O DESAFIO DA TRANSIÇÃO NO SANEAMENTO: ENGENHARIA FINANCEIRA, CLÁUSULAS DE ACELERAÇÃO E A SEGURANÇA DOS INSTRUMENTOS DE REPASSE FINANCEIRO

Joel de Jesus Macedo
Doutor em Desenvolvimento Econômico e Mestre em Engenharia de Produção e Sistemas, com formação em ciências econômicas, contábeis e engenharia civil. Atua como economista na Companhia de Saneamento do Paraná (Sanepar), Professor universitário e pesquisador com ênfase em métodos quantitativos, análise de investimentos e regulação de infraestrutura.
Antônio Costa Lima Junior
Especialista em Direito Público e Especialista em PPPs e Concessões Assessor. Advogado e Jurídico da Associação Brasileira das Empresas Estaduais de Saneamento (AESBE).
Fernando Massardo é Doutorando em Meio Ambiente e Desenvolvimento e Mestre em Meio Ambiente Urbano e Industrial. Advogado na Companhia de Saneamento do Paraná com atuação em Direito Criminal e Direito Administrativo (Sanepar).

Endereço: Rua Engenheiros Rebouças, 1376 - Rebouças - Curitiba - Paraná - CEP: 80215-900 - Brasil - Tel: +55 (41) 3330-3034 - e-mail: joeljm@sanepar.com.br.

RESUMO

O presente artigo examina os riscos jurídico-financeiros decorrentes da transição operacional imposta pelo Novo Marco Legal do Saneamento Básico (Lei nº 14.026/2020) às Companhias Estaduais de Saneamento Básico (CESBs). Diante da exigência de universalização dos serviços de água e esgoto até 2033, o setor experimenta uma abertura acelerada à iniciativa privada por meio de concessões e parcerias público-privadas (PPPs), processo que colide com décadas de endividamento estruturado acumulado pelas companhias estaduais. Por meio de uma análise contratual e regulatória aprofundada, investiga-se como as cláusulas de vencimento antecipado (*acceleration*), em especial as disposições de *Change of Control, Disposal of Assets* e *Cross-Default* presentes em escrituras de debêntures e notas comerciais, podem ser inadvertidamente acionadas em processos de concessão ou PPPs, com potencial de desencadear crises de liquidez de natureza sistêmica. O estudo examina ainda as fragilidades dos instrumentos de repasse federal, em particular os contratos vinculados ao FGTS e ao OGU, operacionalizados pela Caixa Econômica Federal, frente à mudança de titularidade operacional. Propõe-se uma matriz de riscos para os principais agentes envolvidos no processo de transição e argumenta-se que a mitigação desses riscos exige uma engenharia financeira estruturada, baseada em protocolos de anuência prévia (*consent solicitation*), estruturação via Sociedade de Propósito Específico (SPE), contas vinculadas (*escrow*) e regulamentação federal específica, garantindo a solvência dos operadores e a continuidade dos instrumentos de repasse federais ao longo do período de transição.

PALAVRAS-CHAVE: Saneamento Básico; Vencimento Antecipado; Desestatização.

1. INTRODUÇÃO

O chamado Novo Marco Legal do Saneamento Básico, instituído pela Lei nº 14.026, de 15 de julho de 2020, representou uma ruptura paradigmática na estrutura de prestação dos serviços de abastecimento de água e esgotamento sanitário no Brasil. Ao impor metas rigorosas e arrojadas de universalização, consistentes na prestação de serviços de água potável e coleta de esgoto a, respectivamente, 99% e 90% da população brasileira até o ano de 2033, o legislador sinalizou, de forma inequívoca, que o modelo tradicional de prestação direta pelos estados, por meio de suas Companhias Estaduais de Saneamento Básico (CESBs), não seria mais suficiente para atender à escala dos investimentos requeridos, estimados pela própria legislação em patamares que superam R$ 700 bilhões ao longo da próxima década (BRASIL, 2023).

