecidas na Política Nacional de Aviação Civil (Pnac), aprovada pelo Decreto 6.780/2009.

## **2.2 Justificativa**

Devido à participação da Infraero nos modelos de concessão aeroportuários da segunda e terceira rodadas, o Governo Federal participou da integralização do capital das concessionárias. A integralização deste capital teve seus recursos provenientes de dotações orçamentárias na lei orçamentária anual. Além desses recursos, o BNDES e a CEF injetaram elevado montante de recursos de empréstimos e financiamentos nessas Sociedades de Propósito Específico, a taxas de juros baixas, comparavelmente ao mercado de capitais.

Esse modelo de concessão teve como justificativa, dentre outros, o de estabelecer compensações financeiras à Infraero e a existência de interesse público da presença da União nos aeroportos, identificados como estratégicos ou de especial relevância para o interesse público.

Porém, devido à demanda não materializada dos estudos de viabilidade econômica dos leilões, o Aeroporto de Viracopos entrou com pedido de recuperação judicial e a concessionária do Aeroporto de Confins entrou com pedido de aditamento de obrigações contratuais junto à ANAC. Além disso, não houve recebimento de participação nos lucros e dividendos por parte da Infraero até a presente data.

Devido à conjuntura neste modelo de concessão, na segunda e na terceira rodadas, a importância de diagnosticar o desempenho econômico-financeiro das concessionárias se sustenta na necessidade de compreender como se encontra a situação financeira, econômica e patrimonial das concessionárias dessas rodadas após fase de implantação de infraestrutura, e se pode haver expectativa de recebimento de lucros ou dividendos por parte da Infraero ou de pagamento dos empréstimos ou financiamentos por parte do BNDES e da CEF.

Além disso, há necessidade de compreender como são medidos os indicadores de qualidade da Secretaria Nacional de Aviação Civil e os da Anac, além do resultado dessa mensuração com fins de detectar se houve efetiva melhora nos aeroportos sob a visão dos passageiros nessa modelagem de concessão.

## **2.3 Objetivo Geral**

O presente artigo tem como objetivo, realizar o diagnóstico da situação econômico-financeira das empresas concessionárias dos aeroportos de Brasília, Confins, Galeão, Guarulhos e Viracopos, além de identificar os resultados da Fase 1B dos contratos de concessão do setor no período de 2014 a 2017.

## **2.4 Objetivos Específicos**

Para atingir o objetivo acima, será buscado no presente estudo:

- Compreender e apresentar os índices de rentabilidade, desempenho econômico e de estrutura de capital das empresas objeto do estudo;
- Mensurar o Ebitda das empresas concessionárias, de acordo com a Instrução CVM 527, demonstrando seu conceito e a relação com os demais indicadores;
- Evidenciar o montante de recursos disponibilizados pelo Poder Público na segunda e terceira rodadas de concessão aeroportuária a título de integralização de capital e de empréstimos ou financiamentos;
- Compreender e apresentar os índices de qualidade mensurados pela SAC e pela ANAC para identificar o nível de melhora ou de manutenção na satisfação geral do passageiro.

## **3. EMBASAMENTO TEÓRICO**

### **3.1 Indicadores Econômico Financeiros**

Para melhorar a interpretação dos valores absolutos dos itens que compõem os demonstrativos contábeis da estrutura do patrimônio das entidades, foi desenvolvida a técnica de análise de balanços.

Segundo Silva (2010), para análise situacional, comparativa e de tendências, é preciso realizar uma apuração através de quocientes ou índices para que se tenha uma visão abrangente acerca da situação econômica, financeira e patrimonial em que a organização se encontra. E essa análise é feita por meio de uma construção sequencial e histórica de índices contabilizados através da associação entre contas que compõem as demonstrações contábeis.

De acordo com Assaf Neto e Lima (2009), a análise dos demonstrativos financeiros tem o objetivo de informar o desempenho econômico-financeiro de uma empresa em determinado período passado, para mostrar sua posição atual e fornecer resultados que sirvam como base para a previsão futura.

Para Iudícibus (2009), o principal objetivo do uso de indicadores financeiros é o de possibilitar ao usuário da contabilidade extrair tendências e comparar os quocientes com

padrões estabelecidos, relatando o que aconteceu no passado e gerando bases de ação para possíveis resultados futuros.

Conforme Ching, Marques e Prado (2010), o uso de índices é de grande importância e utilidade para a análise de tendências, auxiliando a gerência e analistas a entender o desempenho da empresa no passado e por meio de comparações com padrões pré-estabelecidos, examinar a posição da empresa no seu setor de mercado em relação à concorrência. Para asseverar a confiabilidade da apuração dos indicadores financeiros, Ching, Marques e Prado (2010), ainda enumeram algumas prescrições:

1. Realizar a análise de índices através de associações com outros, nunca os interpretando de maneira isolada;
2. Apurar os dados de mais de um ano, para que se possa acompanhar sua evolução;
3. Comparar os índices da entidade com os índices de empresas do mesmo setor, concorrentes.

Existem diversos índices e diferentes técnicas, como explica Matarazzo (2010), para analisar os demonstrativos financeiros de uma organização, entre elas: análise vertical e horizontal; cálculo e avaliação dos índices de liquidez, estrutura de capital e de rentabilidade; análise do capital de giro; análise de rentabilidade; análise da alavancagem financeira; análise prospectiva, entre outras metodologias.

O processo de seleção dos índices Silva (1995) diz que a quantidade de índices que podem ser desenvolvidos é quase ilimitada, dependendo fundamentalmente do propósito da análise e da experiência do analista. Silva (1995) afirma ainda que o número de índices a ser utilizado deve levar em consideração os seguintes pontos:

- Utilidade dos índices: aqueles que forem importantes devem ser utilizados.
- Contribuição: consta em uma análise do número de índices versus o benefício adicional na avaliação das empresas que com 6 índices, o grau de acerto na classificação das empresas foi de 87,45% e com 31 índices foi de 94,11%. Portanto, aumentando o número de índices em 416,7%, obteve-se uma melhora de apenas 7,6%.
- Praticidade: o processo de cálculo de índices tornou-se fácil a partir do uso do computador. Calcular 5 ou 50 índices, talvez não faça diferença. Interpretar 50 índices, um a um, bem como o impacto de um sobre os outros, poderá ser um processo trabalhoso e que não traz contribuição expressiva à avaliação do risco da

empresa. A questão principal reside em, conforme a necessidade do usuário, identificar os pontos que efetivamente são relevantes.

- Segurança: o número de índices utilizados deve propiciar ao analista razoável grau de tranquilidade quanto à eficácia da avaliação do risco.

O presente artigo irá abordar os indicadores de rentabilidade, de alavancagem financeira, de endividamento e de estrutura de capital, além de apresentar os valores dos endividamentos (principalmente os tomados com o BNDES), os valores das outorgas (compromisso financeiro com o poder concedente) e os índices de qualidade de serviço calculados pela SAC e pela Anac. A seguir estão apresentadas as contribuições doutrinárias acerca das interpretações advindas dos indicadores econômico-financeiros.

Doganis (1992) afirma que a ocorrência de problemas na comparação de dados é inerente a todas as análises entre empresas, e também ocorrem em profusão na indústria aeroportuária. Tais dificuldades podem ser categorizadas de forma ampla em seis grupos, abaixo descritas e comentadas: diferença nas atividades desempenhadas; nível de envolvimento governamental; práticas contábeis; subsídios governamentais diretos e indiretos; fontes de financiamento; diferenças no design e nos padrões de serviços.

### 3.1.1. Índices de Rentabilidade

Segundo Assaf Neto (2002, p.171), os índices de liquidez evidenciam a situação financeira de uma empresa frente a seus diversos compromissos financeiros. No presente estudo foram incluídos os índices de Liquidez Geral, Corrente, Imediata e Seca.

O Índice de Liquidez Geral (ILG) revela a liquidez, tanto a curto como a longo prazo, e é utilizada como medida de segurança financeira da empresa a longo prazo, revelando sua capacidade de saldar todos seus compromissos

O Índice de Liquidez Corrente (ILC) indica o quanto existe de ativo circulante para cada \$1 de dívida a curto prazo, portanto, quanto maior a liquidez corrente, mais alta se apresenta a capacidade da empresa em financiar suas necessidades de capital de giro.

O Índice de Liquidez Imediata (ILI) revela a porcentagem das dívidas a curto prazo (circulante) em condições de serem liquidadas imediatamente. Há prática de manter esse quociente baixo devido ao pouco interesse das empresas em manter recursos monetários em caixa, ativo operacionalmente de reduzida rentabilidade.

O Índice de Liquidez Seca demonstra a porcentagem das dívidas a curto prazo em condições de serem salgadas mediante a utilização de itens monetários de maior liquidez do ativo circulante, seu caixa e equivalentes de caixa.

No diagnóstico financeiro das empresas concessionárias do setor aeroportuário serão utilizados os quatro índices de rentabilidade para mensurar a capacidade operacional das empresas concessionárias de pagamento de seus devedores, em especial financiamentos e de outorgas ao Poder Público de curto prazo.

### 3.1.2. Índice de Endividamento

Segundo Assaf (2002, p. 146), é obtido pela relação entre o capital de terceiros e o capital próprio. Esse índice pode ser tomado somente das dívidas de curto prazo ou de longo prazo com o patrimônio líquido, revelando o endividamento em função da maturidade do passivo.

Segundo Marion (2002), os índices de endividamento mostram a composição (qualidade) desse endividamento e o grau (quantidade) de endividamento da empresa.

Esses índices se mostram imprescindíveis para o diagnóstico das SPE do setor aeroportuário uma vez que demonstram a liberdade de decisões financeiras da empresa, que depende do quanto é a utilização do capital de terceiros, conforme leciona Matarazzo (2003, p. 154). Ainda segundo o autor, no ponto de vista de obtenção de lucro, pode ser vantajoso para a empresa trabalhar com capitais de terceiros, se a remuneração para a esses capitais de terceiros for menor do que o lucro conseguido com sua aplicação nos negócios, como poderá ser demonstrado nos índices de alavancagem financeira explicados anteriormente.

Portanto, serão incluídos nesse estudo a participação de capitais de terceiros, a cobertura dos juros, a composição do endividamento e a imobilização do patrimônio líquido.

### 3.1.3 Índices de Desempenho Econômico

Esses indicadores abordam a avaliação do desempenho econômico de uma empresa, abordando analiticamente a atratividade dos investimentos e seus indicadores de retorno. Segundo Assaf (2002, p. 213), podem ser obtidos o Retorno sobre o Investimento, Retorno sobre o Ativo, Retorno sobre o Patrimônio Líquido e EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation/Depletion and Amortization*).

