

# CONCORRÊNCIA E REGULAÇÃO NA PRIVATIZAÇÃO DOS AEROPORTOS NUM CONTEXTO DE FINANÇAS PÚBLICAS SOB STRESS: UMA ANÁLISE DAS MOTIVAÇÕES DO GOVERNO E DOS INVESTIDORES

*Carlos Oliveira Cruz / Joaquim Miranda Sarmento\**

*ABSTRACT: The airport management model is a central research area in the transport sector. A variety of studies have focused on the benefits and potential risks of private airport management. The results of these studies of efficiency do not provide irrefutable proof of the superiority of private over public management. However, the incentive towards the privatization of airports is growing, mainly due to the profits that privatization brings to governments, and not to a more efficient management. From a perspective of welfare, the search for the maximization of the value of sales can have a negative impact, for example, through excessive increases in passenger tariffs. This research reflects the motivations of governments to privatize and provides a case study, Portugal, in which privatization occurred as a result of three major incentives: 1) an IMF, EU and ECB bailout program; 2) a reform of the regulatory model; and 3) the need to increase the capacity of the airport system.*

SUMÁRIO: 1. Introdução. 2. Contexto da privatização da ANA- Aeroportos de Portugal. 2.1. Historial económico e financeiro. 2.2 Quadro regulamentar e contrato de concessão. 2.3. Concurso. 3. Motivações do Governo. 4. Motivações dos Investidores. 5. Conclusões.

## 1. INTRODUÇÃO

Ao longo das últimas décadas, assistiu-se um aumento do envolvimento do setor privado no desenvolvimento e gestão de sistemas de aeroportos através de contratos de longo prazo, ou de privatização parcial / completa (Oum et al., 2006). Esta tendência também impactou em outros setores de infraestrutura, por exemplo: energia com a total ou parcial privatização do sistema de

---

\* Este artigo baseia-se numa versão original do paper "Airport privatization with public finances under stress: an analysis of government and investor's motivations", publicado pelos dois autores no Journal of Air Transport Management.

produção e distribuição; transporte, particularmente nos portos, aeroportos e autoestradas, embora no caso anterior o modelo era de parcerias público-privadas e não privatizações puras; ou o ambiente, recolha e tratamento de lixo, sistemas de fornecimento de água abastecimento ou de águas residuais) (Van de Walle, 1989; Neto et al., 2016; Singh et al., 2016). Vários países, como Itália, Austrália, Nova Zelândia, Dinamarca, México, Portugal, Reino Unido e Índia privatizaram total ou parcialmente alguns ou todos os seus aeroportos (Hooper, 2002; Galeana, 2008). O caso da BAA é um exemplo clássico, não só porque foi um dos primeiros exemplos de privatização de aeroportos, mas também por causa dos impactos relacionados com concorrência e poder de mercado (Bush & Starkie, 2014). Neste caso, BAA foi forçada a vender três aeroportos – Gatwick, Stansted e Edimburgo – pela autoridade da concorrência britânica. Preocupações relacionadas com poder de mercado excessivo e falta de concorrência entre aeroportos, forçou esta “desagregação” pós-privatização. Anos antes, Starkie e Thompson (1985) propuseram que a posse dos aeroportos da BAA fosse dividida e que os direitos de propriedade dos aeroportos de Londres deveriam ser separados para introduzir mais concorrência. Os mesmos autores usaram o exemplo de Stansted e Gatwick como concorrentes potenciais para mercados semelhantes. A realidade confirmou as preocupações dos autores, visto que a regulamentação de um monopólio privado é extremamente complexa e a probabilidade de sucesso é baixa.

Têm existido diferentes modelos de privatização de aeroportos (Cruz e Marques, 2011). Os autores usam o termo “privatização” para se referirem à gestão da infraestrutura e operações aeroportuárias por parte do sector privado e não estritamente o conceito de privatização de material ad aeternum. Em muitos casos, houve uma privatização total, enquanto noutros a concessão foi cedida ao setor privado. Duas forças principais têm conduzido a participação do setor privado nas operações de aeroportos: primeiro, uma necessidade crescente de investimentos nesta área, sendo que, simultaneamente, existem fortes restrições orçamentais na maioria dos países [durante a primeira década do século XXI os aeroportos do mundo exigiam um investimento de US \$ 250 bilhões (Spillers, 2000)]; segundo, e ainda relacionado com essas restrições orçamentais, a necessidade dos governos de obter receitas, vendendo, ou cedendo, concessões de infraestrutura. Adicionalmente, o envolvimento do sector privado em infraestruturas tem sido ‘ideologicamente’ motivado pela tendência de procurar skills de gestão do sector privado como meio de abordar ineficiências do sector privado (Oum et al., 2008).

No entanto, a discussão sobre a privatização tem sido frequentemente apoiada por argumentos políticos ou ideológicos, em vez de análise teórica ou evidência empírica (Vasich e Haririan, 1996; Oum et al., 2008). Entre outros, destacamos vários benefícios das privatizações aeroportuárias, tais como: estimular a concorrência; melhorar a entrega de projetos; melhorar a eficiência (reduzindo assim os custos para utilizadores finais), e; reduzir a interferência política / administrativa com a gestão comercial dos aeroportos (Carney e Mew, 2003; Costas-Centivany, 1999; Poole, 1997; Cruz e Marques, 2011). Em relação à questão da eficiência, vários autores encontraram indícios de maior eficiência nos aeroportos totalmente privatizados (Boardman e Vining, 1989; Hooper, 2002; Oum et al., 2008; Gillen, 2011), e também de que os aeroportos parcialmente privatizados são menos eficientes do que os públicos (Oum et al., 2008). A propriedade pública é suscetível à interferência política e é altamente burocrática (Benitez et al., 2012), o que cria mais dificuldades na melhoria do desempenho operacional.

