

Desafios regulatórios para a sustentação econômico-financeira dos investimentos em ESG

A universalização do saneamento depende de investimentos cuja remuneração pela tarifa é estruturalmente insuficiente. O problema não está no reconhecimento desses ativos pela regulação, e sim na ausência de tratamento compatível com sua natureza econômica.

Daniel Torres, Érica Meireles Moreira Dias, Leonardo Dias, Manuella Swierczynski e Rafael Bastos e César Silva Ramos

Quando uma companhia de saneamento leva rede coletora de esgoto a uma encosta ocupada de Salvador, o custo por ligação é mais alto e a receita esperada é menor. É um dos investimentos socialmente mais relevantes que se pode realizar, e um dos mais difíceis de sustentar dentro da lógica tarifária.

A universalização dos serviços de abastecimento de água e de esgotamento sanitário representa um dos maiores desafios da infraestrutura brasileira. A Lei nº 14.026/2020 fixou o atendimento de 99% da população com água potável e de 90% com coleta e tratamento de esgotos até o fim de 2033, e reforçou a exigência de sustentabilidade econômico-financeira dos prestadores. Em regiões metropolitanas marcadas por elevada vulnerabilidade socioespacial, como a Região Metropolitana de Salvador, o cumprimento dessas metas depende da implantação de soluções técnicas em áreas de baixa viabilidade econômico-financeira e elevada complexidade urbana.

Este artigo resulta de pesquisa que combinou revisão bibliográfica sobre ESG, financiamento sustentável e regulação econômica, análise documental de normas regulatórias e relatórios institucionais, benchmarking com Sabesp, Copasa, Neoenergia e a concessão de Guayaquil, no Equador, o estudo do caso da Empresa Baiana de Águas e Saneamento (EMBASA) na Região Metropolitana de Salvador e entrevistas semiestruturadas com especialistas em regulação, saneamento e infraestrutura.

Uma agenda que chegou ao setor sem alterar suas regras econômicas

A agenda ESG passou a ocupar posição estratégica no financiamento da infraestrutura. A incorporação de critérios ambientais, sociais e de governança tornou-se relevante para investidores, financiadores e organismos multilaterais, influenciando decisões de investimento e a gestão de riscos. Segundo Lemme (2010), fatores dessa natureza reduzem riscos institucionais e fortalecem a geração de valor no longo prazo. Estudos recentes (MINEA et al., 2025) indicam que a adoção da agenda tem potencial para fortalecer a inovação, a governança e a resiliência financeira das companhias de saneamento.

No saneamento, contudo, a discussão assume características próprias. A atividade possui, em si mesma, elevada contribuição ambiental e social, o que gera uma ambiguidade conceitual que apareceu com clareza nas entrevistas. Enquanto alguns especialistas consideram que toda expansão da infraestrutura já constitui investimento ESG, outros defendem que somente investimentos adicionais, capazes de gerar benefícios socioambientais superiores às obrigações regulatórias ordinárias, devem receber essa classificação. A distinção não é retórica, pois dela depende saber o que exatamente se está pedindo à regulação que reconheça.

O benchmarking evidenciou crescente maturidade das organizações analisadas quanto à incorporação da agenda, especialmente em governança, transparência, financiamento sustentável e definição de metas corporativas. No estudo de caso da EMBASA observou-se significativa evolução institucional, com iniciativas relacionadas à transição energética, inclusão tarifária, educação socioambiental, diversidade e fortalecimento da governança. Em nenhum dos casos, porém, foram identificados mecanismos regulatórios específicos destinados ao tratamento econômico diferenciado desses investimentos. A agenda avançou na estratégia das empresas e nos relatórios de sustentabilidade, mas não avançou nas regras que definem o que a tarifa é capaz de remunerar.