## 3.2. Indicadores de Desempenho ou Qualidade

Por ser serviço público prestado em regime de monopólio, e dada a quantidade de aeroportos e a movimentação de passageiros, foram criados mecanismos para melhorar a gestão dos aeroportos brasileiros. O objetivo desses instrumentos é o de serem capazes de monitorar e aperfeiçoar a qualidade do serviço oferecido.

Hatfield (1994 *apud* DIÓGENES, 2004) retrata os indicadores de desempenho como uma medida explícita de efeitos ou resultados esperados, e que indicam até que ponto

uma atividade teve êxito alcançado ou contribuiu para alcançar determinado objetivo.

Para Kayano e Caldas (2001, p.13, *apud* DIÓGENES, 2004), os indicadores de desempenho são instrumentos importantes para controle da gestão e verificação de eficiência e eficácia não apenas da administração privada, mas também e principalmente na administração pública, por permitirem comparar situações entre localidades ou entre períodos diferentes de uma mesma localidade. Em decorrência, surgem diversas pesquisas sobre avaliação da eficiência das concessionárias relacionadas com a satisfação dos passageiros e o atendimento dos níveis de serviço.

Segundo Kirkpatrick et al 2006 *apud* Oliveira, 2011, ocorre desde a década de 1980 uma mudança no papel do Estado, de provedor de serviços através de grandes empresas estatais, para um Estado regulador, exige o desenvolvimento de novas habilidades.

As últimas décadas marcaram uma migração, por parte dos órgãos reguladores, da utilização dos métodos ROR (*Rate of Return* – Taxa Interna de Retorno determinada) para os métodos de regulação por incentivo (Cowan, 2002; Vogelsang, 2002 *apud* Oliveira, 2011). O regulador se tornou desenvolvedor de ferramentas para induzir a concorrência, ou promover a inovação e o aumento da eficiência das concessionárias, a fim de evitar os malefícios que mercados monopolistas podem trazer à sociedade.

Para Massiani e Ragazzi, 2008, *apud* Oliveira, 2011, há uma série de motivos para se medir a eficiência das concessionárias de infraestrutura: determinar a melhor configuração do mercado para ganhos de eficiência em escala; permitir a aplicação da regulação por incentivos; e definir uma estrutura regulatória que garanta serviços de qualidade a preços adequados ao longo do tempo.

Os métodos de *benchmarking* são ferramentas úteis para incentivar as concessionárias de serviços públicos a serem mais eficientes. Uma vez que a competição natural não é viável, considerando os altos custos para qualificar a infraestrutura, o *benchmarking* pode criar uma espécie de competição artificial entre as concessionárias. Reduzindo os efeitos da assimetria de informações existente entre as concessionárias e órgãos reguladores, esta ferramenta é capaz de induzir a inovação, por parte das empresas, uma vez que os reajustes das tarifas dos serviços prestados estejam vinculados a bons níveis de eficiência, quando em comparação com as demais empresas do setor (Bogetoft e Otto, 2011, *apud* Oliveira, 2011).

#### 4. METODOLOGIA

O presente artigo tem o objetivo de realizar um diagnóstico da situação econômico-financeira das empresas concessionárias dos aeroportos de Brasília, Confins, Galeão, Guarulhos e Viracopos, além de identificar os resultados da Fase 1B dos contratos de concessão do setor no período de 2014 a 2017, que compreende o término da Fase 1B das concessões e mais um ou três anos de operação, dependendo do aeroporto.

Para tal intuito, a pesquisa deste trabalho foi desenvolvida por meio de estudo de caso, de natureza qualitativa e quantitativa, do tipo descritiva através da utilização de fórmulas para cada índice aplicado às demonstrações financeiras das empresas. Foram utilizados os principais grupos de índices financeiros, como rentabilidade, alavancagem financeira, endividamento e estrutura de capital.

Complementarmente, foi descrito o valor contábil das dívidas de financiamento e de outorgas ao poder público, junto com as taxas de juros aplicadas pelo BNDES e pelas instituições privadas, todos evidenciados nos demonstrativos contábeis das empresas. Buscou-se apresentar também os indicadores de qualidade disponibilizados pela SAC e pela Anac.

A inserção de indicadores de qualidade no âmbito deste artigo tem como finalidade demonstrar o ganho ou manutenção de qualidade nos aeroportos analisados, além da satisfação geral do passageiro. Busca-se entender a importância e sistemática de apuração desses indicadores, seus os critérios de avaliação e os valores apurados no período desse estudo. Para, ao final, apreender os benefícios das concessões em relação aos seus custos.

O principal procedimento utilizado foi a pesquisa documental das demonstrações financeiras das SPE do setor aeroportuário, realizada por meio de buscas no endereço eletrônico da Anac, e das informações sobre os indicadores de qualidade, disponibilizados pela SAC e pela Anac.

A população da pesquisa é composta pelas empresas concessionárias do serviço público aeroportuário federal com participação acionária da Infraero, que correspondem a 5 SPE. Essas empresas são:

<b>Quadro 1: Acionistas Privados das Sociedades de Propósito Específico</b>		
<b>Aeroporto Concedido</b>	<b>SPE Concessionária</b>	<b>Acionistas Privados</b>
Aeroporto Internacional de Brasília	Inframerica Concessionária do Aeroporto de Brasília S.A.	Inframérica Participações S.A.

Aeroporto Internacional de Confins – Belo Horizonte	Concessionária do Aeroporto Internacional de Confins S.A.	Grupo CCR e Zürich Airport
Aeroporto Internacional do Galeão – Rio de Janeiro	Concessionária Aeroporto Rio de Janeiro S.A	Changi Airports International (CAI)
Aeroporto Internacional de Guarulhos – São Paulo	Concessionária do Aeroporto Internacional de Guarulhos S.A.	Invepar e Airport Company South Africa
Aeroporto Internacional Viracopos - Campinas	Aeroportos Brasil Viracopos S.A.	UTC, Triunfo e Egis

Fonte: sítios dos aeroportos, realizada em 6/2/2019 (<https://www.bsb.aero/pdf/demonstrativo-financeiro-2017.pdf>; <https://www.riogaleao.com/institucional/sobre-o-riogaleao/>; <http://www.bh-airport.com.br/br/p/26/a-concessao.aspx>; [http://ri.gru.com.br/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=54584](http://ri.gru.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=54584); <http://www.viracopos.com/institucional/governanca-corporativa/>)

O exame da situação financeira das empresas concessionárias do setor de aeroportos será iniciado com análise das composições e planos de contas das demonstrações financeiras do setor aeroportuário. Serão utilizadas as demonstrações financeiras das empresas concessionárias dos aeroportos do Brasília, Confins, Galeão, Guarulhos, Viracopos e constantes no sítio da ANAC no período compreendido entre os anos de 2014 e 2017.

A partir da compreensão do plano de contas e da forma de escrituração do setor, com base nas Normas Brasileiras de Contabilidade e nos Pronunciamentos Contábeis, será realizado o cálculo e inferência de índices e indicadores econômico-financeiros a partir das demonstrações financeiras das Sociedades de Propósito Específico no período compreendido entre os anos de 2014 e 2017, disponibilizados no sítio eletrônico da agência reguladora.

Para Matarazzo (2003), o diagnóstico de uma empresa quase sempre começa com uma rigorosa análise de balanços, cuja finalidade é determinar quais são os pontos críticos e permitir, de imediato, apresentar um esboço das prioridades para a solução de seus problemas.

Os indicadores aplicados nas demonstrações financeiras das concessionárias estão descritos no quadro abaixo com suas respectivas metodologias de cálculo e interpretação:

<b>Quadro 2: Indicadores Financeiros Estudados</b>		
<b>Indicadores</b>	<b>Metodologia de cálculo</b>	<b>Interpretação</b>
<b>Estrutura de Capital</b>		
Endividamento Geral	$(\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}) / \text{Ativo Total}$	Demonstra o quanto a empresa tem de ativo total comprometido nas dívidas totais
Participação de Capitais de Terceiros	$\text{Capitais de Terceiros} / \text{Patrimônio Líquido}$	Quanto a empresa tomou de capitais de terceiros para cada R\$1,00 de capital próprio
Composição do Endividamento	$\text{Passivo Circulante} / \text{Capitais de Terceiros} \times 100$	O percentual das obrigações a curto prazo em relação às obrigações totais
Cobertura de Juros	$\text{Resultado Líquido do Exercício} / \text{Resultado Financeiro}$	Mede a geração interna de caixa para cada R\$ 1,00 apropriado de juros no exercício.
Imobilização do Patrimônio Líquido	$(\text{Ativo Não Circulante} - \text{Realizável a Longo Prazo}) / \text{Patrimônio Líquido}$	Quanto a empresa aplicou no Ativo Imobilizado para cada R\$1,00 de Patrimônio Líquido
Imobilização dos Recursos Não Correntes	$(\text{Ativo Não Circulante} - \text{Realizável a Longo Prazo}) / (\text{Exigível a Longo Prazo} + \text{Patrimônio Líquido}) \times 100$	Que percentual dos recursos não correntes foi destinado ao ativo imobilizado
<b>Rentabilidade</b>		
Liquidez Geral	$(\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}) / \text{Passivo Circulante} + \text{ELP}$	Quanto a empresa possui de ativo circulante e no realizável a longo prazo para cada \$ 1,00 de dívida

Liquidez Corrente	Ativo Circulante/ Passivo Circulante	Quanto a empresa possui de Ativo Circulante para cada \$ 1,00 de Passivo Circulante
Liquidez Imediata	Disponível/ Passivo Circulante	A capacidade de pagamento que a empresa possui em determinado momento, frente aos recursos que estão disponíveis no caixa e nos equivalentes
<b>Desempenho Econômico</b>		
Giro do Ativo	Receita Líquida/ Ativo	Quanto a empresa recebeu de receita para cada R\$ 1,00 de investimento total
Margem Líquida	Resultado Líquido do Exercício/ Receita Líquida x 100	Percentual do lucro da empresa para cada \$ 100 de receita líquida
Rentabilidade do Ativo	Resultado Líquido do Exercício / Ativo x 100	Qual o percentual de lucro em relação ao investimento total na empresa
Rentabilidade do Patrimônio Líquido	Resultado Líquido do Exercício/ Patrimônio Líquido x 100	Quanto a empresa obtém de lucro para cada \$100 de capital próprio
Ebitda ou Lajida	Resultado Líquido do Exercício+ Resultado Financeiro+ Tributos sobre o lucro+ Depreciação, Amortização e Exaustões	Demonstra o potencial de caixa operacional gerado pelas operações da empresa

Fonte: Matarazzo (2003); Assaf Neto (2002); Martins; Diniz; Miranda, (2013); Gitman (2010); Instrução CVM 527/2012.