No entanto, uma das principais motivações para a privatização de aeroportos (se não a primeira e, por vezes, a única) tem sido o “cash-in” de capital (Truitt e Esler, 1996; Hooper, 2002). Os aeroportos estão entre os sistemas mais valiosos na cadeia de valor do transporte aéreo (Button et al., 2007), e são, portanto, suscetíveis à estratégia de *clawback* financeiro dos governos, particularmente aqueles que requerem liquidez de capital (como a maioria dos governos estava no meio de uma crise global e financeira, em 2007 e 2011; e ainda enfrentam fortes restrições orçamentais no rescaldo da crise financeira). O exemplo habitualmente referido da privatização dos aeroportos do Reino Unido, Londres, em 1987, na era de Thatcher, foi um primeiro passo para o cash-in rápido num mercado lucrativo relativamente bem protegido, garantindo um estável, retorno do investimento, perto do risco nulo. Embora a superioridade da gestão privada do aeroporto ainda está para ser provada (Oum et al., 2006), vários países seguiram e seguem esta tendência (ex. Nova Zelândia, Itália, Áustria, apenas para nomear alguns exemplos) (Abbott, 2015). A questão é o que um governo está disposto a fazer para maximizar sua geração de dinheiro ao privatizar um aeroporto ou um sistema de aeroporto.

A discussão relativa à privatização de aeroportos geralmente envolve uma discussão sobre mecanismos de regulamentação e concorrência, dadas as características de monopólios para muitos aeroportos, particularmente os sistemas aeroportuários pequenos e médios (Humphreys et al., 2007; Beesley and Littlechild, 1989). Starkie (2008) argumenta que a maioria dos aeroportos são

monopólios locais, no entanto não naturais. Os aeroportos conseguem evoluir para estruturas competitivas, tal como as indústrias ao competir em mercados geográficos, o que significa que para uma parte considerável do mercado, as linhas aéreas podem escolher entre aeroportos alternativos. Esta competição pode ser ainda maior sob o modelo de *hub-and-spoke* usado pela maioria das companhias aéreas. No modelo de *hub-and-spoke*, as companhias aéreas podem escolher o aeroporto mais competitivo para servir como o ponto central (*hub*).

Este artigo aborda a privatização do sistema aeroportuário português que ocorreu em 2012. Nós pretendemos discutir e esclarecer os seguintes problemas: 1) o que levou o governo português a realizar esta privatização; 2) Dado que a oferta vencedora pagou um preço *premium* substancial, foi o preço da licitação um potencial preço de monopólio para o setor privado?, e; 3) Que outros motivos podem ter levado Vinci a pagar tal *premium*? Este artigo está organizado da seguinte forma: a Seção 2 descreve brevemente o sistema aeroportuário português e o processo de privatização. A Seção 3 fornece a discussão e algumas evidências das motivações que guiaram a decisão do governo de vender a empresa de aeroporto, respondendo assim à nossa primeira questão nesta pesquisa. A Seção 4 analisa o potencial *premium* de monopólio (Questão 2) e a Seção 5 aborda outros potenciais benefícios para a Vinci que possam explicar o preço da operação (Questão 3). A Seção 6 conclui.

## 2. CONTEXTO DA PRIVATIZAÇÃO DA ANA – AEROPORTOS DE PORTUGAL

### 2.1. Historial económico e financeiro

Compreender o processo de privatização dos aeroportos Portugueses requer uma visão geral das estruturas económicas e políticas de Portugal. Em 2011, Portugal oficialmente exigiu ajuda financeira (um programa de “resgate” da “troika”) dada a impossibilidade de cumprir as suas responsabilidades financeiras. O FMI, a Comissão Europeia (CE) e o Banco Central Europeu (BCE) estabeleceram um acordo com o governo português – o Memorando de Entendimento (Memorandum of Understanding – MoU), estabelecendo os requisitos, em termos de reformas, para sustentar a ajuda financeira. Entre várias reformas públicas que foram acordadas a privatização das empresas do estado foi uma das políticas seguidas.

Até 2012, Portugal foi um dos poucos países da Europa onde o governo ainda era o único proprietário e o principal *stakeholder* do setor de transporte

aéreo: tanto a transportadora de bandeira nacional (TAP) e o proprietário e gestor do aeroporto (ANA). O MoU claramente estabeleceu como prioridade, a abertura de empresas tradicionalmente controladas pelo Estado, a iniciativas privadas, particularmente no sector dos transportes. O Memorando da Troika estabeleceu, entre vários objetivos orçamentais e financeiros que o Governo seria capaz de gerar até 5.500 milhões de euros com a privatização de várias empresas, incluindo ANA e TAP. A privatização da ANA em 2012 acabou por representar mais de metade desse valor.

Tendo em conta a decisão política de privatizar estas empresas de transporte aéreo – o gestor do aeroporto e a companhia aérea – ambos sendo empresas com atividades altamente correlacionadas, qual é a melhor maneira de garantir que ambos os processos são articulados de modo a maximizar o bem-estar social?

A TAP é a maior cliente da ANA, e tem a sua base de operações no Aeroporto de Lisboa, funcionando como um Hub que liga a Europa ao Brasil, e a países africanos de língua portuguesa (ex. Angola, Moçambique, Cabo Verde e São Tomé). A ANA serviu 38,9 milhões de passageiros em 2015, e a TAP cerca de 12 milhões. Um volume significativo de passageiros da TAP não tem como uma origem / destino qualquer um dos aeroportos da ANA (Lisboa, Porto ou Faro) mas são passageiros de trânsito que fazem ligação em Lisboa. Assim sendo, o futuro da TAP e, em particular, as suas decisões estratégicas em relação ao *hub* de Lisboa, são determinantes para definir o valor económico da ANA, dado o seu impacto no tráfego esperado da ANA. Muito do potencial do aeroporto depende da existência de um Hub, sendo o tráfego local dependente do turismo e do crescimento económico.