Esse cenário de transição forçada, contudo, não se dá em um ambiente de neutralidade financeira. As CESBs carregam em seus balanços décadas de endividamento estruturado, materializado em contratos de financiamento com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), escrituras de emissão de debêntures publicamente distribuídas, notas comerciais (*commercial papers)* e convênios de repasse de recursos federais oriundos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e do Orçamento Geral da União (OGU), geridos pela Caixa Econômica Federal e pelo Ministério das Cidades. Esses instrumentos, concebidos juridicamente para um universo em que a CESB permanecia na posição de operador do sistema, contêm uma série de cláusulas de proteção aos credores que podem ser inadvertidamente acionadas quando a dinâmica da concessão altera a estrutura de controle e propriedade dos ativos.

A hipótese central deste artigo é a de que a ausência de um protocolo federal padronizado para a gestão das cláusulas de aceleração contratual (*acceleration clauses*) constitui a principal ameaça à solvência das CESBs durante o período de transição. Sem mecanismos formais de anuência prévia (*consent solicitation ou waiver*) junto aos agentes fiduciários e credores institucionais, qualquer alteração na estrutura de controle societário da companhia ou na titularidade dos ativos concedidos pode ser interpretada contratualmente como evento de inadimplemento, desencadeando o vencimento antecipado de toda a dívida corporativa da entidade. O impacto de tal cenário seria devastador: não apenas para a CESB em questão, mas para o ecossistema financeiro do setor de infraestrutura no Brasil, dada a concentração de exposição dos principais agentes financeiros públicos nessas carteiras.

Do ponto de vista metodológico, a presente pesquisa caracteriza-se como um estudo descritivo e exploratório, de natureza qualitativa, fundamentado na análise documental e normativa. O corpus analítico abrange o arcabouço legal vigente, com destaque para as inovações trazidas pela Lei nº 14.026/2020 e as condicionalidades da Lei nº 11.445/2007, combinado ao escrutínio da arquitetura padrão de escrituras de debêntures, notas comerciais e contratos de financiamento operados por instituições financeiras federais. Adotando uma lente analítica fundamentada no desenvolvimento econômico e na engenharia financeira, o estudo utiliza o método dedutivo para mapear as externalidades da transição operacional, culminando na construção de uma matriz de riscos que embasa a proposição de instrumentos mitigatórios estruturados.

Para desenvolver esse argumento, o presente artigo organiza-se da seguinte forma: a primeira seção descreve o objeto e a metodologia; a segunda seção analisa o arcabouço legal dos repasses federais, com ênfase nos condicionantes do artigo 50 da Lei nº 11.445/2007; a terceira seção detalha a anatomia das cláusulas de aceleração mais relevantes para o contexto das CESBs; a quarta seção apresenta uma matriz de riscos expandida para os principais agentes envolvidos no processo de transição, acompanhada de análise textual aprofundada; a quinta seção propõe soluções de engenharia financeira para a mitigação dos riscos identificados; por fim, a sexta seção apresenta as conclusões e recomendações

2. O ARTIGO 50 E A CONDICIONALIDADE DO ACESSO A RECURSOS FEDERAIS

A Lei nº 11.445/2007, conhecida como o Marco Legal original do Saneamento Básico, estabeleceu, em seu artigo 50, uma condicionalidade objetiva para o acesso de entidades públicas ou privadas a financiamentos federais e recursos de bancos públicos destinados ao setor. Contudo, por força de alterações promovidas pela Lei nº 14.026/2020, o referido dispositivo subordina o repasse de recursos à observância de metas de universalização previamente pactuadas com o poder concedente e à regularidade da situação do titular perante os órgãos gestores dos fundos. Essa arquitetura normativa, embora racionalmente justificada pela necessidade de garantir a aplicação eficiente dos recursos públicos, cria uma zona de risco jurídico potencialmente paralisante quando aplicada ao contexto dinâmico de uma transição para o regime de concessão.

O primeiro e mais imediato risco deriva da questão da titularidade dos instrumentos de repasse. Os contratos firmados entre as CESBs e a Caixa Econômica Federal, seja na condição de agente operador do FGTS, seja como mandatária do Governo Federal para repasses do OGU, foram estruturados tendo como contraparte uma entidade jurídica determinada, detentora de autorização explícita do titular do serviço (município ou Estado, nos casos de gestão compartilhada) para operar o sistema de saneamento. Quando o processo de concessão transfere a operação dos serviços a uma nova concessionária juridicamente desvinculada do Poder Concedente, sem que haja uma formalização explícita da sub-rogação ou da interveniência desse novo operador perante os agentes gestores dos fundos, inaugura-se um vácuo contratual que pode, na prática, paralisar o desembolso de recursos já comprometidos para obras em andamento.