Os resultados das análises serão apresentados de forma comparativa entre os aeroportos analisados.

O escopo da análise compreende o período 2014 e 2017, pois trata-se do período de operação dos aeroportos concedidos após as entregas dos investimentos mínimos obrigatórios da Fase 1B. Portanto, compreende o período no qual pode-se verificar os resultados das decisões gerenciais e construtivas tomadas como solução para os empreendimentos obrigatórios e para o início das operações.

## 5. Apresentação e Análise dos Dados

### 5.1 Índices de Estrutura de Capital

Os índices de estrutura de capital são formados pelos índices de Endividamento Geral, de Composição de Endividamento, de Cobertura de Juros, de Imobilização do Patrimônio Líquido e o de Imobilização de Recursos Não Correntes. Os citados índices têm como objetivo demonstrar a captação e aplicação dos recursos, próprios ou de terceiros, bem como a situação financeira da empresa. Na tabela a seguir estão demonstrados os valores dos indicadores de estrutura de capital das empresas analisadas:

<b>Tabela 1: Índices de Estrutura de Capital</b>						
<b>Empresa</b>	<b>Índices/Ano</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Média</b>
<b>Brasília</b>	Endividamento Geral	86,04%	89,76%	94,57%	99,90%	92,57%
	Composição do Endividamento	10,25%	9,00%	14,93%	19,12%	13,33%
	Cobertura de Juros	0,305	0,037	0,056	-0,090	0,077
	Imobilização do PL	6,784	8,830	15,539	840,721	217,969
	Imobilização dos Recursos não Correntes	103,86%	98,40%	98,30%	105,14%	101,43%
<b>Confins</b>	Endividamento Geral	82,89%	94,61%	86,64%	85,21%	87,34%
	Composição do Endividamento	8,60%	10,99%	28,80%	27,48%	18,97%
	Cobertura de Juros	-0,292	-0,070	-0,114	-0,174	-0,163
	Imobilização do PL	4,504	15,878	6,222	5,233	7,959
	Imobilização dos Recursos não Correntes	82,96%	95,53%	110,74%	101,04%	97,57%
<b>Galeão</b>	Endividamento Geral	97,38%	91,27%	91,52%	72,08%	88,06%
	Composição do Endividamento	8,89%	18,25%	22,15%	10,87%	15,04%
	Cobertura de Juros	0,003	0,792	0,171	0,295	0,315
	Imobilização do PL	36,172	11,059	11,179	3,367	15,444
	Imobilização dos Recursos não Correntes	103,88%	115,84%	118,95%	102,02%	110,17%
<b>Guarulhos</b>	Endividamento Geral	94,33%	101,38%	105,76%	104,57%	101,51%
	Composição do Endividamento	9,16%	8,90%	10,67%	6,60%	8,83%
	Cobertura de Juros	0,514	0,133	0,190	0,327	0,291
	Imobilização do PL	16,919	-68,610	-16,401	-20,621	-22,178
	Imobilização dos Recursos não Correntes	105,03%	104,29%	106,52%	101,24%	104,27%
<b>Viracopos</b>	Endividamento Geral	78,26%	77,78%	79,96%	97,54%	83,38%
	Composição do Endividamento	12,31%	9,92%	14,68%	17,87%	13,70%
	Cobertura de Juros	10,124	2,183	0,181	-1,743	2,686
	Imobilização do PL	4,357	4,207	4,640	37,022	12,557
	Imobilização dos Recursos não Correntes	104,85%	101,32%	105,33%	110,41%	105,48%

Fonte: Demonstrações Financeiras disponíveis no sítio eletrônico da Anac em 2/1/2019 ([www.anac.gov.br](http://www.anac.gov.br))

Analisando os resultados dos índices do grupo de estrutura de capital das

concessionárias, salienta-se o resultado do índice de Endividamento Geral de Guarulhos que nos anos de 2015, 2016 e 2017 foi de 101,4%, 105,8% e 104,6%, respectivamente, enquanto que em Viracopos os Índices de Endividamento Geral foram de 77,8%, 80% e 97,5%, respectivamente. As demais empresas mantiveram a situação de Viracopos, com índices de endividamento geral em torno de 72,08% e 99,9%.

A concessionária de Guarulhos, desde 2015, apresenta índices de endividamento geral acima de 100%, o que denota que todos os seus passivos, além de serem transformados em ativos para a empresa, estão subsidiando seu Patrimônio Líquido Negativo (a descoberto desde 2015).

Quanto às demais concessionárias, infere-se que têm dependência significativa de capitais de terceiros, mas não apresentam índice de endividamento geral acima de 100% devido à ainda existência de Patrimônio Líquido.

Por meio do índice de Composição do Endividamento, compreende-se que, em avaliação setorial, cerca de 8 a 18% do endividamento das concessionárias são de dívidas de curto prazo.

Para analisar a capacidade de pagamento das concessionárias dos juros das dívidas, os índices de cobertura de juros demonstram que o resultado líquido do exercício das concessionárias encontra-se aquém das suas obrigações. Apenas em 2014 e em 2015 os indicadores de Cobertura de Juros da concessionária de Viracopos apresentam valores acima da unidade. As demais concessionárias apresentam valores abaixo de 1, que significa que o valor anual pago a título de Despesas Financeiras supera o valor de Resultado Líquido das concessionárias.

Quando as concessionárias não apresentam valores baixos de resultado líquido do exercício, apresentam prejuízo. É o que se verifica em Brasília e Viracopos em 2017 e em Confins por todo o período.

Portanto, a capacidade de pagamento dos juros das concessionárias encontra-se em patamar bastante aquém do esperado (valores maiores que 1), apresentando por vezes índices negativos.

Os índices de imobilização do Patrimônio Líquido encontram-se bastante distorcidos em todas as concessionárias devido aos prejuízos acumulados pelas concessionárias nos últimos anos, fazendo com que seu Patrimônio Líquido seja reduzido, ou esteja a descoberto, resultando em índices de imobilização do Patrimônio Líquido negativos (ex. Guarulhos desde 2015) ou extremamente elevados (ex. Brasília em 2017).

Quando se consideram os recursos obtidos de terceiros que são exigidos a longo prazo, somados com o capital próprio, na maioria dos anos, todas as concessionárias apresentaram pouco mais de 100%, o que indica que além dos recursos não correntes tem uma parcela pequena do passivo circulante sendo utilizado nos investimentos imobilizados das empresas. Exceções são observadas nos anos de 2014 e 2015, em Confins, e 2015 e 2016, em Brasília, em que as empresas apresentaram índices inferiores, mas muito próximos a 100%.

### 5.1.1 Valores Contábeis a título de Empréstimos e Financiamentos

Ao examinar as notas explicativas referentes ao endividamento das concessionárias, verifica-se que as informações disponibilizadas refletem a dependência das empresas concessionárias com o capital público, seja por meio da capitalização de sua sócia relevante, Infraero (49% de participação no PL das concessionárias), seja por meio dos empréstimos e dos financiamentos de instituições financeiras públicas com participação da União, como o BNDES e a Caixa Econômica Federal.

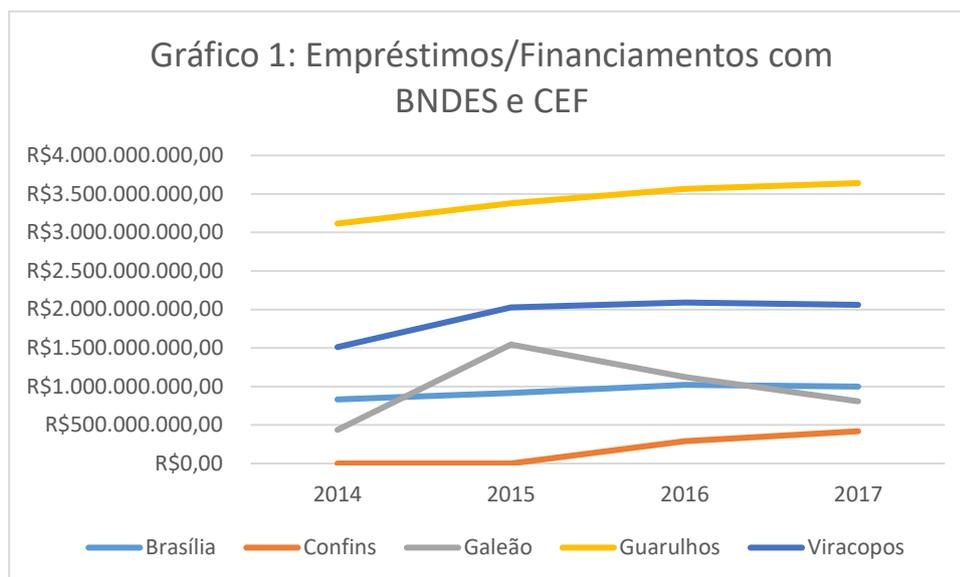
Os empréstimos e financiamentos dos aeroportos de Confins, Galeão, Guarulhos e Viracopos, no período estudado, estão inteiramente associados aos empréstimos do BNDES, direta ou indiretamente. A concessionária que administra Brasília ainda detém empréstimos de outras instituições financeiras como PINE, Citibank, Santander, Bradesco e Caixa Econômica Federal.

O quadro a seguir demonstra os valores contábeis absolutos dos empréstimos e dos financiamentos junto ao BNDES e da Caixa Econômica Federal no período de 2014 a 2017:

<b>Tabela 2: Valor Contábil dos Empréstimos com o BNDES/Caixa Econômica Federal</b>				
<b>Ano</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Brasília</b>	R\$ 831.537.000,00	R\$ 914.107.000,00	R\$ 1.020.992.000,00	R\$ 998.173.000,00
<b>Confins</b>	-	-	R\$ 289.846.000,00	R\$ 418.244.000,00
<b>Galeão</b>	R\$ 435.889.000,00	R\$ 1.545.128.000,00	R\$ 1.123.764.000,00	R\$ 807.447.000,00
<b>Guarulhos</b>	R\$ 3.115.715.000,00	R\$ 3.378.595.000,00	R\$ 3.565.996.000,00	R\$ 3.640.902.000,00
<b>Viracopos</b>	R\$ 1.511.694.000,00	R\$ 2.027.061.000,00	R\$ 2.090.450.000,00	R\$ 2.060.551.000,00
<b>Total da Amostra</b>	R\$ 5.894.835.000,00	R\$ 7.864.891.000,00	R\$ 8.091.048.000,00	R\$ 7.925.317.000,00

Fonte: Demonstrações Financeiras disponíveis no sítio eletrônico da Anac em 2/1/2019 ([www.anac.gov.br](http://www.anac.gov.br))

Para maior entendimento da magnitude dos valores demonstrados, eles estão ilustrados no Gráfico abaixo:



Da amostra estudada, em 2017, têm-se a soma de 7,925 bilhões em empréstimos do BNDES e da CEF. O aeroporto com maior nível absoluto de endividamento é o de Guarulhos, com R\$ 3,640 bilhões, representando aproximadamente 46% do total estudado em 2017, seguido de Viracopos, com R\$2,060 bilhões em empréstimos, representando 26% do total em 2017.

