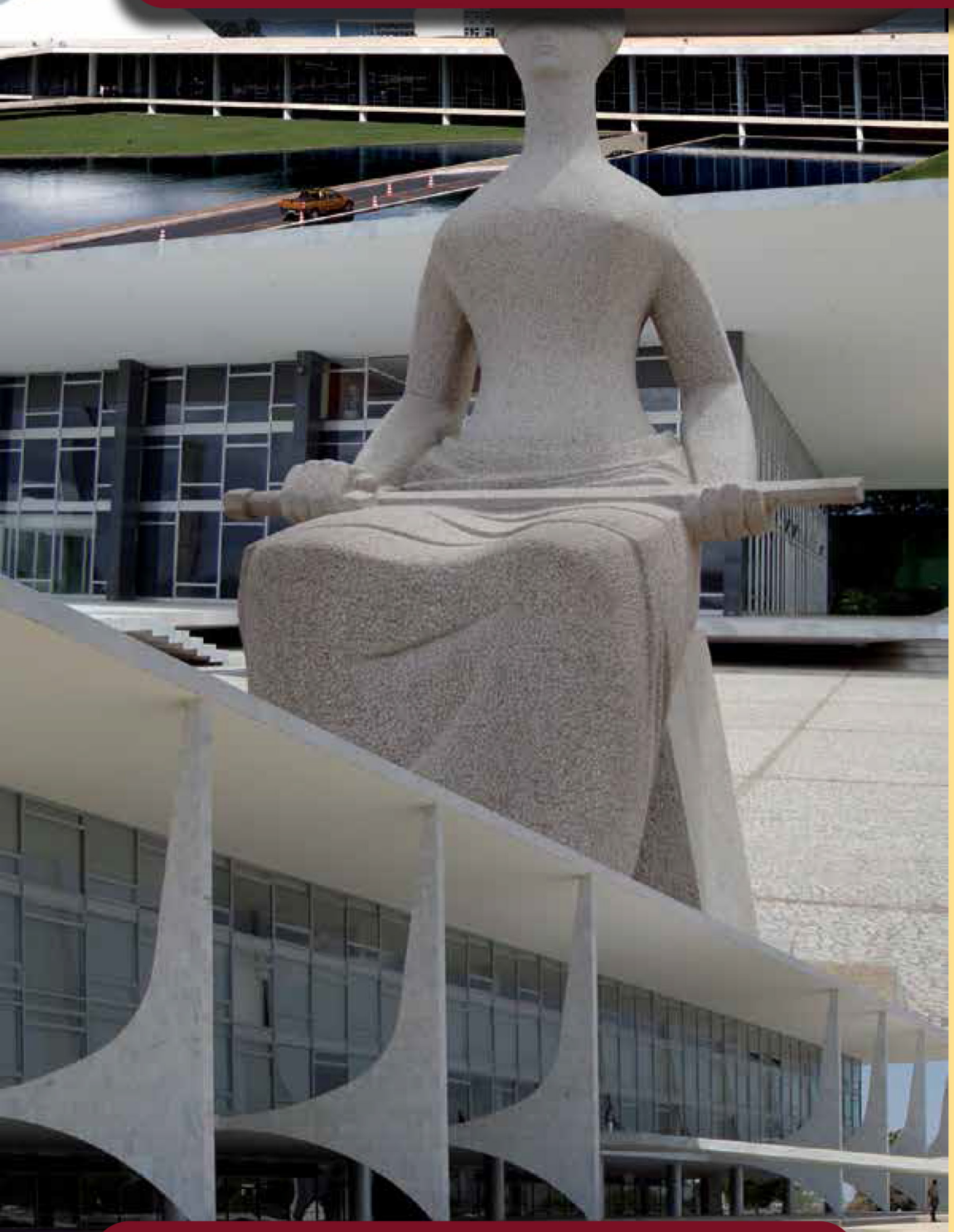


CEUB
EDUCAÇÃO SUPERIOR
ISSN 2236-1677

REVISTA BRASILEIRA DE POLÍTICAS PÚBLICAS
BRAZILIAN JOURNAL OF PUBLIC POLICY



Incerteza e partilha de riscos nas concessões de serviços públicos

Uncertainty and risk sharing in public service concessions

Alberto de Oliveira

VOLUME 16 • Nº 1 • ABR • 2026

Sumário

SEÇÃO I - INSTITUIÇÕES, GOVERNANÇA, DEMOCRACIA E TRANSPARÊNCIA 17

Transparência e opacidade de organizações internacionais: pesquisa bibliométrica sobre o Sistema Interamericano de Direitos Humanos 19
Ademar Pozzatti e Ana Carolina Campara Verdum