A abordagem economicamente mais racional teria sido primeiro privatizar a TAP e depois privatizar a ANA, dado que o primeiro influenciaria o segundo. Embora esta tivesse sido a decisão lógica, o preço de venda da TAP é incomparavelmente menor do que o da ANA. Conforme discutido por Button et al. (2007), a maioria das companhias aéreas têm baixas margens de lucro e desde 1997 que operam na Europa num mercado altamente competitivo. Na verdade, muitas companhias aéreas estão a lutar para alcançar o *breakeven* e durante longos períodos de tempo estas experienciaram ciclos negativos, por exemplo, no período de 2001 a 2007. Por outro lado, os aeroportos têm maiores margens de lucro e menos concorrência. A TAP foi parcialmente privatizada em 2015, por 10 milhões de euros, com garantias significativas do governo em relação à dívida pendente (em excesso por mil milhões de Euros).

## 2.2. Quadro regulamentar e contrato de concessão

A decisão foi primeiro privatizar a ANA, e depois a TAP. A privatização da ANA foi condicionada por duas mudanças institucionais e regulamentares: 1 – a revisão e clarificação do modelo regulatório e; 2 – o estabelecimento de um contrato de concessão entre a ANA e o Estado Português para formalizar contratualmente o direito do primeiro a operar nos aeroportos portugueses.

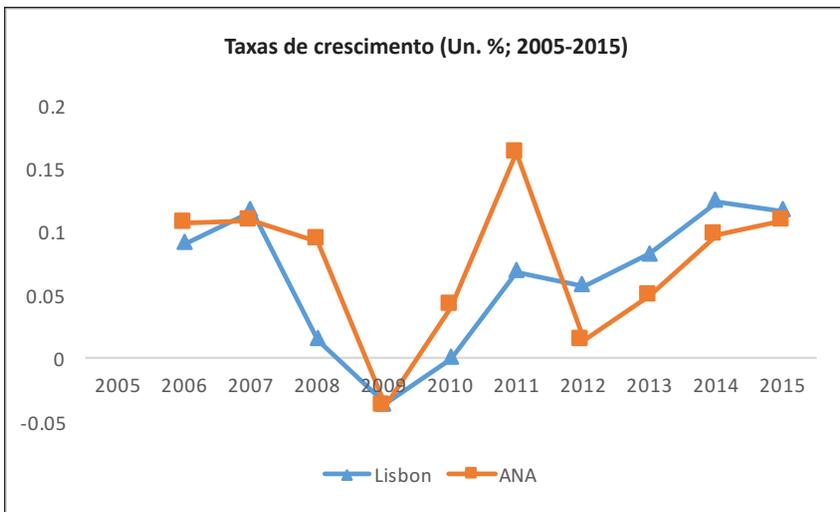
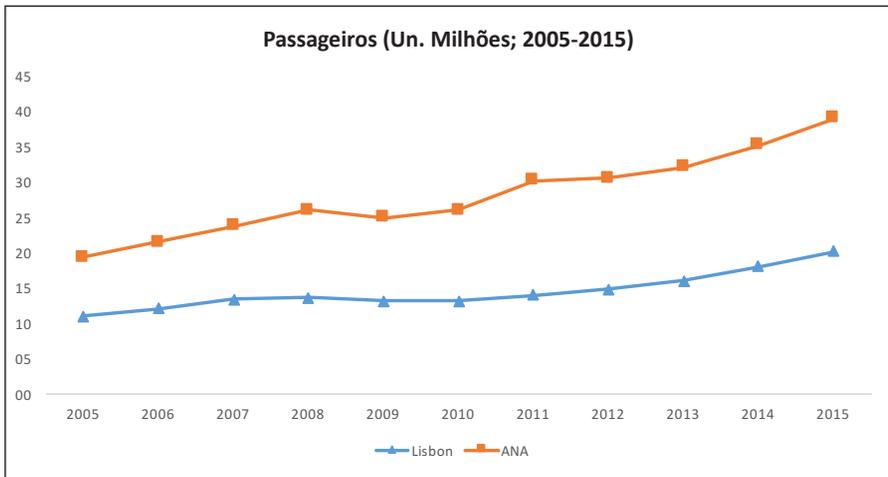
Antes da privatização, um novo modelo regulatório foi implementado. Este é um modelo de “single till” (onde não há distinção entre receitas aeronáuticas e não-aeronáuticas) e tem um mecanismo de preço-limite, estabelecendo uma receita média máxima por passageiro. A receita máxima por passageiro é variável e está ligada à evolução esperada dos passageiros. Uma ‘previsão-base’ é utilizada como referência e se o tráfego real estiver acima desta referência, então a receita máxima por passageiro permitida pode aumentar, se estiver abaixo o limite da receita diminui. O preço-limite é indexado ao CPI (*consumer price index*) (isto é, o IPC – índice preços ao consumidor) e o facto de que os encargos podem aumentar quando o tráfego aumenta, tem o princípio subjacente de que não existem economias de escala, o que é discutível. Mas existem algumas razões técnicas para tal mecanismo. Primeiro, o facto de que o aeroporto de Lisboa opera sob restrições de capacidade. Um aumento significativo do tráfego forçará o gestor do aeroporto a procurar aeroportos alternativos para aumentos de capacidade, sendo forçados a antecipar um investimento significativo. Por outro lado, este modelo é um incentivo à eficiência puramente técnica, tendo em conta que a existência de tais restrições de capacidade limita a eficiência de escala.

As Figs. 1 e 2 ilustram o crescimento dos passageiros e o historial das taxas de crescimento na ANA e no aeroporto de Lisboa em particular.