A captação de recursos financeiros por meio das instituições financeiras públicas tem condições de pagamento com melhores facilidades que as observadas no mercado. Segundo as informações obtidas nos demonstrativos contábeis das concessionárias, as captações são geralmente remuneradas com TJLP+cerca de 2 a 5% a.a. ou IPCA+TR+ cerca de 5% a.a. A título de exemplo de empréstimo obtido junto a instituição financeira privada, um dos empréstimos de Guarulhos tomado com instituição financeira com o Banco Daycoval obteve uma taxa de CDI+5,54% a.a.

### 5.1.3 Valores Contábeis a título de Outorga

Além dos valores a título de empréstimos e financiamentos, as empresas concessionárias dos aeroportos firmaram compromisso de pagamento de Outorga Fixa e de Outorga Variável junto ao Poder Concedente durante todo o período de concessão, como contrapartida financeira pela obtenção do direito de exploração do serviço aeroportuário, em conta a favor do FNAC (Fundo Nacional de Aviação Civil).

#### 5.1.3.1 Outorga Fixa

Nas demonstrações financeiras das concessionárias, a contribuição fixa e variável está registrada sob a denominação “Compromissos com o poder concedente” no passivo circulante e não circulante, considerando os prazos de liquidação inferiores e superiores ao

prazo de 1 ano, descontados a valor presente, amortizados pelas liquidações financeiras.

A quantia de dívida referente à outorga fixa foi estipulada nos leilões das concessões. Nas rodadas de concessões estudadas neste trabalho os acionistas privados arremataram os aeroportos em lances com alto montante de ágio.

A contribuição fixa de Brasília foi estabelecida no contrato de concessão no valor de R\$ 4,501 bilhões, dividido em 25 parcelas anuais iguais e consecutivas corrigidas pelo IPCA-IBGE. O ajuste a valor presente da outorga foi efetuado considerando-se uma taxa de juros de 5,5% a.a., estimado pela concessionária. Sua amortização é calculada com base na curva de benefício econômico esperado ao longo do prazo de concessão do aeroporto.

A contribuição fixa de Confins foi estabelecida no contrato de concessão no valor parcelado de R\$ 60,666 milhões, em 30 parcelas anuais iguais e consecutivas corrigidas pelo IPCA-IBGE, totalizando R\$ 1,819 bilhões. Esta obrigação ficou registrada a valor presente considerando-se uma taxa de juros de 4,3% a.a., estimada pela concessionária, que justificou ser compatível com a taxa para emissão de dívida com prazo similar ao ônus da outorga, e não tendo vinculação com a expectativa de retorno do projeto.

A outorga fixa do aeroporto do Galeão no valor de R\$ 18.881 bilhões, paga em 25 parcelas anuais. O cálculo do valor presente é calculado a taxa de 6,22% a.a.

Pelo direito de exploração do complexo aeroportuário do Aeroporto Internacional de Guarulhos, a título de outorga fixa, a Concessionária se comprometeu a desembolsar o total de R\$16,213 bilhões em 20 parcelas anuais de R\$ 810,65milhões, sendo o saldo corrigido desde fevereiro de 2012, pelo IPCA. A outorga fixa foi reconhecida e ajustada a valor presente à taxa de desconto de 9,15% a.a., com sua amortização de acordo com a evolução da curva de passageiros.

Em contraprestação pela concessão da exploração do aeroporto, a concessionária de Viracopos paga à União Federal no Fundo Nacional de Aviação Civil (FNAC), a outorga decorrente da oferta realizada no leilão objeto da Concessão, uma contribuição anual fixa anual no montante de R\$ 127,367 milhões, reajustado anualmente pelo IPCA-IBGE, totalizando o montante de R\$ 3,821bilhões. O desconto do valor presente corresponde a uma taxa real de 4,18%a.a. A taxa utilizada refere-se à remuneração do título do Tesouro Nacional NTN-B com vencimento para o ano de 2045 (final da concessão), considerado como papel livre de risco.

### **5.1.3.2 Contribuição Variável**

O poder concedente determina também uma contribuição variável calculada sobre o valor total das receitas brutas, tarifárias e não tarifárias da Concessionária. Para o aeroporto

de Brasília, o percentual aplicado é de 2% até um limite de receita anual estipulado pela ANAC e, após este limite, o percentual aplicado é de 4,5%, reconhecidos por competência.

Para o aeroporto de Confins, a contribuição variável é resultante da aplicação de 5% sobre a receita bruta da concessionária, tarifárias e não tarifárias. A partir de 2017, o cálculo é deduzido do percentual de 26,42% sobre as receitas tarifárias, referente a incorporação do ATAERO às receitas reguladas, líquido de PIS e Confins. Esse passivo financeiro é reconhecido anualmente.

Para Galeão, a outorga variável é calculada ao percentual de 5% da receita operacional bruta.

A Concessionária do aeroporto de Guarulhos também se comprometeu a realizar contribuição variável anual resultante da aplicação da alíquota de 10% sobre a totalidade da receita bruta anual. Caso a receita bruta anual observada pela Concessionária exceda os valores determinados no contrato de concessão, a contribuição variável sobre a receita excedente será cobrada pela alíquota de 15%.

Para o aeroporto de Viracopos, a contribuição variável correspondente a 5% sobre a totalidade da receita operacional bruta anual da concessionária. Caso exceda a um determinado nível fixado no contrato, esse percentual será de 7,5% sobre o excedente.

Abaixo estão demonstrados os valores contábeis das obrigações com o poder concedente das empresas concessionárias:

<b>Tabela 3: Obrigações com Poder Concedente</b>						
<b>Prazo</b>	<b>Tipo de Contribuição</b>	<b>Brasília 2014</b>	<b>Confins 2014</b>	<b>Galeão 2014</b>	<b>Guarulhos 2014</b>	<b>Viracopos 2014</b>
Circulante	Variável	R\$6,198 milhões	-	R\$12,273 milhões	R\$993,184 milhões	R\$173,452 milhões
Circulante	Fixa	R\$219,185 milhões	-	R\$836 milhões	R\$185,177 milhões	-
Realizável a Longo Prazo	Fixa	R\$2,579 bilhões	-	R\$9,811 bilhões	R\$10,861 bilhões	R\$2,369 bilhões
<b>Total em 2014</b>		<b>R\$2,805 bilhões</b>	-	<b>R\$10,659 bilhões</b>	<b>R\$12,040 bilhões</b>	<b>R\$2,542 bilhões</b>
<b>Prazo</b>	<b>Tipo</b>	<b>Brasília 2015</b>	<b>Confins 2015</b>	<b>Galeão 2015</b>	<b>Guarulhos 2015</b>	<b>Viracopos 2015</b>
Circulante	Variável	R\$7,396 milhões	R\$10,956 milhões	R\$42,280 milhões	R\$183,541 milhões	R\$270,537 milhões

Circulante	Fixa	R\$228,848 milhões	R\$70,298 milhões	R\$927,255 milhões	R\$1,012 bilhão	-
Realizável a Longo Prazo	Fixa	R\$2,805 bilhões	R\$1,218 bilhão	R\$10,649 bilhão	R\$ 11,669 bilhão	R\$2,573 bilhão
<b>Total em 2015</b>		<b>R\$3,041 bilhões</b>	<b>R\$1,300 bilhão</b>	<b>R\$11,619 bilhão</b>	<b>R\$12,865 bilhão</b>	<b>R\$2,844 bilhão</b>
<b>Prazo</b>	<b>Tipo</b>	<b>Brasília 2016</b>	<b>Confins 2016</b>	<b>Galeão 2016</b>	<b>Guarulhos 2016</b>	<b>Viracopos 2016</b>
Circulante	Variável	R\$7,408 milhão	R\$10,651 milhão	R\$40.015 milhão	R\$187,102 milhão	R\$337.867 milhão
Circulante	Fixa	R\$495,773 milhão	R\$151,704 milhão	R\$1,794 bilhão	R\$1,062 bilhão	-
Realizável a Longo Prazo	Fixa	R\$2,889 bilhão	R\$1,326 bilhão	R\$11,088 bilhão	R\$11,747 bilhão	R\$2,500 bilhão
<b>Total em 2016</b>		<b>R\$3,392 bilhões</b>	<b>R\$1,489 bilhão</b>	<b>R\$12,922 bilhões</b>	<b>R\$12,996 bilhões</b>	<b>R\$2,838 bilhões</b>
<b>Prazo</b>	<b>Tipo</b>	<b>Brasília 2017</b>	<b>Confins 2017</b>	<b>Galeão 2017</b>	<b>Guarulhos 2017</b>	<b>Viracopos 2017</b>
Circulante	Variável	R\$6,987 milhões	R\$11.260 milhões	R\$42,065 milhões	R\$200,601 milhões	R\$408,123 milhões
Circulante	Fixa	R\$30,083 milhões	R\$78,551 milhões	R\$1,012 bilhões	R\$236.516,00 milhões	-
Realizável a Longo Prazo	Fixa	R\$2,707 bilhões	R\$2,349 bilhões	R\$9,648 bilhões	R\$11,941 bilhões	R\$2,507 bilhões
<b>Total em 2017</b>		<b>R\$2,744 bilhões</b>	<b>R\$2,439 bilhões</b>	<b>R\$10,702 bilhões</b>	<b>R\$12,378 bilhões</b>	<b>R\$2,915 bilhões</b>

Fonte: Demonstrações Financeiras disponíveis no sítio eletrônico da Anac em 2/1/2019 ([www.anac.gov.br](http://www.anac.gov.br))

O montante das outorgas fixa e variáveis, acompanhado do montante de empréstimos e financiamentos junto ao BNDES e CEF, corroboram o alto endividamento das concessionárias demonstrados pelos índices calculados.

A remuneração da dívida são as atualizações monetárias das outorgas pelo IPCA-IBGE e as taxas de juros subsidiadas do BNDES/CEX, consideravelmente aquém do que se vislumbra no mercado privado, conforme visto em tópico anterior.