Essa situação, que pode parecer meramente burocrática, possui consequências concretas e graves. Obras de ampliação da capacidade de tratamento de esgoto, de extensão das redes de distribuição ou de modernização de estações elevatórias, parcialmente financiadas por recursos federais cuja liberação depende do cumprimento de cronogramas físico-financeiros contratuais, podem ter seus desembolsos suspensos pela simples dúvida administrativa sobre quem é o efetivo beneficiário da verba. Tal paralisação, além de comprometer as metas de universalização estabelecidas pelo próprio Marco Legal, pode gerar obrigações de ressarcimento ao erário caso os recursos já transferidos não sejam aplicados nos prazos e condições originalmente pactuados.

Um segundo risco, de natureza mais estrutural, reside na hipótese de separação vertical dos serviços, isto é, na adoção de um modelo de concessão que segrega a produção (captação e tratamento de água bruta, construção e operação de estações de tratamento de esgoto) da distribuição (redes de abastecimento e coleta). Nesse arranjo, que tem sido explorado em alguns estados como alternativa para atrair investimento privado sem a necessidade de uma concessão plena (FURTADO; KRAUSE; NETO, 2022), pode surgir a dúvida sobre qual das entidades, a CESB remanescente na produção ou a nova concessionária na distribuição, deve figurar como tomadora dos contratos de repasse preexistentes. A ausência de previsão normativa expressa para essa hipótese no corpo da Lei nº 14.026/2020 é uma lacuna que demanda regulamentação específica.

3. A ANATOMIA DOS RISCOS CONTRATUAIS E AS CLÁUSULAS DE ACELERAÇÃO

Paralelamente ao risco sobre os instrumentos de repasse federal, a transição para o regime de concessão expõe as CESBs a um conjunto de riscos contratuais de mercado que decorrem da estrutura jurídica de seus instrumentos de dívida corporativa. Para compreender a extensão desse problema, é necessário examinar a arquitetura típica dos contratos de financiamento e dos instrumentos de mercado de capitais utilizados pelas companhias estaduais, bem como as cláusulas de proteção aos credores que os integram.

As CESBs de maior porte financiam seus planos de investimento por meio de uma combinação de fontes: crédito direto do BNDES, muitas vezes com participação de agentes financeiros repassadores, emissões públicas ou privadas de debêntures nos termos da Lei nº 6.404/1976 e da Instrução CVM nº 476/2009 (atual Resolução CVM nº 160/2022), além de notas comerciais destinadas ao capital de giro. Cada um desses instrumentos é regido por um contrato ou escritura que especifica, em cláusulas denominadas genericamente de *covenants*, os comportamentos que o devedor se compromete a adotar ou evitar durante a vigência da obrigação, sob pena de vencimento antecipado de todo o saldo devedor. (LEAL, 2023)

A primeira e mais diretamente relevante para o contexto das transições de concessão é a cláusula de *Change of Control*, ou Mudança de Controle. Presente na quase totalidade das escrituras de debêntures de emissões de CESBs cotadas ou com ampla distribuição, essa cláusula tipicamente estabelece que qualquer alteração no controle acionário da companhia emissora, seja pela redução da participação do estado (pessoa jurídica de direito público interno) na composição acionária, seja pela entrada de um parceiro privado majoritário, sem a anuência prévia dos debenturistas, obtida em assembleia convocada para esse fim, constitui evento de inadimplemento que autoriza a antecipação imediata do vencimento dos títulos. O risco é imediato: processos de privatização parcial, desmembramento de subsidiárias ou constituição de SPEs com participação privada majoritária podem ser interpretados pelos agentes fiduciários como eventos de mudança de controle.

A segunda cláusula crítica é a de *Disposal of Assets*, ou Alienação de Ativos. Em sua versão mais restritiva, essa disposição contratual proíbe o devedor de transferir, onerar, vender ou de qualquer forma alienar ativos considerados essenciais à operação do negócio, geralmente definidos como os ativos que respondem por determinada parcela da receita bruta ou do EBITDA da companhia, sem prévia aprovação dos credores. No contexto do saneamento, a outorga de uma concessão plena, que transfere à concessionária o direito de operar a infraestrutura existente, pode ser enquadrada como uma alienação de ativos essenciais, mesmo que juridicamente a propriedade dos bens permaneça com o poder público (GROTTI, 2022). A ambiguidade entre a titularidade formal dos ativos e o controle econômico sobre eles é uma fonte permanente de litígios potenciais.