Além disso, antes da privatização da empresa aeroportuária, foi necessário formalizar a concessão do sistema de aeroporto português para a ANA. A concessão foi concedida em 2012, por um período de 50 anos, e permite à concessionária – ANA – a exclusividade de gerir, atualizar e operar o sistema de aeroporto (3 principais aeroportos em Portugal continental – Lisboa, Porto e Faro; um aeroporto secundário – Beja, e; 4 aeroportos nas ilhas dos Açores).

No entanto, apenas Lisboa e Porto são lucrativos, com Faro em *breakeven*. Os outros gerem défices operacionais.

A concessão também inclui a potencial construção do novo aeroporto de Lisboa, que é um grande aeroporto a ser construído nos arredores de Lisboa, para substituir o antigo aeroporto existente, localizado perto do centro da cidade. O aeroporto existente (Aeroporto Humberto Delgado) tem capacidade para cerca de 30 milhões de passageiros e em 2016 atingiu o tráfego de 22 milhões.



A racionalidade da construção do novo aeroporto, embora incluído no contrato de concessão, foi questionada, e a solução provável para o aumento da capacidade é a utilização de uma base militar (Montijo) nos arredores de Lisboa. A utilização de uma base militar fornece uma solução mais rápida, pois pode estar operacional em 1 ou 2 anos, e um nível de investimento significativamente menor (a atualização custaria 200 a 300 milhões €, em comparação com 4 ou 5 mil Milhões € para um novo aeroporto). No entanto, o contrato

de concessão não é claro quanto à responsabilidade pelo financiamento do projeto (privado vs. público). Esta ambiguidade certamente significará que haverá financiamento público da construção de um segundo aeroporto de Lisboa, ou atualização de uma base militar.

O contrato de concessão foi assinado em 14 de dezembro de 2012 entre a ANA e o governo português. A concessão do serviço público para infraestrutura aeroportuária pertencia à ANA desde 1998, mas não foi formalizada no contrato de concessão. O processo de venda da empresa foi o gatilho para acelerar a formalização do contrato. O contrato de concessão concedeu à ANA a exclusividade para operar e gerenciar o principal sistema aeroportuário português por um período de 50 anos. A assinatura do acordo de concessão incluiu um pagamento, da ANA ao Governo, de 1,2 mil milhões de euros pelos direitos estabelecidos na concessão. Todas as obrigações de serviço público relacionadas com a disponibilidade de infraestruturas de aeródromo e com o acesso à infraestrutura também são reguladas no contrato de concessão. A Tabela 1 apresenta as principais características do contrato de concessão da ANA.

**Tabela 1– Principais características do processo de concessão da ANA**

<b>Contract main features</b>		<b>Description</b>
Concession price		1,200 million Euros
Duration		50 years (with possibility to extend if, for example, a new airport is built)
<b>Risks</b>	Maintenance and operation	Fully allocated to ANA
	Capacity increases	Fully allocated to ANA
	Environmental risk (construction and operation)	Fully allocated to ANA
	Fiscal risk	Fully allocated to ANA
	Financial	Fully allocated to ANA
	Revenue sharing with the government	1% of annual revenues, up to year 15 2% of annual revenues, between years 16 and 20 3% of annual revenues, between years 21 and 25 4% of annual revenues, between years 26 and 30 5% of annual revenues, between years 31 and 40 10% of annual revenues, between years 41 and 50
Future expropriations		Fully allocated to ANA

### 2.3. Concurso

O processo de privatização da ANA teve início no fim de 2012 e foi concluído no início de 2013, com o acordo de venda a ser assinado com o operador internacional da VINCI. Existiam 4 propostas dos seguintes consórcios: Zurich Airport, o consórcio EAMA (Corporación América), Atlantic Consortium (Fraport AG/IFM) e Vinci concessions, que foram apresentadas a 14 de Dezembro, 2012.

O esboço do contrato de concessão foi um dos elementos disponibilizado aos potenciais investidores contactados na primeira etapa. Estes potenciais investidores conseguiram avaliar o documento e propor quais seriam as principais mudanças exigidas para apresentar uma oferta vinculativa. Pode-se argumentar sobre o mérito de tal abordagem. Normalmente, o contrato de concessão, bem como o modelo regulatório, são definidos pelo governo e são usados por potenciais interessados como restrições ao estabelecer as suas ofertas.

O processo foi estruturado num modelo de duas fases. O processo foi dividido em duas etapas: 1) uma primeira etapa inicial para avaliar o interesse potencial de investidores; 2) após esta fase inicial, o Governo elabora uma pequena lista dos autorizados a prosseguir à segunda fase e uma segunda fase, onde o processo de venda realmente ocorre. Os critérios de seleção foram: preço indicativo; robustez do negócio; termos do contrato de concessão proposto; capacidade financeira e; plano estratégico. Mas o principal critério de adjudicação foi o preço e as condições de pagamento. O design de um concurso baseado essencialmente no valor oferecido e usando o modelo de negociação individual com potenciais concorrentes levantou algumas questões. A alienação da ANA não era simplesmente um processo de venda de uma empresa pública, já que a ANA já detinha a concessão da gestão e operação do sistema aeroportuário português. O governo argumentou que a negociação individual permitia a maximização e aceleração dos preços de venda, facilitando assim o cumprimento do Programa de Assistência Financeira e Económica assinado com a UE, o FMI e o BCE. Como resultado do concurso, foram apresentadas 4 ofertas vinculativas, variando entre 2000 a 3080 milhões de euros, ou, em termos do valor oferecido como múltiplo do EBIDTA, entre 10,2 e 15,3. A Tabela 2 resume os resultados.