Por uma modernização da política de acesso à informação no Brasil: uma avaliação da Lei de Acesso à Informação à luz da Lei Modelo Interamericana 2.0 sobre o acesso à informação pública 45
Pedro Alves Barbosa Neto

Incerteza e partilha de riscos nas concessões de serviços públicos 68
Alberto de Oliveira

Mudanças institucionais no marco regulatório do uso da biodiversidade no Brasil: uma análise a partir da perspectiva do Advocacy Coalition Framework 86
Victor Manuel Barbosa Vicente e Suely Mara Vaz Guimarães de Araújo

Os laços do poder: Transformações nas Estratégias da Elite Empresarial na Captura do Estado Brasileiro 104
Caio César Coelho Rodrigues, Felipe Fróes Couto e Maria Teresa Leão Wanderley

Entre norma e prática: limites da transparência e participação social na ANATEL 135
Ana Luisa Ferreira Vital, Daniel Lucas e Carlos Alberto Pereira das Neves Bolonha

Resilient Democracy in Crisis: Evidence from Participatory Budgeting during Martial Law in Ukraine 149
Oleh Brovko e Ramon Blanco de Freitas

SEÇÃO II - POLÍTICAS PÚBLICAS, DESENVOLVIMENTO SOCIAL E DIREITOS FUNDAMENTAIS 163

Políticas públicas e o cumprimento do acordo de paris pelo Brasil: O papel das instituições públicas na redução das emissões de CO2 com sistemas fotovoltaicos 165
Álvaro Guilherme Rocha, André Barra Neto, Bruno Garcia de Oliveira, Solon Bevilacqua e Ana Paula Pinheiro Zago

A dupla face das comunidades diante da crise climática: Valores e implicações para as políticas públicas 187
João Pedro Schmidt

Acolhimento familiar: desafios para garantia do direito à convivência familiar e comunitária 204
Giovanna Stallivieri Fernandes e Jucimeri Isolda Silveira

Enfrentamento à violência contra a mulher no estado do Tocantins: Uma avaliação da política pública 217
Danila Resende Duarte Marvão, Cibele Aparecida Martins de Toledo, Dini Ribeiro Bezerra, Jorge Antônio da Silva Couto, Michelle Araújo Luz Cilli e Waldecy Rodrigues

A Letalidade Violenta Feminina no contexto de políticas públicas no Estado do Rio de Janeiro 236
Vinícius Ferreira Baptista

SEÇÃO III - JUSTIÇA, CONSTITUIÇÃO E TRANSFORMAÇÕES TECNOLÓGICAS 263

Diálogos institucionais no contexto da judicialização da saúde: desvelando desafios de uma experiência da Defensoria Pública do Estado do Rio de Janeiro 265
Isabela Barboza da Silva e Tavares Amaral Correio

Saúde e direito na pandemia de COVID-19: A judicialização da política pública no Rio Grande do Norte 282
Raquel Maria da Costa Silveira, Flávio Luiz Carneiro Cavalcanti e Edson Lucas Pereira dos Santos

Modelos de comportamento judicial: a difícil adequação do clássico modelo tripartido à realidade brasileira 303
Sergio Nojiri e Taísa Magro Ostini

Derecho Penal y eximentes de responsabilidad con enfoque de género en Chile .. 321
Valeska Cecilia Rivas Arias, Dr. Juan Jorge Faundes Peñafiel e Tomás Alejandro Figueroa Martínez

La inconstitucionalidad por omisión del legislador y el actuar de la justicia constitucional española y colombiana 351
Juan Pablo Díaz Fuenzalida, Marcela Inés Peredo Rojas e Luz Eliyer Cárdenas-Contreras