Porém, embora haja o incentivo monetário explicado acima, o montante total do endividamento relacionados a outorga fixa e variável e a empréstimos e financiamentos é tão

elevado que resulta em valores também elevados de despesas financeiras anuais, o que acaba por prejudicar seus índices de estrutura de capital e, conseqüentemente, os índices de desempenho econômico e os de rentabilidade.

O índice de cobertura de juros, por exemplo, demonstra que, embora haja o fomento dado pelo Governo, o resultado líquido do exercício das concessionárias encontra-se muito aquém da remuneração do capital de terceiros.

## 5.2 Índices de Liquidez

Os índices de liquidez demonstram a potencialidade de pagamento das obrigações, evidenciando a sua solidez (MATARAZZO, 2010). Na tabela a seguir estão demonstrados os valores dos índices de liquidez das concessionárias dos aeroportos de Brasília, Confins, Galeão, Guarulhos e Viracopos:

Tabela 4: Índices de Liquidez						
Empresa	Índices/Ano	2014	2015	2016	2017	Média
Brasília	Geral	0,062	0,106	0,165	0,150	0,121
	Corrente	0,395	0,575	0,597	0,190	0,439
	Imediata	0,028	0,152	0,004	0,015	0,050
	Seca	0,395	0,575	0,597	0,190	0,439
Confins	Geral	0,277	0,152	0,195	0,265	0,222
	Corrente	3,095	0,764	0,225	0,240	1,081
	Imediata	2,695	0,505	0,155	0,170	0,881
	Seca	3,095	0,764	0,225	0,240	1,081
Galeão	Geral	0,052	0,038	0,056	0,083	0,057
	Corrente	0,554	0,182	0,164	0,439	0,335
	Imediata	0,451	0,094	0,084	0,206	0,208
	Seca	0,548	0,180	0,163	0,434	0,331
Guarulhos	Geral	0,043	0,050	0,052	0,055	0,050
	Corrente	0,341	0,218	0,183	0,319	0,265
	Imediata	0,163	0,030	0,040	0,065	0,075
	Seca	0,330	0,207	0,182	0,317	0,259
Viracopos	Geral	0,067	0,084	0,088	0,091	0,082
	Corrente	0,248	0,569	0,436	0,426	0,420
	Imediata	0,017	0,077	0,012	0,075	0,045
	Seca	0,241	0,560	0,431	0,422	0,414

Fonte: Demonstrações Financeiras disponíveis no sítio eletrônico da Anac em 2/1/2019 ([www.anac.gov.br](http://www.anac.gov.br))

Os coeficientes de liquidez da tabela acima indicam o quanto que as companhias poderão dispor de recursos para saldar com suas obrigações de curto e longo prazo, como, por exemplo, o índice de liquidez geral que reúne todos os valores do ativo circulante e do ativo

realizável a longo prazo em confronto com os valores do passivo circulante e passivo exigível a longo prazo.

Para todas as concessionárias analisadas, esse índice demonstrou uma baixa capacidade de liquidez geral, com percentuais que, comumente, encontram-se abaixo dos 10%. Apenas Brasília e Confins apresentaram médias acima de 10% (12,1% e 22,2%, respectivamente). Porém, ainda assim, demonstram baixos níveis de recursos disponíveis para saldar as dívidas de curto e longo prazos.

Na relação entre os recursos de curto prazo para saldar as dívidas com terceiros também de curto prazo, os índices apresentaram-se melhores do que na liquidez geral. A concessionária de Confins sobressai com média de 108,1% nesse índice, seguido por Brasília, com média de 43,9%, e Viracopos, com média de 42%. Porém, ainda são percentuais bem abaixo do que se espera, uma vez que, em visão geral, as concessionárias têm disponível em curto prazo menos da metade do valor necessário para saldar as suas dívidas de curto prazo. Os piores índices são apresentados por Guarulhos: 34,1% em 2014, 21,8% em 2015, 18,3% em 2016 e 31,9% em 2017 (média de 26,5%).

O índice de liquidez imediata que revela o percentual das dívidas de curto prazo em condições de serem liquidadas imediatamente com recursos disponíveis em caixa e bancos. A concessionária de Brasília e de Viracopos apresentaram média de 5% e de 4,5%, respectivamente, considerados quocientes baixos, e a Concessionária de Confins com a melhor média de 88,1% impulsionado pelo ano de 2014.

Confins sobressai comparativamente às demais concessionárias analisadas, com elevados índices de liquidez em média nos anos analisados, devido ao seu baixo valor de Passivo Circulante. Isso ocorreu, principalmente, devido à ausência de empréstimos e financiamentos nos anos de 2015 e 2016, e ao baixo valor de recursos de terceiros de curto prazo em 2016 e 2017.

### **5.3 Índices de Desempenho Econômico**

Segundo Matarazzo (2010), os índices de rentabilidade objetivam mensurar o retorno do capital investido e identificar os fatores da rentabilidade obtida pelos investimentos. Deste grupo foram analisados os índices:

- Giro do ativo;
- Margem líquida;
- Índice de rentabilidade do ativo;

- Índice de rentabilidade do patrimônio líquido; e
- Alavancagem financeira.

A tabela abaixo revela os índices das concessionárias no período estudado:

Tabela 5: Índices de Desempenho Econômico						
Empresa	Índices/Ano	2014	2015	2016	2017	Média
Brasília	Giro do Ativo	0,17	0,07	0,07	0,07	0,09
	Margem Líquida	-1304%	-9965%	-8092%	-8329%	-6923%
	Retorno sobre Ativo	-2%	-7%	-6%	-6%	-5%
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	-16%	-70%	-101%	-5949%	-1534%
Confins	Giro do Ativo	0,05	0,22	0,35	0,13	0,19
	Margem Líquida	-3315%	-4990%	-1865%	-2370%	-3135%
	Retorno sobre Ativo	-2%	-11%	-7%	-3%	-6%
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	-10%	-206%	-49%	-21%	-72%
Galeão	Giro do Ativo	0,06	0,15	0,08	0,05	0,09
	Margem Líquida	-827%	-194%	-2969%	-3816%	-1952%
	Retorno sobre Ativo	-1%	0%	-2%	-2%	-1%
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	-19%	-3%	-26%	-7%	-14%
Guarulhos	Giro do Ativo	0,18	0,12	0,11	0,11	0,13
	Margem Líquida	-1340%	-7041%	-5998%	-3589%	-4492%
	Retorno sobre Ativo	-2%	-8%	-7%	-4%	-5%
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	-42%	601%	113%	87%	189%
Viracopos	Giro do Ativo	0,28	0,13	0,09	0,09	0,15
	Margem Líquida	500%	308%	-2448%	-24008%	-6412%
	Retorno sobre Ativo	1%	0%	-2%	-23%	-6%
	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	6%	2%	-11%	-920%	-231%

Fonte: Demonstrações Financeiras disponíveis no sítio eletrônico da Anac em 2/1/2019 ([www.anac.gov.br](http://www.anac.gov.br))

O giro do ativo evidencia quantas vezes a empresa recuperou o valor de seu ativo por meio de vendas líquidas. No caso em apreço, foram consideradas as receitas líquidas no cálculo. Como no cálculo são consideradas as receitas líquidas, que não são influenciadas pelas despesas financeiras, o giro do ativo pode ser considerado um índice com alto aspecto de comparabilidade quanto à rentabilidade das concessionárias, dado que leva em consideração sua capacidade de gerar receitas em relação ao valor investido no ativo da empresa. Entre as concessionárias, no período de 2014 a 2017, a concessionária que teve melhor média nesse índice foi Confins, com 18,9%, seguindo de Viracopos com 14,9%. Galeão e Brasília tiveram piores médias, com 8,5% e 9,4%, respectivamente. Portanto, Confins e Viracopos apresentam melhores receitas líquidas com relação ao que foi dispendido em seus ativos.

Os índices de Margem Líquida das concessionárias encontram-se, quase todos (à

exceção de Viracopos em 2014 e 2015), negativos devidos aos prejuízos acumulados no período. Porém, o índice ainda retrata a proporção do prejuízo ante as receitas líquidas do setor. O maior exemplo é a concessionária de Viracopos que em 2017 apurou um prejuízo 140% superior às suas receitas líquidas. As médias de todas as concessionárias são negativas nesse índice: Brasília com -69,22%, Confins com -31,35%, Galeão com -19,51%, Guarulhos com -44,92% e Viracopos com -64,11%. Esse índice tem demonstrado o agravamento das contas das concessionárias, ano após ano, devido aos prejuízos acumulados.

Consequentemente, os índices de rentabilidade do ativo também estão negativos, e com percentuais bem baixos, comparados aos investimentos em ativos das empresas. Isso se deve, novamente, ao agravamento das contas das concessionárias ano após ano, devido aos prejuízos acumulados.

Interessante notar o índice de retorno sobre Patrimônio Líquido, que denota o investimento dos proprietários nas concessões. Esse índice assumiu valores positivos e maiores ou bem próximos à unidade em Guarulhos nos anos de 2015 a 2017 (6,006, 1,128, 0,826). Ao contrário do que se poderia depreender do índice, os valores positivos e acima da unidade significam que os prejuízos auferidos pela concessionária foram recorrentes e altos, e resultaram no Passivo A Descoberto do Balanço Patrimonial da concessionária de Guarulhos.

### **5.3.1 EBITDA**

Além dos índices de rentabilidade já apresentados, foi calculado o valor de Ebitda das empresas concessionárias. No Brasil, com o mesmo significado, pode-se usar também a sigla Lajida (Lucro Antes dos Juros, impostos, depreciação e amortização).

O Ebitda mensura o potencial de caixa que o ativo operacional de uma empresa é capaz de gerar, não sendo levado em consideração o custo de eventual capital tomado emprestado, e nem computadas as despesas e receitas financeiras, os eventos extraordinários e os ganhos ou perdas não operacionais. Portanto, o Ebitda sinaliza o verdadeiro desempenho da atividade precipuamente operacional.

Para Frezatti e Aguiar (2007), a utilização do EBITDA, numa análise de um dado segmento da economia caracterizado por alta participação de custos fixos, permite constatar que ele pode distorcer a visão dos gestores internos e o direcionamento de ações para um foco que não proporcione respostas adequadas à demanda das empresas. Para os autores, os problemas gerados podem ser classificados em:

a) o indicador pode não ser uma proxy aceitável de geração de caixa operacional da empresa, como já verificado por outros pesquisadores. Nesse sentido, a magnitude do valor

gerado pode ser muito diferente do fluxo de caixa operacional calculado de maneira mais criteriosa. Nessas condições, pode ser calculado o EBITDA positivo de uma entidade enquanto o fluxo de caixa operacional pode ser negativo, por exemplo;

b) além da perspectiva de ser incompleto, proxy imperfeita, ou seja, não considerar todos os elementos que compõem o fluxo de caixa operacional, pode mostrar uma tendência diferente da informada pelo EBITDA, isto é, enquanto um mostra tendência favorável, de um período para outro, o outro pode mostrar uma visão desfavorável, o que confunde os usuários, dada a ambigüidade;

c) dado o interesse dos gestores em atingir metas definidas ao desenvolver ações para atingi-las, a empresa pode tomar decisões inadequadas em termos de agregar valor ao acionista, com todas as conseqüências para a organização e para os indivíduos.