A terceira cláusula, talvez a mais perigosa do ponto de vista sistêmico, é o *Cross-Default*. Esse mecanismo de proteção contratual estabelece que o inadimplemento ou o evento de vencimento antecipado em qualquer contrato de dívida da companhia, independentemente de sua natureza ou valor, constitui, automaticamente, evento de inadimplemento em todos os demais contratos que contenham tal cláusula. O resultado é uma reação

em cadeia: se a outorga da concessão aciona a cláusula de mudança de controle em uma escritura de debêntures, o *waiver* não obtido tempestivamente desencadeia o vencimento antecipado dessa emissão, que por sua vez ativa o *cross-default* em todos os contratos de financiamento do BNDES e nas demais debêntures emitidas pelas companhias. Em uma CESB de médio porte, com carteira de dívidas de R$ 2 a R$ 5 bilhões, esse cenário pode ser equivalente a uma declaração de insolvência.

Há ainda que se mencionar as cláusulas de *Negative Pledge*, pelos quais o devedor se compromete a não onerar seus ativos em favor de terceiros sem antes garantir ao credor original garantia equivalente, e as cláusulas de Pari Passu, que asseguram que o crédito do debenturista ou financiador não será subordinado a qualquer outra obrigação futura da companhia. Em processos de estruturação de PPPs, nos quais as garantias oferecidas à nova concessionária ou aos seus financiadores podem recair sobre os mesmos ativos que lastreiam a dívida corporativa da CESB, a colisão entre esses regimes de garantia é uma ameaça concreta à viabilidade da transação.

4. MATRIZ DE RISCOS PARA OS AGENTES ENVOLVIDOS

A complexidade da transição no setor de saneamento não se limita aos riscos da companhia estadual, isoladamente considerada. Trata-se, na realidade, de um ecossistema de riscos interdependentes que afeta, com intensidades distintas, todos os agentes do processo: o operador público legado, a nova concessionária, os credores financeiros, o poder concedente, os usuários finais e os organismos reguladores. A sistematização desses riscos em uma matriz analítica é indispensável para orientar a priorização das medidas de mitigação e para subsidiar o trabalho dos gestores responsáveis pela condução do processo de transição.

Considerando os vetores de risco identificados nas seções precedentes, a fragilidade dos instrumentos de repasse federal frente à mudança de titularidade operacional, e a anatomia das cláusulas de aceleração nos contratos de dívida corporativa, é possível construir uma matriz que, para cada agente, descreve o risco principal a que está exposto e o impacto esperado caso esse risco se materialize sem a adoção de medidas preventivas. A tabela a seguir apresenta essa matriz de forma sintética, cujo detalhamento analítico se segue nas próximas páginas.

Agente	Risco Principal	Impacto Esperado
Companhia Estadual de Saneamento (CESB)	Vencimento antecipado (*Acceleration*) decorrente de cláusulas de mudança de controle e cross-default	Crise de liquidez imediata, risco de insolvência financeira, necessidade de refinanciamento emergencial e potencial rebaixamento da classificação de risco de crédito
Nova Concessionária Privada	Insuficiência de garantias reais e fidejussórias, ausência de histórico de crédito setorial	Dificuldade severa na captação de recursos para *CAPEX*, elevação dos spreads, inviabilização econômico-financeira do contrato de concessão
Agentes Financeiros (BNDES, CEF, Debenturistas)	Esvaziamento do lastro contratual e perda de controle sobre os recebíveis e o fluxo de caixa do projeto	Deterioração da qualidade dos ativos na carteira de crédito, necessidade de provisionamento adicional e risco sistêmico de contágio no mercado de capitais
Poder Concedente (Estado e Municípios)	Descontinuidade operacional dos serviços essenciais de abastecimento e esgotamento Questionamento da validade da transferência dos contratos de concessão/programa sem anuência prévia do poder concedente	Interferência no arranjo tributário setorial, responsabilidade subsidiária por falhas na prestação dos serviços e risco reputacional perante a população e organismos reguladores; Necessidade de anuência prévia do Município por meio de lei municipal