O problema não é o reconhecimento, é a remuneração

A regulação econômica brasileira continua fundamentada em critérios tradicionais de prudência, eficiência e necessidade dos ativos. Quando um prestador implanta uma rede coletora ou constrói uma estação elevatória, esse bem passa a integrar a base de ativos, que reúne os investimentos vinculados e imprescindíveis à prestação dos serviços. O critério de elegibilidade é a vinculação ao serviço, e não a rentabilidade do empreendimento. Sob esse aspecto não há lacuna, pois as obras realizadas em áreas socialmente vulneráveis são reconhecidas como quaisquer outras.

A dificuldade situa-se na etapa seguinte, aquela em que o reconhecimento se converte em tarifa. A metodologia regulatória apura o capital investido de modo prudente e os custos incorridos em regime de eficiência, remunerando-os a partir de parâmetros de referência construídos com base no desempenho usual do setor. Esses parâmetros funcionam razoavelmente bem para o investimento típico e falham quando aplicados ao investimento atípico.

É o que ocorre nas áreas que restam universalizar. Ali, o investimento por habitante atendido supera largamente a média, seja pela baixa densidade populacional, seja pelas soluções técnicas especiais que a topografia e as condições urbanísticas impõem, como o sistema condominial de esgotamento sanitário e as alternativas simplificadas de coleta em encostas. A receita esperada, por sua vez, situa-se abaixo da média. A tarifa resultante da aplicação dos parâmetros usuais não assegura a remuneração adequada desses ativos e, em diversas situações, não cobre sequer o serviço da dívida contraída para executá-los. A questão antecede, portanto, qualquer discussão sobre margem ou lucro, e se coloca no plano da própria viabilidade do investimento.

O ponto merece ser enunciado com precisão, porque dele depende o que se pede ao regulador. Não se trata de ausência de reconhecimento patrimonial, e sim de ausência de tratamento diferenciado quanto ao impacto que esses investimentos deveriam ter na tarifa para que sua viabilidade fosse assegurada. O que se reivindica não é o reconhecimento de um ativo, mas o reconhecimento de uma condição econômica peculiar que os parâmetros médios não captam.

Há ainda uma segunda ordem de iniciativas, que a discussão sobre base de ativos sequer alcança. São as ações socialmente necessárias que não se materializam em bens físicos, como a educação socioambiental junto a escolas e comunidades, o trabalho de organização comunitária que viabiliza a gestão local dos sistemas condominiais e outras iniciativas análogas. Também são indispensáveis à universalização e igualmente carecem de fonte de sustentação, mas seu tratamento passa pela estrutura de custos operacionais, onde disputam espaço com as demais despesas do prestador.

O pilar social do saneamento compreende, assim, duas situações de naturezas diversas que convergem no mesmo ponto: nenhuma delas encontra, na regulação econômica vigente, tratamento capaz de assegurar sua sustentação financeira. E não parece adequado que o custo de qualquer delas seja integralmente transferido para a tarifa paga pelos usuários, sobretudo quando se considera que a base de consumidores é ela própria majoritariamente de baixa renda. A modicidade tarifária não constitui obstáculo à universalização, mas condição para que o serviço universalizado seja efetivamente acessível.

A Tarifa Social de Água e Esgoto, instituída pela Lei nº 14.898/2024, ilustra bem o problema. O benefício é necessário e representa avanço na garantia do acesso, mas seu financiamento se dá prioritariamente por subsídio cruzado, com rateio do custo entre as demais categorias de consumidores atendidas pelo prestador. A recomposição assegurada ao prestador é, portanto, interna à tarifa: ela redistribui o custo, não o remove. Nas áreas que restam universalizar, onde o investimento por habitante é mais alto e a proporção de domicílios elegíveis também, os dois efeitos se somam, e a capacidade de absorção da estrutura tarifária, que é o recurso escasso de todo esse arranjo, fica ainda mais comprometida.

Dois regimes contratuais, dois modos de lidar com o mesmo descompasso

Convém observar que concessões e contratos de programa não expõem esse descompasso da mesma maneira.