Devido a esses problemas, aconselham, quando for possível, trocar o EBITDA por um indicador de fluxo de caixa que proporcione condições de analisar não apenas o fluxo de caixa operacional, mas também o fluxo de investimentos, dos acionistas e de financiamento e recomendam para as entidades que, por motivos corporativos, não podem deixar de considerar o EBITDA na sua relação com os acionistas, alguns indicadores adicionais podem ser sugeridos: *Economic Value Added* (EVA) ou o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL).

Porém, como tais índices de rentabilidade já foram calculados, mas encontram-se bastante distorcidos devido aos prejuízos acumulados no período analisado, tornou-se imprescindível calcular o índice Ebitda dos resultados das concessionárias.

A CVM, por meio da Instrução CVM 527/2012, dispôs sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR. Segundo a instrução, Lajida é o resultado líquido do período, acrescido dos tributos sobre o lucro, das despesas financeiras líquidas das receitas financeiras e das depreciações, amortizações e exaustões, enquanto a LAJIR é o resultado líquido do período, acrescido dos tributos sobre o lucro e das despesas financeiras líquidas das receitas financeiras.

Portanto, a diferença entre ambas é a retirada ou não dos valores a título de depreciação, amortização e exaustão. A Nota Explicativa à instrução estabelece os parâmetros para o cálculo do LAJIDA e do LAJIR e os critérios para a sua divulgação.

A metodologia de cálculo da norma é simples: Lajida diz respeito ao montante dado pela adição, ao resultado líquido do período, tão somente dos tributos sobre o lucro, das despesas financeiras líquidas das receitas financeiras e das depreciações, amortizações e exaustões.

Segundo a norma, a companhia pode divulgar exclusivamente o conceito de LAJIDA ou de LAJIR, ou o conceito de LAJIDA/LAJIR Ajustado, desde que esse último seja apresentado em conjunto com o primeiro, com a completa divulgação da motivação, natureza e dos valores dos ajustes introduzidos, bem como sua conciliação com o LAJIDA/LAJIR.

Embora haja sua metodologia simplória de cálculo, as companhias apresentam o Ebitda Ajustado. Porém, segundo a instrução, o título dado ao indicador não exclui, por si só, quaisquer itens não recorrentes, não operacionais e de operações descontinuadas.

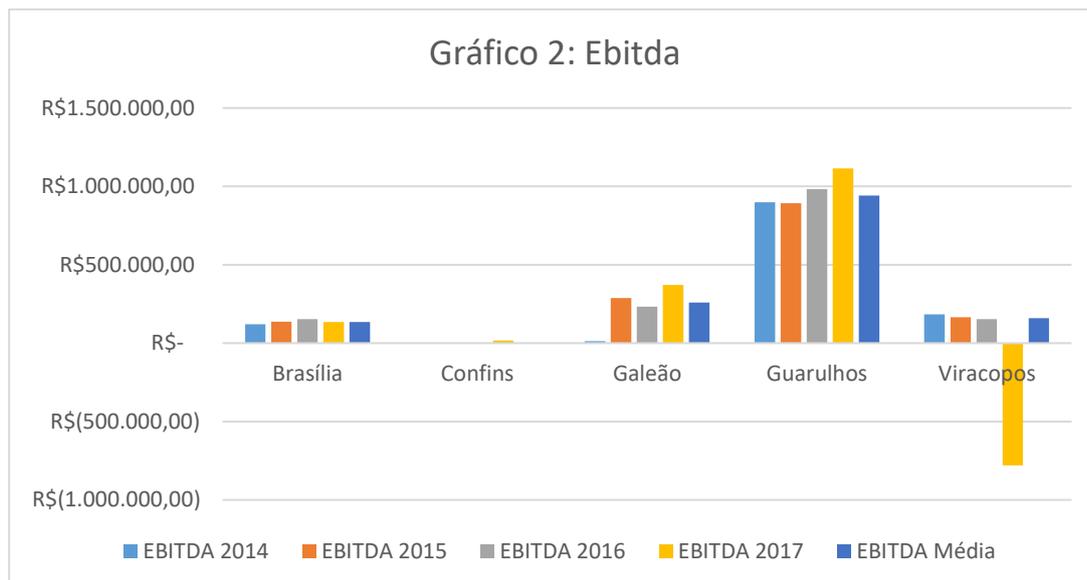
O índice é, comumente, ajustado com a retirada de alguns itens que a administração das companhias entende não contribuir para essa geração bruta de recursos. A Instrução, porém, declara a importância de garantir que esses ajustes não tornem o indicador não compreensível e comparável entre as companhias que o divulgam. É o caso das concessionárias analisadas, que apresentam o índice em seu Relatório de Administração.

A empresa concessionária do aeroporto de Brasília apresenta o EBITDA ajustado, cuja metodologia de cálculo retira a margem da construção, as outorgas fixas e variáveis da Demonstração de Resultado do Exercício. Segundo esses cálculos, em 2014, atingiu o patamar de R\$ 170,049 milhões de reais. Em 2015, foi de R\$ 145,89 milhões de reais, em 2016 foi de R\$ 153,128 milhões e em 2017 o dado não foi divulgado. Diferentemente do que se preceitua na norma da CVM, a concessionária não divulgou os valores do EBITDA, conforme metodologia de cálculo dada pela norma.

A empresa concessionária do aeroporto de Confins apresenta o EBITD e EBITDA conforme a Instrução CVM 527/2012. Porém, do período analisado, há valores apenas em 2014, quando atingiu o patamar negativo de menos R\$ 3,135 milhões de reais, e em 2015, quando seu Ebitda foi de menos R\$ 475 mil reais.

A concessionária do aeroporto de Guarulhos apresenta EBITDA Ajustado, uma vez que desconsidera os impactos do IFRS em relação a Receita e Custo de Construção e a Provisão para Manutenção. Porém, a divulgação do Ebitda Ajustado se limitou ao exercício de 2014, no valor de R\$ 861 milhões. As concessionárias dos aeroportos de Galeão e de Viracopos não divulgaram esse indicador.

A confrontação entre os valores absolutos de Ebitda das concessionárias fica melhor visualizada no gráfico abaixo:



Fonte: Demonstrações Financeiras disponíveis no sítio eletrônico da Anac em 2/1/2019 ([www.anac.gov.br](http://www.anac.gov.br))

A magnitude dos valores díspares que a concessionária de Guarulhos apresenta com relação ao seu Ebitda em relação aos demais aeroportos denota seu elevado nível de negócio, devido a uma demanda maior que os demais aeroportos. Confins, apesar de sobressair com os índices de liquidez, apresenta o menor potencial de geração de caixa, enquanto Viracopos sofreu um grande revés em 2017, mas sua média alcança o patamar de R\$ 159,273 milhões de reais de Ebitda.

### 5.3.2 Consequências da rentabilidade negativa das concessionárias

À exceção do Ebitda, as concessionárias apresentam índices econômico-financeiros distorcidos devido aos elevados prejuízos acumulados no período avaliado.

Apesar de um dos objetivos da participação nas concessões da Infraero fosse o recebimento desses lucros, outra consequência dos prejuízos acumulados, é a ausência de distribuição de lucros aos acionistas.

Porém, além do aporte inicial, há disposição contratual de integralização obrigatória a cada aporte autorizado na assembleia geral dos acionistas das empresas concessionárias.

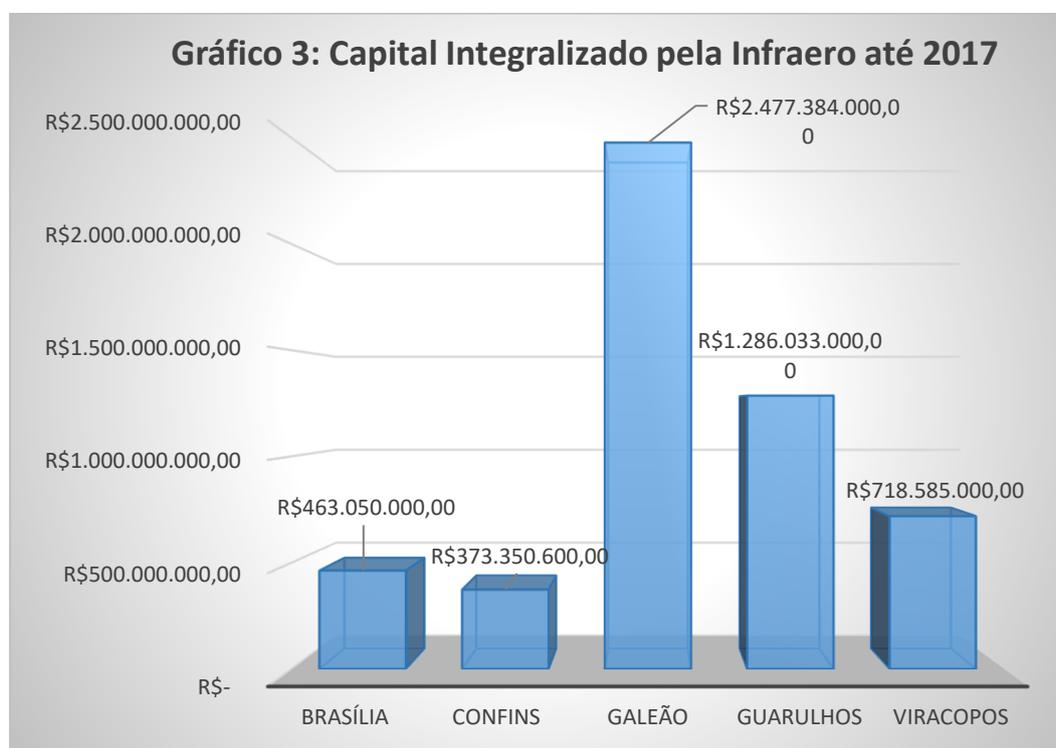
O aporte inicial e os aportes extra são provenientes do Orçamento Geral da União, sob ação denominada 00MU - Participação da União no Capital da Empresa Brasileira de Infraestrutura Aeroportuária - Aporte de Capital nas Sociedades de Propósito Específico (SPE).