Agente	Risco Principal	Impacto Esperado
		para atendimento do artigo 175 da Constituição Federal
Usuários e Sociedade	Interrupção ou degradação do fornecimento de água tratada e coleta de esgoto	Impactos sanitários e epidemiológicos, aumento da mortalidade infantil, retrocesso nos índices de desenvolvimento humano, degradação ambiental e perda de produtividade econômica regional
Agência Reguladora (ARSESP, AGERSA etc.)	Ausência de instrumentos contratuais de intervenção rápida e reequilíbrio contratual emergencial	Incapacidade de garantir a modicidade tarifária, o cumprimento das metas de universalização e a continuidade do serviço, comprometendo a legitimidade regulatória e a segurança jurídica dos contratos

Quadro 1 - Matriz de Riscos da Transição para o Regime de Concessão no Saneamento Básico
Fonte: Elaboração própria, a partir dos contratos de referência das CESBs e na legislação aplicável (2025).

A análise do Quadro 1 revela um padrão de interdependência que é, em si mesmo, um dos principais fatores de risco do processo. O risco de vencimento antecipado que recai sobre a CESB não é um fenômeno isolado: ele se propaga, por meio dos mecanismos de *cross-default* e de contágio financeiro, para os agentes financeiros expostos à carteira da companhia. Da mesma forma, a insuficiência de garantias que impede a nova concessionária de captar recursos para o *CAPEX* necessário à universalização retroalimenta o risco do poder concedente, que pode ver-se responsabilizado pela falha na prestação do serviço.

Do ponto de vista dos agentes financeiros, o risco de esvaziamento do lastro contratual é particularmente sensível. Os contratos de financiamento do BNDES, em geral, preveem como garantias a cessão fiduciária dos recebíveis tarifários, a vinculação de contas correntes específicas e, em alguns casos, a outorga de garantia real sobre ativos de infraestrutura. Quando a concessão transfere o direito de exploração desses ativos à concessionária, sem que haja um instrumento formal de sub-rogação ou aditamento contratual, a eficácia dessas garantias pode ser judicialmente questionada, gerando perdas de provisionamento que impactam os índices de Basileia dos bancos envolvidos. (PINHEIRO; SADDI, 2005)

Para o poder concedente, o risco tem uma dimensão política e constitucional que transcende a esfera financeira. O artigo 175 da Constituição Federal de 1988 incumbe ao poder público, diretamente ou sob regime de concessão ou permissão, a prestação de serviços públicos, sendo que no caso de operador privado, deve haver obrigatoriamente procedimento licitatório prévio. Isso significa que, independentemente dos percalços contratuais entre a CESB e seus credores, o município continuará sendo o responsável imediato e o respectivo Estado o responsável mediato pela garantia da continuidade do serviço perante a população. A materialização do risco financeiro na CESB cria, portanto, uma responsabilidade subsidiária tácita para o ente federativo, que pode ser chamado a aportar recursos emergenciais para evitar a interrupção do abastecimento e o descumprimento da legislação ambiental.

O risco que recai sobre os usuários finais e a sociedade em geral é, talvez, o mais difícil de quantificar, mas o mais concreto em termos de bem-estar. A interrupção ou degradação do fornecimento de água tratada e da coleta de esgoto tem efeitos imediatos e documentados sobre indicadores de saúde pública, com impacto direto nas taxas de internação hospitalar por doenças de veiculação hídrica, na mortalidade infantil e na produtividade do trabalho. Estudos da Organização Mundial da Saúde (OMS,2019) estimam que para cada R$ 1,00 investido em saneamento básico, o país economiza entre R$ 4,00 e R$ 6,00 em custos de saúde. A falha no processo de transição, portanto, não representa apenas um problema fiscal ou financeiro: representa um retrocesso mensurável em termos de desenvolvimento humano.

Finalmente, as agências reguladoras enfrentam o risco de falta de instrumentos para intervir com rapidez e eficiência em situações de crise. O marco regulatório do saneamento atribuiu à Agência Nacional de Águas e Saneamento Básico (ANA) a competência para editar normas de referência de caráter nacional (SALGADO; BORGES, 2009), mas a regulação tarifária, a fiscalização técnica e operacional e os mecanismos de intervenção e caducidade permanecem sob competência das entidades reguladoras infranacionais. A ausência de protocolos de intervenção especificamente desenhados para situações de crise financeira derivada de aceleração contratual é uma lacuna que limita a capacidade regulatória de resposta tempestiva.