Na concessão, o contrato nasce com a tarifa de equilíbrio. A modelagem econômico-financeira que precede a licitação ajusta metas, prazos e perímetro até que as contas fechem. Quando determinada área ou município não cabe nessa equação, a solução usual não é subsidiá-lo, e sim deixá-lo fora do recorte, ou postergar o atendimento. A própria Lei nº 11.445/2007 admite essa saída ao permitir a dilação do prazo de universalização até 1º de janeiro de 2040 quando os estudos apontarem inviabilidade econômico-financeira, mesmo após o agrupamento de municípios de diferentes portes. O desequilíbrio, nesse caso, não desaparece: transfere-se para a população que permanece fora do contrato.

No contrato de programa a situação é distinta. O prestador responde por uma área que não foi selecionada por critério de rentabilidade e que inclui, necessariamente, as parcelas deficitárias. O descompasso permanece dentro do contrato e é absorvido pelo prestador, com efeito direto sobre sua capacidade de investir.

Em ambos os casos falta o mesmo elemento: um critério objetivo que permita identificar, antes de qualquer decisão, quais investimentos a tarifa é capaz de sustentar e quais não são. Sem esse critério, a escolha entre incluir e excluir, entre subsidiar e adiar, permanece implícita e pouco transparente.

Uma proposta: medir a capacidade de absorção tarifária

Como principal contribuição deste estudo propõe-se o Indicador de Absorção Tarifária do Investimento Social (IATIS), instrumento metodológico destinado a apoiar a avaliação econômico-regulatória de investimentos sociais no setor de saneamento.

O indicador parte da seguinte relação:

$$\text{IATIS} = \text{Tarifa Necessária} \div \text{Tarifa Máxima Admissível}$$

A Tarifa Necessária corresponde à tarifa que seria requerida para, segundo a metodologia regulatória aplicável, remunerar integralmente os investimentos prudentes, eficientes e necessários à prestação dos serviços, incluídos os de expansão em áreas socialmente vulneráveis, e cobrir os custos das iniciativas de natureza social igualmente indispensáveis à universalização, ainda que não vinculadas a ativos físicos, umas e outras com retorno insuficiente à luz dos parâmetros tarifários vigentes.

A Tarifa Máxima Admissível corresponde ao limite compatível com a modicidade tarifária, estabelecido pelo regulador com base em estudos técnicos que considerem, entre outros aspectos, a capacidade de pagamento da população, a estrutura tarifária vigente e as diretrizes da política pública de saneamento. Trata-se de construto que já nasce com respaldo legal, uma vez que a Lei nº 11.445/2007 determina que a estrutura de remuneração considere o custo mínimo necessário para disponibilidade do serviço e a capacidade de pagamento dos consumidores, e atribui à regulação o objetivo de definir tarifas que assegurem tanto o equilíbrio econômico-financeiro dos contratos quanto a modicidade tarifária.

A leitura do resultado é direta. Valor igual ou inferior à unidade indica investimento integralmente absorvível pela tarifa. Valor superior à unidade indica investimento cuja remuneração integral comprometeria a modicidade tarifária e que, portanto, demanda mecanismos complementares de financiamento. A distância em relação à unidade oferece, ela própria, uma medida do aporte necessário para viabilizá-lo.

Duas salvaguardas são indispensáveis à legitimidade do instrumento. A primeira é metodológica: o fluxo de caixa dos projetos deve ser projetado com base em parâmetros de eficiência operacional, de modo que eventuais ineficiências do prestador não sejam incorporadas ao cálculo e transferidas à tarifa ou ao erário sob o rótulo de investimento social. A segunda é normativa: como os investimentos realizados sem ônus para o prestador não geram crédito perante o titular dos serviços, a parcela coberta por aporte não oneroso não pode ser simultaneamente remunerada pela tarifa, sob pena de dupla contagem.

O IATIS não pretende substituir os mecanismos tradicionais de revisão tarifária, mas complementar a análise regulatória. Sua aplicação também não se restringe às concessões: alcança os contratos de programa e, de modo geral, os contratos de prestação dos serviços. Nos contratos de programa, o indicador mede uma lacuna existente e em curso. Nas concessões, sua função é sobretudo prévia, como critério de definição do escopo e de dimensionamento do aporte público eventualmente necessário.