A análise dos valores oferecidos (como múltiplo do EBIDTA) é apresentado na Tabela 2, que mostra uma diferença significativa entre as ofertas. O licitante vencedor (Vinci) apresentou uma proposta que foi 26% maior

que a próxima melhor oferta. Há algumas evidências de que a “maldição do vencedor” (“*winner’s curse*”) em leilões de Transporte é relativamente comum (Gruyer e Lenoir, 2003; Athias e Núñez, 2009), devido à grande concorrência, incerteza ou probabilidade de renegociação futura. No entanto, como veremos durante este artigo, esse excesso de otimismo ou oferta aparentemente agressiva não é, aparentemente, um caso de “*winner’s curse*” (Hong e Shum, 2002). Houve vários aspetos desta privatização que levaram Vinci a poder oferecer mais do que os outros concorrentes. O crescimento significativo no tráfego e o correspondente aumento das taxas aeroportuárias, mostra evidências de que não deverá existir um fenómeno de “*winner’s curse*” neste caso.

A Tabela 3 apresenta o valor das principais transações no sector aeroportuário desde 2010. Estas transações possuem operações distintas: vendas parciais; vendas totais; PPP; concessões; etc. No entanto, os valores representam a avaliação implícita feita ao aeroporto (ou o negócio de aeroporto). Comparando as Tabelas 2 e 3, é possível destacar que Vinci foi o único licitante que ofereceu um valor superior à média (do múltiplo do EBIDTA) das transações que ocorreram em 2012. Os outros 3 proponentes apresentaram propostas significativamente mais baixas do que a média desse ano. Posteriormente, este artigo refletirá sobre as potenciais motivações que levaram Vinci a apresentar uma oferta tão diferente.

**Tabela 2 – Resultado do processo de leilão da ANA**

<b>Bidder</b>	<b>Value offered (million Euros)</b>	<b>Value offered (as EBIDTA multiple)</b>
Vinci	3,080	15.3
Fraport	2,442	12.1
Corporación America	1,408	7.0
CCR/Zurich	2,000	9.9

Tabela 3 – Benchmark das vendas de aeroportos

Airport	Transaction year	EBIDTA multiples	Average EBIDTA multiples (same year)
Gatwick	2010	9.1	10.1
Ghangi Airports	2010	11.7	
Gatwick	2010	9.5	
Naples	2011	13.3	12.7
Copenhagen	2011	15.1	
Brussels	2011	11.1	
BAA	2011	11.3	
F2i	2012	16.5	15.0
TAV	2012	16	
Edinburgh (by BAA)	2012	13.1	
Puerto Rico	2012	16.3	
BAA	2012	13.1	
Newcastle	2012	16.3	
BAA	2012	13.6	
ANA	2012	15.3	
F2i	2013	8.3	11.9
Stansted (by BAA)	2013	15.6	
Gemina	2013	11.5	
Hochtief Airports	2013	15.1	
AdP	2013	10.4	
Belfast and Stockholm	2013	10.9	
Luton	2013	10.9	
HAH	2013	12.4	
ISG	2014	14.2	15.3
Ljbiana	2014	22.1	
Bristol	2014	18.4	
ISG	2014	12.4	
Aberdeen, Glasgow, Southampton	2014	15	
Vienna	2014	9.8	
Greek regionals	2015	21.3	19.7
Toulouse	2015	18.1	

(Fonte: adaptado do RDC, 2016)

Note: Algumas transações repetem-se dado tratar-se de operações de refinanciamento

### 3. MOTIVAÇÕES DO GOVERNO

Como vimos, o principal fator por detrás das várias privatizações aeroportuárias tem sido a necessidade de receitas adicionais por parte dos governos, para poder reduzir a dívida pública. Como mencionado anteriormente, os aeroportos estão entre os sistemas mais valiosos na cadeia de valor do transporte aéreo (Button et al., 2007; Gustavo, 2008; Gong et al., 2012), e são, portanto, suscetíveis à estratégia de recuperação financeira de governos, particularmente aqueles que necessitam de liquidez de capital (como a maioria dos governos está no meio da recuperação de um sistema global e crise financeira). Neste caso, apresentamos vários argumentos de que esta venda foi focada principalmente no preço de venda.

O primeiro argumento foi o memorando de entendimento assinado entre Portugal e a “Troika”. Este acordo determinou, que o governo seria capaz de angariar até 5,5 mil milhões de euros com a privatização de várias empresas, inclusive a ANA e a TAP. Este objetivo era para ter sido cumprido até Maio de 2014, quando estava previsto o fim do programa de resgate. Também foi estabelecido que o governo iria ainda, se possível, além deste objetivo. O MoU também foi explícito para a necessidade de acelerar o programa de privatização. Não restavam muitas empresas para privatizar, e a ANA foi a principal empresa que ainda permanecia como empresa do estado. Portanto, o primeiro argumento é que um valor de venda menor poderia prejudicar esse objetivo.

Isto leva-nos ao segundo argumento. O programa foi sujeito a uma avaliação por parte dos credores internacionais numa base trimestral. Cada avaliação positiva foi acompanhada pelo pagamento de uma nova parcela de dinheiro. Portanto, era vital para o governo português alcançar rapidamente esse ponto de referência em relação à privatização. É importante realçar que este foi um ponto de referência crítico, e o seu fracasso teria criado entropia e dificuldades no programa execução.

O terceiro argumento foi que um aumento no valor da empresa reduziria as necessidades financeiras do governo, reduzindo assim a pressão de emitir dívida pública nos mercados financeiros.

Uma evidência final é que esta privatização foi impulsionada principalmente por fins orçamentais estabelecidos pelos credores internacionais deste objetivo do governo português. Do ponto de vista teórico, faria mais sentido primeiro privatizar a companhia aérea e depois o gestor do aeroporto – a ANA. Desta forma, o comprador do último poderia ter uma visão mais clara sobre onde a

privatização do primeiro lideraria o mercado. No entanto, o governo decidiu privatizar a ANA primeiro, em 2013, e a TAP mais tarde, em 2015.