5. ENGENHARIA DE MITIGAÇÃO: SOLUÇÕES PROPOSTAS

O diagnóstico apresentado nas seções anteriores evidencia que os riscos da transição não são inevitáveis, mas decorrem, em grande medida, de lacunas de governança e de ausência de instrumentos jurídico-financeiros adequados. Nesta seção, propõem-se quatro conjuntos de soluções estruturais, voltadas à mitigação dos riscos identificados, com o objetivo de tornar o processo de transição financeiramente viável e juridicamente seguro para todos os agentes envolvidos.

O primeiro e mais urgente conjunto de medidas diz respeito à implementação de Protocolos de Anuência Prévia (*Consent Solicitation*) junto aos agentes fiduciários e credores das CESBs. Trata-se de um processo formal, previsto na legislação societária e regulamentado nos instrumentos contratuais das debêntures, por meio do qual a companhia emissora convoca seus credores, individualmente ou em assembleia, para obter aprovação antecipada para a realização de atos que, de outro modo, configurariam eventos de inadimplemento.

No contexto da transição de concessão, o processo de *consent solicitation* deveria ser iniciado concomitantemente à fase de estudos de viabilidade, e não após a assinatura do contrato de concessão, quando o tempo para obtenção das anuências necessárias já é criticamente escasso. Paralelamente, os contratos de financiamento do BNDES, que em geral não preveem assembleia de credores, demandam a negociação de aditivos específicos que contemplem a hipótese de concessão como evento autorizado, e não como evento de vencimento antecipado.

Adicionalmente, merece exame a viabilidade de utilização dos institutos civis da novação subjetiva passiva, inclusive por expromissão, nos termos do art. 362 do Código Civil, por meio dos quais a nova concessionária ou a SPE estruturada para o projeto poderia assumir as obrigações de financiamento da CESB perante o BNDES, mediante anuência da instituição credora, extinguindo-se o vínculo original e constituindo-se nova relação obrigacional lastreada nos ativos e recebíveis da concessão.

O segundo conjunto de soluções envolve a Estruturação via Sociedade de Propósito Específico (SPE) e *Project Finance*. A constituição de uma SPE para absorver os novos investimentos do contrato de concessão cumpre uma função essencial de blindagem patrimonial: ao isolar juridicamente as obrigações da concessão no balanço de uma entidade separada, impede-se que eventuais dificuldades financeiras da concessionária contaminem o balanço da CESB legada, e vice-versa (JUSTEN FILHO, 2021). O *project finance* estruturado sobre os recebíveis da SPE permite, adicionalmente, que a nova concessionária acesse crédito com base no fluxo de caixa esperado do projeto, e não no histórico de crédito da CESB, que pode estar comprometido pelo processo de transição, reduzindo o custo de capital e ampliando o leque de potenciais financiadores, inclusive agências multilaterais como o BID e o Banco Mundial.

O terceiro mecanismo de mitigação consiste na utilização de Contas Escrow (Contas Vinculadas) com segregação de receitas. Em modelos de concessão que envolvam separação entre os serviços de produção (operados pela CESB) e distribuição (operados pela nova concessionária), é indispensável garantir que o fluxo tarifário arrecadado pela distribuidora seja suficiente para cobrir as obrigações contratuais junto à produtora. A conta *escrow*, administrada por um banco custodiante neutro, funciona como um mecanismo de segregação automática: antes de qualquer outra destinação, uma parcela predeterminada da receita tarifária é depositada na conta vinculada, garantindo o pagamento das obrigações prioritárias, inclusive o serviço da dívida dos contratos de financiamento cujas garantias recaem sobre esses recebíveis. Essa estrutura protege simultaneamente os credores financeiros, que têm seu lastro preservado, e o operador da produção (que tem seu fluxo de caixa assegurado).