Os valores aportados a título de capital social pela Infraero podem ser ilustrados no gráfico a seguir:

<b>Tabela 6: Capital integralizado pela Infraero com recursos da LOA</b>							
	<b>Capital Social em 2014</b>	<b>Acréscimo em 2015</b>	<b>Var. %</b>	<b>Acréscimo em 2016</b>	<b>Var. %</b>	<b>Acréscimo em 2017</b>	<b>Var. %</b>
<b>Brasília</b>	R\$ 339.602.000,00	R\$ 94.048.000,00	28%	R\$ 29.400.000,00	9%	R\$ -	0%
<b>Confins</b>	R\$ 129.100.300,00	R\$ -	0%	R\$ 170.750.300,00	132%	R\$ 73.500.000,00	57%
<b>Galeão</b>	R\$ 177.079.000,00	R\$ 486.331.000,00	275%	R\$ 213.883.000,00	121%	R\$ 1.600.091.000,00	904%
<b>Guarulhos</b>	R\$ 595.624.000,00	R\$ 102.410.000,00	17%	R\$ 171.499.000,00	29%	R\$ 416.500.000,00	70%
<b>Viracopos</b>	R\$ 570.115.000,00	R\$ 99.469.902,00	17%	R\$ 23.404.706,00	4%	R\$ 25.595.392,00	4%

Fonte: Demonstrações Financeiras disponíveis no sítio eletrônico da Anac em 2/1/2019 ([www.anac.gov.br](http://www.anac.gov.br)) e leis Orçamentárias Anuais de 2014, 2015, 2016 e 2017 disponíveis em Sistema Integrado de Planejamento e Orçamento (SIOP - <https://www.siop.planejamento.gov.br/siop/>) em 24/5/2018

Além dos recursos de terceiros, provenientes principalmente do BNDES, as concessionárias dos aeroportos receberam aportes financeiros do orçamento da união federal para fins de integralização de capital. No fim do período analisado (2017), o valor total integralizado pela Infraero pode ser visualizado no gráfico abaixo:



Galeão foi o aeroporto com maior nível de aporte financeiro pela Infraero, com R\$ 2,477 bilhões, seguido por Guarulhos (R\$ 1,286 bilhões) e por Viracopos (R\$ 718,585 milhões).

Juntando esses valores a título de integralização de capital aos valores contábeis dos empréstimos do BNDES e da Caixa Econômica Federal, obtém-se os recursos de dispêndios públicos com as concessionárias em 2017:

<b>Tabela 7: Dispêndios Públicos</b>			
	<b>Capital Integralizado pela Infraero até 2017</b>	<b>V. Contábil dos Empréstimos em 2017</b>	<b>Dispêndios Públicos - valor em 2017</b>
Brasília	R\$ 463.050.000,00	R\$ 998.173.000,00	R\$1.461.223.000,00
Confins	R\$ 373.350.600,00	R\$ 418.244.000,00	R\$791.594.600,00
Galeão	R\$2.477.384.000,00	R\$ 807.447.000,00	R\$3.284.831.000,00
Guarulhos	R\$1.286.033.000,00	R\$ 3.640.902.000,00	R\$4.926.935.000,00
Viracopos	R\$718.585.000,00	R\$ 2.060.551.000,00	R\$2.779.136.000,00
<b>Total</b>	<b>R\$ 5.318.402.600,00</b>	<b>R\$ 7.925.317.000,00</b>	<b>R\$ 13.243.719.600,00</b>

Fonte: Demonstrações Financeiras disponíveis no sítio eletrônico da Anac em 2/1/2019 ([www.anac.gov.br](http://www.anac.gov.br))

Portanto, a título de dispêndios públicos nos aeroportos concedidos, o Governo Federal realizou cerca de R\$ 13,243 bilhões até o ano de 2017. Parte desses recursos, cerca de R\$ 7,925 bilhões, constituem empréstimos concedidos e podem retornar para os cofres públicos. Porém, as empresas concessionárias não apresentam boa saúde econômico-financeira para saldar suas dívidas, como visto nos índices de liquidez geral estudados, com baixos níveis de recursos disponíveis para saldar as dívidas de curto e longo prazos.

E, embora a remuneração pelo capital de terceiros seja atrativa comparando com as alternativas do mercado, como resultado do alto endividamento, da alta relação negativa entre despesas financeiras e receitas operacionais, aos altos prejuízos acumulados, verificam-se índices de desempenho econômico demasiadamente distorcidos, como elevada Margem Líquida negativa e Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido bastante positivo em Guarulhos.

## **5.4 Indicadores de Desempenho/Qualidade**

### **5.4.1 Indicadores de Qualidade de Serviço – Fator Q**

Os contratos de concessão dos aeroportos preveem um instrumento contratual chamado Revisão dos Parâmetros da Concessão (RPC) que consiste na revisão quinquenal com para a determinação dos indicadores de qualidade do serviço e da metodologia de cálculo dos fatores X e Q a serem aplicados nos reajustes tarifários, dentre outros objetivos. Mais especificamente, no que se refere à qualidade dos serviços prestados, os contratos, em sua cláusula 6.10, destacam que a RPC é a ocasião em que a ANAC poderá rever os indicadores de qualidade do serviço, assim como a metodologia de cálculo do Fator Q com vistas a criar incentivos para melhoria da qualidade dos serviços prestados.

Portanto, a cada revisão, a ANAC poderá modificar as áreas a serem medidas, o

sistema de medição, os padrões e as metas, tanto para os indicadores que determinam o fator Q, quanto para os parâmetros de desempenho de serviço.

A Decisão nº 205, de 20/12/2017, que alterou os contratos de concessão dos aeroportos de Brasília, Guarulhos e Viracopos, estabeleceu que os indicadores de qualidade de serviço incluem os seguintes aspectos:

- Serviços diretos;
- Disponibilidade de equipamentos;
- Instalações Lado Ar; e
- Pesquisa de Satisfação dos Passageiros.

No total, 14 (catorze) indicadores serão considerados no cálculo anual do fator Q para seu decréscimo, dentre os quais 9 (nove) são elegíveis para bonificação. O fator Q resultante será aplicado ao reajuste tarifário e poderá variar de 7,5% (sete e meio por cento) de decréscimo a 2% (dois por cento) de bônus.

A bonificação do fator Q está associada ao cumprimento das metas de seus componentes e será integral (cem por cento) durante todo o período. Já os decréscimos serão computados de forma reduzida a 30% (trinta por cento) no primeiro ano e 70% (setenta por cento) no segundo ano.

Por meio de Notas Técnicas, a Anac calcula e estipula o fator Q das concessionárias. O fator Q produzirá efeitos no reajuste tarifário a partir do final do primeiro ano de operação integral do aeroporto pela Concessionária, contado como o ano civil seguinte ao ano em que for encerrada a Fase I-A, fase que contempla o procedimento de transferência das operações do Aeroporto.

O primeiro ano de operação integral dos aeroportos de Brasília, Viracopos e Guarulhos se deu em no período de janeiro a dezembro de 2014. Portanto o Fator Q passou a ser calculado em 2015, 2016, 2017 e 2018, compreendendo os anos imediatamente anteriores.

<b>Tabela 8: Indicadores de Qualidade de Serviço da ANAC</b>				
<b>Aeroportos</b>	<b>Período de Avaliação</b>			
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Brasília</b>	+0,4050%	+0,945%	0,55%	+0,95%
<b>Guarulhos</b>	0%	0,345%	+0,7%	+0,7%
<b>Viracopos</b>	+0,605% (apenas de passageiros)	+1,345%	+1,3%	+1,3%

Fonte: Notas Técnicas da ANAC (1/2015/GQES/SRA; 08/2016/GQES/SRA; nº 19 (SEI)/2017/GQES/SRA; nº11/2018/GQES/SRA; nº 10/2015/GTFN/GFSI/SIA; nº 11/2016/GQES/SRA; nº 13(SEI)/2017/GQES/SRA; nº 10/2018/GQES/SRA; nº 11/2015/GTFN/GFSI/SAI; nº 04/2016/GQES/SRA; nº 15(SEI)/2017/GQES/SRA; Nº 9/2018/GQES/SRA

Para os aeroportos de Galeão e Confins, o cálculo do Q só passou a ser efetuado em 2017, com base em dados de 2016 (conforme item 12.17 do Anexo do Anexo 2 ao Contrato – Plano de Exploração Aeroportuária). Por isso só existem Notas Técnicas de GIG e CNF de 2017 e 2018.

<b>Tabela 8: Indicadores de Qualidade de Serviço da ANAC</b>		
<b>Aeroportos</b>	<b>Período de Avaliação</b>	
	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Galeão</b>	+1,6%	+2%
<b>Confins</b>	+0,6%	+1,6%

Fonte: Notas Técnicas da ANAC (Nº1/2018/GQES/SRA; Nº7(SEI)/2017/GQES/SRA; Nº10(SEI)/2017/GQES/SRA; Nº 4/2018/GQES/SRA.

Devido à ausência de dados no total do período estudado no escopo deste trabalho e a diferenciação de cálculo nos primeiros anos, com redução de 30% ou 70% para os decréscimos, o fator Q calculado pela Anac não se adequa às análises do presente estudo.

#### **5.4.2 Indicadores de Qualidade da SAC**

A Secretaria Nacional de Aviação Civil (SAC) divulga, trimestralmente, uma pesquisa permanente que mede a satisfação dos passageiros em 38 itens de infraestrutura, atendimento, serviços e itens de gestão dos 20 principais aeroportos do Brasil. O mapeamento permite o monitoramento do desempenho operacional dos terminais e a percepção do usuário sobre o serviço, além de oferecer bases para o planejamento de políticas públicas para o setor.

A primeira pesquisa da série histórica foi realizada no 1º trimestre de 2013. O nível de confiança do levantamento é de 95%, com margem de erro de 5%.

A pesquisa consiste na coleta de dados por meio de execução de entrevistas presenciais, realizadas nas salas de embarque e desembarque dos aeroportos, com passageiros de voos domésticos e internacionais, além da medição de indicadores relativos aos processos aeroportuários aos quais os passageiros são submetidos.