#### 4. MOTIVAÇÕES DOS INVESTIDORES

Na economia global de hoje, o valor oferecido pelos concorrentes reflete mais do que apenas uma simples avaliação baseada no fluxo de caixa e uma análise de risco do potencial de crescimento dos aeroportos. Neste caso, uma série de fatores distintos influenciou a avaliação feita pela Vinci do Aeroporto de Lisboa, em particular:

- Um monopólio fechado sem qualquer aeroporto, dentro de Portugal, capaz de prestar qualquer concorrência
- Crescimento do tráfego
- A estratégia de desenvolvimento da Vinci
- Ganhos indiretos da posse de uma infraestrutura de ligação (pontes)

Voltando ao caso do licitante vencedor, Vinci, é uma empresa que já estava presente no setor de infraestrutura português.

Uma das participações da Vinci é a concessionária de Lusoponte, que opera as duas travessias de Lisboa sobre o rio Tejo (a ponte 25 de abril e a ponte de Vasco da Gama), que liga a margem norte à margem sul. Neste caso, a Vinci também tem um monopólio estadual, como no caso dos aeroportos. A estrutura do acionista Lusoponte é a seguinte: MotaEngil 38% (uma companhia de construção portuguesa); Vinci 37%; Atlantia 17,5% (uma concessionária de estradas italiana) e Teixeira Duarte 7,5% (uma empresa de construção portuguesa) (Sarmiento e Renneboog, 2016 para mais detalhes sobre a operação Lusoponte). O modelo de concessão da Lusoponte concede a exclusividade do atravessamento do rio Tejo dentro da área metropolitana, e transfere o risco de tráfego para a concessionária. Isto significa que qualquer aumento substancial do tráfego entre as duas margens beneficia a Lusoponte e, indiretamente, a Vinci.

Esta foi uma importante fonte de receita a ter em conta ao considerar fazer propostas para adquirir a ANA, já que qualquer solução no médio a longo prazo para aumentar a capacidade aeroportuária em Lisboa será baseada na margem Sul, provavelmente o uso de uma base militar, conforme discutido anteriormente. Se a escolha for construir um novo grande aeroporto, substituindo o já existente na Portela na margem norte, então a análise preliminar

indica que a localização mais vantajosa, em termos de disponibilidade de espaço e impacto ambiental, será na margem Sul. Se a solução para aumentar a capacidade do aeroporto depender da utilização de um aeroporto militar, para onde o tráfego de baixo custo pode ser transferido, então também terá que usar um aeroporto militar existente na margem Sul (Montijo). Cada solução terá diferentes impactos sobre o volume de tráfego da ponte Vasco da Gama, mas um intervalo entre 50% e 200% deve ser esperado, o que pode representar um aumento na receita da Lusoponte entre cerca de 6 a 22 milhões de euros por ano, considerando o valor de portagem existente de 1,70 Euros para veículos ligeiros. Isso iria potencialmente adicionar múltiplos de 1 a 1,5 EBIDTA em termos de potencial avaliação.

Os estudos empíricos sugerem que existe uma maior apetência do mercado para os aeroportos privados (Advani e Borins, 2001; Marques e Barros, 2011), o que significa gestão comercial da infraestrutura mais ativa e eficiente, que se traduz numa maior eficiência técnica. No entanto, existem provas contraditórias relativas aos efeitos destes focos gerenciais orientados para o mercado nas cobranças finais. Alguns autores descobriram que os impostos aeronáuticos tendem a decrescer em aeroportos privados (Bilotkach et al. (2012), enquanto outros argumentam que a falta de regulamentação adequada leva a maiores taxas (Bel e Fageda, 2009; Basso, 2008).

O *premium* financeiro oferecido pela Vinci resultou de outros fatores além do *premium* do monopólio. Identificamos três principais motivações. A primeira motivação foi uma decisão do Grupo Vinci (que é uma grande multinacional de construção e *utilities*) de expandir as suas atividades para o negócio aeroportuário. Até esta operação, a presença da Vinci na gestão de aeroportos era marginal em termos das operações do grupo. Ao comprar a empresa portuguesa, a Vinci adquiriu dimensão e “know-how” estando assim disposta a pagar mais pela ANA, pois este era um dos poucos negócios disponíveis na altura que permitiria à Vinci tornar-se um *player* relevante nesta área.

Outra motivação diz respeito ao facto da Vinci ter aumentado as cobranças aeroportuárias várias vezes, muito acima do cenário base. Desde 2012 até 2016, as tarifas aeroportuárias aumentaram 10 vezes, mais de 2 vezes por ano, com alguns aumentos chegando até 6%.

A terceira motivação principal diz respeito à expectativa da Vinci de obter uma receita maior do que a previsão inicial da linha de base, particularmente no aeroporto de Lisboa, mas também no do Porto. Barret (2000) argumenta que a maior flexibilidade do setor privado facilita a negociação e a atração de

novas companhias aéreas, particularmente as de baixo custo, dada a abordagem comercial mais flexível e a capacidade de aplicar descontos.

Estes dois efeitos (aumento de tarifas e tráfego de portagens) combinados resultam em maiores receitas e em *cash flows* provenientes da operação. Como a Vinci espera continuar a aumentar as suas receitas, reduz assim o valor real do *premium* inicial. Como noutros casos (ver instância Gillen, 2011), esta desregulamentação na companhia aérea provou ser uma força de mercado significativa, que afetou o negócio aeroportuário, a sua estratégia, posicionamento e, finalmente, o seu modelo de governança.

Neste caso particular, a Vinci usou a ANA como porta de entrada para o sector aeroportuário. Antes de 2012, o grupo Vinci apenas tinha uma pequena presença neste sector, sendo principalmente um operador francês regional. Em 2011, o grupo tinha 11 aeroportos, quase todos localizados em França, mas fora de Paris<sup>1</sup>. A receita total foi de 150 milhões de euros, com um total de 8,5 milhões de passageiros. Após 2012, a Vinci iniciou um programa de expansão, muito rápido e ambicioso, para a gestão de aeroportos em todo o mundo. De acordo com a empresa, é atualmente o quinto maior operador de aeroportos no mundo. Comprar a ANA forneceu conhecimentos em todos os campos do negócio aeroportuário, em: desenvolvimento, financiamento; construção e; operacionalização de aeroportos. Isto tem dado força à capacidade de investimento, rede internacional e “know-how”. Além disso, permitiu que a Vinci otimizasse a gestão das infraestruturas aeroportuárias existentes e realizasse extensões das instalações e novas construções.