O quarto conjunto de medidas tem natureza regulatória e legislativa. Propõe-se a criação, por meio de Resolução da ANA ou de Decreto Federal, de um protocolo nacional padronizado para a gestão da transição de instrumentos de repasse federal durante processos de concessão de serviços de saneamento. Esse protocolo estabeleceria, entre outros elementos: os prazos mínimos para a notificação da Caixa Econômica Federal e do Ministério das Cidades sobre o processo de concessão em curso; os documentos necessários para formalizar a sub-rogação ou a interveniência da nova concessionária nos contratos de repasse; os critérios para a continuidade dos desembolsos durante o período de transição, de modo a evitar a paralisação de obras em andamento; e as responsabilidades de cada agente no caso de descumprimento do protocolo. A criação desse instrumento normativo, cuja competência pode ser exercida pela ANA em articulação com o Ministério das Cidades, preencheria a principal lacuna regulatória identificada no presente estudo.

6. CONCLUSÃO

O presente artigo demonstrou que o processo de transição operacional imposto pelo Novo Marco Legal do Saneamento às Companhias Estaduais de Saneamento Básico é, financeiramente, um dos movimentos mais complexos e arriscados da história recente do setor de infraestrutura brasileiro. A coexistência, no balanço das CESBs, de décadas de endividamento estruturado, com cláusulas contratuais desenhadas para um universo de prestação direta, e de uma agenda regulatória que exige a abertura acelerada do setor à iniciativa privada cria uma tensão que, se não for tecnicamente gerenciada, pode resultar em cascatas de vencimento antecipado de dívidas com potencial sistêmico.

A hipótese central do estudo foi confirmada: a ausência de protocolos padronizados de *consent solicitation* e de sub-rogação dos instrumentos de repasse federal é a principal lacuna de governança do processo de transição, e seu enfrentamento exige ação coordenada e urgente por parte das CESBs, do Governo Federal, dos agentes fiduciários, do BNDES e das agências reguladoras. A mera celebração de contratos de concessão bem estruturados, sem o endereçamento dessas questões de engenharia financeira pré-contratuais, é condição necessária, mas insuficiente para o sucesso da universalização.

As soluções propostas, protocolos de anuência prévia, estruturação via SPE, mecanismos de *escrow* e regulamentação federal específica, não são medidas inéditas ou experimentais. São instrumentos consagrados na prática da engenharia financeira de projetos de infraestrutura, cujas adaptações ao contexto do saneamento brasileiro representam um avanço possível e necessário.

Conclui-se que o sucesso da universalização do saneamento no Brasil depende, em igual medida, da qualidade dos contratos de concessão que serão celebrados e da qualidade da engenharia jurídico-financeira que será aplicada para proteger o passivo preexistente das companhias públicas durante a transição. Negligenciar essa segunda dimensão seria transformar uma promessa de universalização em uma ameaça de insolvência, e converter o maior avanço regulatório do saneamento em uma década em um gerador de instabilidade financeira para o setor.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1 BANCO MUNDIAL. *Water and Sanitation in Brazil*: A *Review of the Regulatory Framework and Investment Challenges. Washington* D.C.: World Bank Group, 2021.

2 BRASIL. [Constituição (1988)]. Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Presidência da República, 1988.

3 BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Brasília, DF: Presidência da República, 2002.

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

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

6 BRASIL. Ministério das Cidades. Plano Nacional de Saneamento Básico (PLANSAB): Revisão 2022-2023. Brasília: MCIDADES, 2023.

7 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022. Brasília: CVM, 2022.

8 ORGANIZAÇÃO MUNDIAL DA SAÚDE (OMS). Saúde ambiental e econômica. Genebra: OMS, 2019.

9 FURTADO, B. L.; KRAUSE, C.; NETO, V. C. L. Concessões e Parcerias Público-Privadas no Saneamento Básico Brasileiro. Brasília: IPEA, 2022.

10 GROTTI, D. A. M. As Concessões de Serviço Público e o Novo Marco Legal do Saneamento. Revista de Direito Administrativo & Constitucional, v. 22, n. 87, 2022.

11 JUSTEN FILHO, M. Concessões de Serviços Públicos. 2. ed. São Paulo: Dialética, 2021.

12 LEAL, L. L. Cláusulas de Proteção em Debêntures: Change of Control e Cross-Default no Direito Brasileiro. São Paulo: Almedina, 2023.

13 PINHEIRO, A. C; SADDI, J. Direito, Economia e Mercados. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

14 SALGADO, L. H.; BORGES, E. B. P. (org.). Marcos Regulatórios no Brasil: Revisitando Experiências Passadas. Rio de Janeiro: IPEA, 2009.