A cada um dos indicadores deve ser atribuída uma nota pelo entrevistado que represente seu nível de satisfação com o serviço/processo experimentado, em uma escala *likert* de 5 pontos (1 = muito ruim / 2 = ruim / 3 = regular / 4 = bom / 5 = muito bom). Além dos indicadores referentes a cada serviço/processo, também é avaliada a satisfação geral do

passageiro com sua experiência com aquele aeroporto específico. Juntamente com a pesquisa de satisfação também são coletadas informações pessoais dos entrevistados, de modo a estabelecer o perfil dos passageiros objeto de pesquisa, que não necessariamente será igual ao perfil de passageiros do aeroporto avaliado. Trata-se de uma pesquisa quantitativa tipo *survey*, onde não são questionadas as justificativas para as notas atribuídas a cada indicador. Isso a torna uma pesquisa subjetiva, visto que cada entrevistado irá avaliar os diversos componentes dos aeroportos de modo único e pessoal. A satisfação do usuário de um serviço é composta pelo binômio expectativa e realidade, já que ela depende daquilo que é esperado pelo entrevistado e aquilo que é entregue pelo prestador do serviço.

Foram definidos 37 indicadores de satisfação do passageiro, os quais são agrupados tematicamente em função do responsável direto pelo processo/serviço, como segue:

- 16 Indicadores de infraestrutura aeroportuária;
- 8 Indicadores de facilidades aos passageiros;
- 6 Indicadores de companhias aéreas;
- 6 Indicadores de órgãos públicos; e
- 1 Indicador de transporte público.

Além desses indicadores, o passageiro também atribui uma nota para sua satisfação geral com o aeroporto naquele dia, compondo um total de 38 indicadores coletados.

A pesquisa de desempenho operacional consiste na avaliação de um total de 54 indicadores relacionados aos processos e serviços aos quais os passageiros são submetidos de modo a verificar sua eficiência durante a hora pico de cada extrato abrangido pela pesquisa (embarque/desembarque, doméstico/internacional).

Abaixo, estão discriminados os indicadores de satisfação geral dos aeroportos analisados, referentes ao quarto trimestre de cada ano. Foi adicionado o ano de 2013 à tabela para poder ser avaliada a variação no ano de 2014:

<b>Tabela 9: Satisfação Geral dos Passageiros</b>									
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>%</b>	<b>2015</b>	<b>%</b>	<b>2016</b>	<b>%</b>	<b>2017</b>	<b>%</b>
<b>Brasília</b>	3,43	4,03	17%	4,14	3%	4,44	7%	4,34	-2%
<b>Confins</b>	3,58	3,81	6%	4,1	8%	4,23	3%	4,48	6%
<b>Galeão</b>	3,92	3,77	-4%	3,91	4%	4,35	11%	4,11	-6%
<b>Guarulhos</b>	3,26	3,73	14%	4,41	18%	4,35	-1%	4,43	2%
<b>Viracopos</b>	4,39	4,29	-2%	4,48	4%	4,21	-6%	4,76	13%

Fonte: Sítio Eletrônico SAC, disponível em 10/2/2019

Conforme se verifica, à exclusão de Brasília em 2017 e de Galeão, em 2014 e em

2017, os índices demonstram avanço na satisfação geral dos passageiros. Em alguns casos, a melhoria foi significativa, como em Brasília, em 2014, e em Guarulhos, em 2014 e em 2015.

Portanto, ao final da Fase 1B, que corresponde à obrigação de ampliação dos aeroportos para adequação obrigatória da infraestrutura e para melhoria do nível de serviço, resultou em benefícios à sociedade, pode ser verificado um melhor nível de satisfação geral dos passageiros nos aeroportos concedidos.

Como o fator Q calculado pela Anac não se adequa às análises do presente estudo, utilizaram-se apenas os indicadores de satisfação geral como apontador do desempenho qualitativo das concessões aeroportuárias.

## 6 Conclusão

O presente artigo teve como objetivo realizar diagnóstico da situação econômico-financeira das empresas concessionárias dos aeroportos de Brasília, Confins, Galeão, Guarulhos e Viracopos, além de identificar os resultados da Fase 1B dos contratos de concessão do setor no período de 2014 a 2017. Buscou-se apresentar também os indicadores de qualidade disponibilizados pela SAC e pela Anac para demonstrar o ganho ou manutenção de qualidade nos aeroportos analisados, além da satisfação geral do passageiro.

Como resultado da análise dos resultados dos índices do grupo de estrutura de capital das concessionárias, verificou-se que a concessionária de Guarulhos, desde 2015, apresenta índices de endividamento geral acima de 100%, o que denota que todos os seus passivos, além de serem transformados em ativos para a empresa, estão subsidiando seu Patrimônio Líquido Negativo (a descoberto desde 2015).

Além disso, embora haja o incentivo monetário, o montante total do endividamento relacionados a outorga e a empréstimos e financiamentos é tão elevado que acaba por prejudicar seus índices de cobertura de juros, demonstrando que o resultado líquido do exercício das concessionárias encontra-se aquém das suas obrigações para com terceiros.

Os índices de imobilização do Patrimônio Líquido encontram-se bastante distorcidos em todas as concessionárias devido aos prejuízos acumulados nos últimos anos, fazendo com que seu Patrimônio Líquido seja reduzido, ou esteja a descoberto, resultando em índices de imobilização do Patrimônio Líquido negativos (ex. Guarulhos desde 2015) ou extremamente elevados (ex. Brasília em 2017).

Quanto aos índices de liquidez geral, verificou-se que, para todas as concessionárias analisadas, esse índice demonstrou uma baixa capacidade de solvência de dívidas, com percentuais que, comumente, encontram-se abaixo dos 10%.

Confins sobressai comparativamente às demais concessionárias analisadas, com elevados índices de liquidez em média nos anos analisados, devido ao seu baixo valor de Passivo Circulante. Isso ocorreu, principalmente, devido à ausência de empréstimos e financiamentos nos anos de 2015 e 2016, e ao baixo valor de recursos de terceiros de curto prazo em 2016 e 2017.

Os índices de Margem Líquida das concessionárias encontram-se, à exceção de Viracopos em 2014 e 2015, com resultados bastante negativos devidos aos elevados prejuízos contabilizados no período analisado. Os índices mais alarmantes são os verificados em

Viracopos com -24.008% em 2017, Brasília com -9.965% em 2015, Guarulhos com -7.041% em 2015, e Confins com -4.990% em 2015.

O índice de retorno sobre Patrimônio Líquido assumiu valores positivos e maiores ou bem próximos à unidade em Guarulhos nos anos de 2015 a 2017 (6,006, 1,128, 0,826). Ao contrário do que se poderia depreender do índice, os valores positivos e acima da unidade significam que os prejuízos auferidos pela concessionária foram recorrentes e altos, e resultaram no Passivo A Descoberto do Balanço Patrimonial da concessionária de Guarulhos.

Outra consequência dos prejuízos contabilizados no período analisado é o índice de Retorno sobre o Ativo que também estão negativos, e com percentuais bem baixos, comparados aos investimentos em ativos das empresas.

Quanto ao EBITDA, foi diagnosticada a magnitude dos valores da concessionária de Guarulhos em relação aos demais aeroportos devido ao seu elevado nível de negócio, ocasionado por uma demanda maior que os demais aeroportos. Confins, apesar de sobressair com os índices de liquidez, apresenta pequeno potencial de geração de caixa.

Foi demonstrado que os dispêndios públicos nos aeroportos concedidos foi cerca de R\$ 13,243 bilhões até o ano de 2017 e, embora parte desses recursos deva ser devolvido como pagamento dos empréstimos concedidos (cerca de R\$ 7,925 bilhões), as empresas concessionárias não apresentam boa saúde econômico-financeira para saldar suas dívidas.

Ao final, foi verificado que os índices de satisfação geral dos passageiros demonstraram melhoria significativa, como em Brasília, em 2014, e em Guarulhos, em 2014 e em 2015.

Entende-se que o presente estudo pode se estender em duas ramificações.

Na primeira, poder-se-ia analisar o EBITDA Ajustado disponibilizado pelas concessionárias, a razão pela qual eles expurgam do cálculo o valor referente à outorga e o qual o embasamento doutrinário desta prática.

Na segunda, poder-se-ia analisar, mediante Análise de Envoltória de Dados, a eficiência dos gastos de recursos públicos disponibilizados às concessionárias (capitalizações via Infraero e empréstimos e financiamentos do BNDES/CEF) como insumo, enquanto que, como produto, ter-se-ia a variação dos indicadores de qualidade da SAC.

## 7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A. *Estrutura e Análise de Balanços, Um Enfoque Econômico-Financeiro*, sétima edição, editora Atlas, 2002.

ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. *Curso de administração financeira*. São Paulo: Atlas, 2009.

Comissão de Pronunciamentos Contábeis – CPC. Disponível em <http://www.cpc.org.br>. Acesso em: 2017.

CHING, H. Y.; MARQUES, F.; PRADO, L. **Contabilidade e finanças para não especialistas**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

Código Brasileiro de Aeronáutica (Lei 7.565/1986), arts. 8º, inciso X, e 11, inciso V, da Lei 11.182/2005.

DIÓGENES, Mara Chagas. Indicadores de desempenho no gerenciamento da segurança viária. 2004. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Programa de PósGraduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, abril de 2004.

DOGANIS, Rigas. *The airport business*. Reino Unido: Routledge, 1992.

GITMAN, L. **Princípios de administração financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

IUDICIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2009. 254p.

MARTINS, Eliseu; MIRANDA, Gilberto José; DINIZ, Josedilton Alves. **Análise didática das demonstrações contábeis**. São Paulo: Atlas, 2013. 252 p.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. São Paulo: Atlas, 2010.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços**. 6ed. São Paulo: Atlas, 2003.

Normas Brasileiras de Contabilidade – NBC. Disponível em <https://cfc.org.br/tecnica/normas-brasileiras-de-contabilidade/normas-completas/>. Acesso em: 2018

Portaria Anac/SSA 1.334/2004.

Oliveira, José Américo Leal. INDICADORES DE DESEMPENHO NO SETOR DE AVIAÇÃO CIVIL. Brasília, 2011.

SOUZA et al (2008). Uma análise comparativa de desempenho de aeroportos a nível mundial.

VII SITRAER – Simpósio de Transporte Aéreo. Rio de Janeiro. Novembro, 2008.

SILVA, Alexandre Alcântara da. **Estrutura, análise e interpretação das demonstrações contábeis**. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2010. 229 p.

**Estrutura e Análise de Balanços, Um Enfoque Econômico-Financeiro**, de Alexandre Assaf Neto, décima primeira edição, editora Atlas, 2015.

SILVA, José Pereira. Análise Financeiras das Empresas. São Paulo: Atlas, 5ª edição, 2001.

Divulgação de Demonstrações Financeiras da SPE do Galeão. Disponível em

<https://www.anac.gov.br/assuntos/paginas-tematicas/concessoes/galeao/documentos-relacionados/07demonstracoes-financeiras>. Acesso em: 2018.