A Vinci tem agora 34 aeroportos, 12 em França, 10 em Portugal (incluindo o de Lisboa), 3 no Camboja, 2 no Japão, 6 na República Dominicana República e o aeroporto de Santiago no Chile. Com a aquisição de dois aeroportos no Japão (região de Kansai), cresceu ainda para cerca de 100 milhões de passageiros, 8500 funcionários e mais de mil milhões de euros em receita anual. Em comparação com 2011, isto representa um aumento de passageiros em mais de 1000%, e de receitas por mais de 600%, em menos de cinco anos.

Portanto, comprar a ANA permitiu que a Vinci iniciasse uma estratégia de se tornar um *player* global no negócio aeroportuário. O conhecimento e a experiência da ANA na gestão de aeroportos foram um recurso valioso para

---

1 Nantes-Atlantique, Rennes-Bretagne, Clermont Ferrand-Auvergne, Grenoble- Isère, Chambéry-Savoie, Dinard-Bretagne, Quimper-Cornouaille, Saint Nazaire-Montoir and Ancenis (Fonte: Vinci).

um recém-chegado, como a Vinci. Este é outro motivo para justificar o *premium* que o grupo pagou pelos aeroportos da ANA.

## 5. CONCLUSÕES

A privatização dos aeroportos é uma tendência mundial irreversível. Embora a literatura tenha fornecido vários prós e contras relativos ao processo de privatização, este artigo pretende refletir sobre as várias motivações subjacentes num processo de privatização para governos e investidores, ilustrando que fatores impulsionadores completamente distintos existem por trás de um processo de privatização, que pode afetar o valor da venda e as estratégias de desenvolvimento para aeroportos.

A maioria dos governos que escolheram privatizar, invocaram a superioridade da gestão privada sobre a gestão pública, o que, assim, melhora os níveis de eficiência dos aeroportos, aumentando o bem-estar social. A realidade é muito mais complexa. Os aeroportos fornecem uma solução rápida em dinheiro, o que, tendo em conta as dificuldades que os governos enfrentam com os orçamentos públicos, oferece uma opção política atrativa. Organizações internacionais como o FMI, o Banco Mundial, o Banco Europeu de Investimento e o Banco Europeu de Reconstrução e Desenvolvimento compartilham o mesmo enviesamento para a privatização das infraestruturas públicas, particularmente aquelas sujeitas a mercados competitivos, como o transporte aéreo.

Portugal não foi exceção, e estando num período de stress severo nas finanças públicas, privatizou (total ou parcialmente) duas grandes partes interessadas no setor de transporte aéreo (ANA e TAP). O caso da ANA é um exemplo único de como vários fatores podem influenciar e, neste caso, aumentar o valor de venda de um recurso de infraestruturas. Este caso também levanta uma questão importante em relação à equidade e transparência na contratação pública de grandes ativos de infraestruturas. A estratégia dos investidores e os seus benefícios indiretos “ocultos” decorrentes da interdependência das infraestruturas têm um impacto significativo no processo, que não é explícito durante o processo de aquisição. Pode-se argumentar que o sucesso do processo deve ser medido pelo valor de venda, e que qualquer outro fator teria, no fim, um impacto sobre essa variável, o que certamente é um assunto desafiador para os interessados em privatização.

Finalmente, passamos à questão dos monopólios. Vender uma network como um monopólio pode aumentar o valor de venda do sistema (*premium* de monopólio), mas pode ter um impacto negativo numa perspetiva de maximização do

bem-estar social. Aumentos nas taxas aeroportuárias corroem o valor económico da infraestrutura, embora maximizem o fluxo de caixa para o investidor privado. Existe um *trade-off* claro entre a visão de curto e longo prazo para o sistema. A pressão para gerar, rapidamente, receitas da privatização do aeroporto compromete o bem-estar social a longo prazo e proporciona um poder de mercado excessivo para um único operador, ao mesmo tempo que exclui os benefícios da concorrência no mercado. Como discutido por Starkie (2008) os aeroportos têm o potencial para competir numa base geográfica. Estas perdas de longo-prazo têm de ser tomadas em conta ao desenhar processos de privatização, particularmente, a possibilidade de desagrupamento antes da privatização. O exemplo da BAA é um exemplo claro que suporta esta teoria.

À medida que o número de privatizações de aeroportos aumenta mundialmente, tanto em grandes como em pequenos/médios aeroportos, isto é um assunto crucial, que irá certamente fomentar novas investigações no curto-prazo.