Essa última hipótese exige uma ressalva. A necessidade de aporte público para viabilizar uma modelagem de concessão não deve ser lida como atestado de sua adequação, e sim como indício da fragilidade do arranjo, no qual o agente privado atua apenas em perímetros rentáveis e as áreas deficitárias permanecem a cargo do Estado. Uma coisa é o recurso público destinado a fechar a conta de um recorte que já excluiu previamente o deficitário; outra, bem diferente, é o financiamento público da universalização em prestação que responde pelo território inteiro. O indicador serve à segunda hipótese, e sua utilidade maior, quando aplicado à primeira, é justamente tornar visível uma exclusão territorial hoje resolvida em silêncio na etapa de modelagem.

Do indicador à política pública de financiamento

O alcance maior da proposta não está, contudo, no aperfeiçoamento da revisão tarifária, e sim na política de financiamento do setor.

A diretriz de alocação já existe. A Lei nº 11.445/2007 determina que, na aplicação de recursos não onerosos da União, sejam priorizados os investimentos cuja sustentabilidade econômico-financeira não seja possível apenas com recursos oriundos de tarifas ou taxas, bem como o atendimento dos municípios com maiores déficits cuja população não tenha capacidade de pagamento compatível com a viabilidade dos serviços. A mesma lei faculta aos entes federativos instituir fundos destinados a custear a universalização, utilizáveis inclusive como fonte ou garantia em operações de crédito. O que não existe é o critério objetivo para identificar essas situações e dimensionar o aporte correspondente, e é essa lacuna que o indicador se propõe a preencher.

Reconhecer que a parcela do custo da universalização não coberta pela tarifa cabe ao poder público é, no fundo, reconhecer que água e esgotamento sanitário constituem direitos, e que estendê-los a quem ainda não os tem é responsabilidade pública, e não oportunidade de negócio. O que falta é instrumento de política pública dimensionado por critério técnico.

Trata-se de proposta de caráter exploratório, que demanda desenvolvimento metodológico, testes de aplicação e adaptação aos diferentes modelos regulatórios vigentes no país. O problema que a motiva, porém, já está posto. As metas de 2033 supõem investimentos concentrados exatamente nas áreas em que a lógica tarifária corrente se mostra insuficiente. Enquanto a regulação econômica não incorporar essa peculiaridade, a universalização seguirá inscrita na lei sem estar amparada nas condições econômicas que a tornariam exequível.

Nota sobre os autores

Os autores são empregados da Empresa Baiana de Águas e Saneamento S.A. (EMBASA) e especialistas em Parcerias Público-Privadas e Concessões em Infraestrutura, com ênfase em Saneamento, pela Fundação Escola de Sociologia e Política de São Paulo (FESPSP). O presente artigo foi desenvolvido a partir do Trabalho de Conclusão de Curso da especialização, avaliado com nota máxima, em coautoria com **César Silva Ramos** – *Membro do Observatório Nacional dos Direitos à Água e ao Saneamento – ONDAS, Membro do Conselho Diretor da ABES Nacional* e reflete exclusivamente a análise e as conclusões dos autores, não representando, necessariamente, o posicionamento institucional da EMBASA.

Referências

BRASIL. Lei nº 11.445, de 5 de janeiro de 2007. Estabelece as diretrizes nacionais para o saneamento básico. Brasília, DF: Presidência da República, 2007.

BRASIL. Lei nº 14.026, de 15 de julho de 2020. Atualiza o marco legal do saneamento básico. Brasília, DF: Presidência da República, 2020.

EMPRESA BAIANA DE ÁGUAS E SANEAMENTO S.A. (EMBASA). Relatório de Sustentabilidade 2024. Salvador: EMBASA, 2025.

LEMME, Celso Funcia. Gestão da sustentabilidade empresarial: integração entre estratégia e finanças. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

MINEA, A. et al. The role of ESG in driving sustainable innovation in the water sector. 2025.