## BIBLIOGRAFIA

- ABBOTT, M.  
2015 *Reform and efficiency of New Zealand's airports. Utilities Policy*, 36, 1-9.
- ADVANI A. & BORINS S.  
2001 "Managing airports: a test of the new public management", in *International Public Management Journal* 4(1): 91-107.
- ATHIAS, L., & NUNEZ, A.  
2009 "The more the merrier? Number of bidders, information dispersion, renegotiation and winner's curse in toll road concessions", SSRN paper.
- BASSO L. J.  
2008 "Airport deregulation: Effects on pricing and capacity", in *International Journal of Industrial Organization*, 26(4), 1015-1031.
- BEESLY, M. E. & LITTLECHILD, S. C.  
1989 "The regulation of privatized monopolies in the United Kingdom", in *RAND Journal of Economics*, 20(3), 454-472.
- BEL, G. & FAGEDA, X.  
2009 "Privatization, regulation and airport pricing: an empirical analysis for Europe", in *Journal of Regulatory Economics*, 37(2), 142-161.
- BENITEZ, D., ESTACHE, A. & SOREIDE, T.  
2012 "Infrastructure policy and governance failures". CMI Working Paper WP 2012:5.
- BILOTKACH, V., CLOUGHERTY, J. A., MUELLER, J. & ZHANG, A.  
2012 "Regulation, privatization, and airport charges: panel data evidence from European Airports", in *Journal of Regulatory Economics*, 42(1), 73-94.
- BOARDMAN, A. E. & VINING, A. R.  
1989 "Ownership and performance in competitive environments: A comparison of the performance of private, mixed, and state owned enterprises", in *Journal of Law and Economics*, 32, 1-33.
- BUSH, H. & STARKIE, D.  
2014 "Competitive drivers towards improved airport/airline relationships", in *Journal of Air Transport Management*, 41, 45-49.
- BUTTON, K., COSTA, Á. & CRUZ, C.  
2007 "Ability to recover full costs through price discrimination in deregulated scheduled air transport markets", in *Transport Reviews*, 27(2), 213-230.
- CARNEY, M. & MEW, K.  
2003 "Airport governance reform: A strategic management perspective", in *Journal of Air Transport Management*, 9(4), 221-232.

- COSTAS-CENTIVANY, C. M.  
1999 “Spain’s airport infrastructure: Adaptations to liberalization and privatization”, in *Journal of Transport Geography*, 7(3), 215-223.
- CRUZ, C. O. & MARQUES R. C.  
2011 “Contribution to the study of PPP arrangements in airport development, management and operation”, in *Transport Policy*, 18(2), 392-400.
- GALEANA, O. A. R.  
2008 “The privatization of Mexican airports”, in *Journal of Air Transport Management*, 14(6), 320-323.
- GILLEN, D.  
2011 “The evolution of airport ownership and governance”, in *Journal of Air Transport Management*, 17(1), 3-13.
- GONG, S. X. H., CULLINANE, K. & FIRTH, M.  
2012 “The impact of airport and seaport privatization on efficiency and performance: A review of the international evidence and implications for developing countries”, in *Transport Policy*, 24, 37-47.
- GRUYER, N., & LENOIR, N.  
2003 “Auctioning airport slots”, in *Air Transport Research Society World Conference*
- GUSTAVO, A. L.  
2008 “The privatization of Argentine airports”, in *Journal of Air Transport Management*, 14, 8-15.
- HONG, H., & SHUM, M.  
2002 “Increasing competition and the winner’s curse: Evidence from procurement”, in *Review of Economic Studies*, 69(4), 871-898.
- HOOPER, P.  
2002 “Privatization of airports in Asia”, in *Journal of Air Transport Management*, 8, 289-300.
- HUMPHREYS, I., FRANCIS, G. & FRY, J.  
2007 “Lessons from airport privatization, commercialization and regulation in the United Kingdom”, in *Transportation Research Record: Journal of the Transportation Research Board*, 1744(2001), 9-16.
- MARQUES, R. C. & BARROS, C.  
2011 “Performance of European airports: regulation, ownership and managerial efficiency”, *Applied Economics Letters*, 18(1), 29-37.
- NETO, C.M.S.P., CASAGRANDE, P.L., LANCIERI, F.M. & MORAES, J.N.P.  
2016 “Pro-competition rules in airport privatization: International experience and the Brazilian case”, in *Journal of Air Transport Management*, 54, 9-16.

- OUM, T. H., ADLER, N., & YU, C.  
 2006 “Privatization, corporatization, ownership forms and their effects on the performance of the world’s major airports”, in *Journal of Air Transport Management*, 12(3), 109-121.
- OUM, T. H., YAN, J. & YU, C.  
 2008 “Ownership forms matter for airport efficiency: A stochastic frontier investigation of worldwide airports”, in *Journal of Urban Economics*, 64(2), 422-435.
- POOLE, R. W.  
 1997 “Privatization: A new transportation paradigm”, in *Annals of the American Academy of Political and Social Science*. 553, 94-105.
- RDC  
 2016 “Airport transaction update and 2016 outlook”, RDC aviation economics.
- SARMENTO, J. M. &, & RENNEBOOG, L.  
 2016 “Anatomy of public-private partnerships: their creation, financing and renegotiations”, in *International Journal of Managing Projects in Business*, 9(1), 94-122.
- SINGH, D.P., DALEI, N.N. & RAJU, T.B.  
 2016 “Forecasting investment and capacity addition in Indian airport infrastructure: Analysis from post-privatization and post-economic regulation era”, in *Journal of Air Transport Management*, 53, 218-225.
- SPILLERS, C.A.  
 2000 “Airports privatizations: smooth flying or a crash landing”, in *Journal of Structured Finance*, 6(2), 41-47.
- STARKIE, D.  
 1998 “Allocating airport slots: A role for the market?”, in *Journal of Air Transport Management*, 4(2), 111-116  
 2002 “Airport regulation and competition”, in *Journal of Air Transport Management*, 8(1), 63-72.  
 2008 “The airport industry in a competitive environment: A United Kingdom perspective”, Discussion Paper No. 2008-15, International Transport Forum/OECD.
- STARKIE, D. & THOMPSON, D.  
 1985 “Privatising London’s Airports”, Institute for Fiscal Studies, London, UK.
- TRUITT, L. J. & ESLER, M.  
 1996 “Full divestiture and its alternatives”, in *Policy Studies Journal* 24(1): 100-110.

VAN DE WALLE, N.

1989 “Privatization in developing countries: A review of the issues”, *World Development*, 17(5), 601-615.

VASICH, B. & HARIRIAN, M.

1996 “Airport privatization: A simple welfare analysis”, in *Journal of Economics and Finance*, 20(3), 89-95.