Algoritmos e inteligencia artificial en la gestión migratoria estatal: estándares interamericanos y acceso a la justicia de las mujeres migrantes en Chile 373
Glorimar Alejandra Leon Silva

doi: 10.5102/rbpp.v16i1.9252

Incerteza e partilha de riscos nas concessões de serviços públicos*

Uncertainty and risk sharing in public service concessions

Alberto de Oliveira**

Resumo

Incerteza e risco são elementos constitutivos da economia. Eles não podem ser eliminados, mas podem ser transferidos entre diferentes agentes econômicos. O objetivo desse trabalho é discutir a possibilidade de distribuição desigual de riscos, entre os setores privado e público, em projetos de concessão de infraestrutura. Em termos metodológicos, o estudo apresenta três situações que podem levar ao desequilibrio da partilha de riscos em desfavor ao Estado: (i) flutuações cambiais, sobretudo em países que não contam com robusto financiamento doméstico; (ii) discrepâncias no uso de técnicas financeiras de tomada de decisão, como o VfM e; (iii) inovações nos formatos das concessões. Tal análise têm caráter conceitual Essa discussão não deve levar a demonização do capital privado, posto que é preciso superar a dicotomia público *versus* privado. O capital privado tem um papel a cumprir, com o apoio do setor público, em torno de emprendimentos capazes de modificar a estrutura produtiva e social dos países. Contudo, este não é o caso dos investimentos em infraestrutura, cuja base tecnológica está consolidada. Portanto, a questão não é eliminar as relações entre o público e o privado, mas torná-las mais equitativas, de forma a assegurar que os benefícios do investimento público alcancem a população de baixa renda e não apenas os acionistas.

Palavras-chave: financiamento de infraestrutura; serviços públicos; saneamento básico; desenvolvimento econômico

Abstract

Uncertainty and risk are constitutive elements of the economy. They cannot be eliminated, but they can be transferred between different economic agents. The aim of this work is to discuss the possibility of unequal distribution of risks, between the private and public sectors, in infrastructure concession projects. In methodological terms, the study presents three situations that can lead to an imbalance in risk sharing to the detriment of the State: (i) exchange rate fluctuations, especially in countries that do not have robust domestic financing; (ii) discrepancies in the use of financial decision-making techniques, such as VfM and; (iii) innovations in concession formats. Such analysis is conceptual in nature. This discussion should not lead to the demonization of private capital, as it is necessary to overcome the

* Recebido em 12/09/2023
Aprovado em 17/01/2025

** Economist, PhD in Urban and Regional Planning and professor at Universidade Federal do Rio de Janeiro (Brazil) and he was visiting scholar at Institute of Urban and Regional Development (IURD) of University of California (USA/Berkeley). He is interested in the economic aspects of urban and regional planning; labor market policies; infrastructure funding; public policies to sanitation access and; large urban projects and mega-events.
Email: alberto@ippur.ufrj.br

public versus private dichotomy. Private capital has a role to play, with the support of the public sector, in undertakings capable of changing the productive and social structure of countries. However, this is not the case with investments in infrastructure, whose technological base is consolidated. Therefore, the issue is not to eliminate relations between public and private, but to make them more equitable, in order to ensure that the benefits of public investment reach the low-income population and not just shareholders.

Keywords: infrastructure funding; public services; basic sanitation; economic development

1 Introdução

Incerteza e risco são elementos constitutivos da economia. Eles não podem ser eliminados, mas podem ser transferidos entre diferentes agentes econômicos. O esgotamento do modelo de acumulação baseado no Fordismo e a incorporação dos países subdesenvolvidos no mercado financeiro internacional – que foram acompanhados pelo surgimento de inovações financeiras e pelo aumento da liquidez na economia – multiplicaram e intensificaram as crises econômicas. Diante do aumento da incerteza, uma das alternativas do capital privado tem sido refugiar-se no setor de infraestrutura, seja por meio do investimento direto, seja através da constituição de fundos financeiros.

O acesso aos serviços públicos carrega um importante componente político, pois eles afetam diretamente as condições de vida da população. Portanto, a transferência das operações de serviços públicos do setor público para o setor privado não podem acontecer sem a construção de consensos. Nesse sentido, a derrocada do Fordismo trouxe consigo o renascimento da ortodoxia econômica para justificar as políticas de austeridade fiscal, bem como seus desdobramentos como as privatizações, as concessões e as parcerias público privadas (PPP).

Este trabalho está baseado no pressuposto que a distribuição desigual de riscos pode levar a transferência de riqueza do setor público para o setor privado. A atuação do Estado como garantidor de última instância, ao reduzir os obstáculos para o investimento privado, pavimenta o caminho para a acumulação capitalista. É preciso ter claro que – em circunstâncias específicas – o incentivo ao investimento privado via absorção de riscos pelo setor público pode trazer benefícios para a sociedade. As políticas de apoio a indústria nascente e o desenvolvimento de novas tecnologias são os exemplos típicos. Mazzucato (2014) mostrou que mudanças estruturais na economia e na sociedade são inviáveis sem o envolvimento direto do Estado. Contudo, este princípio inovador não se aplica a maioria das experiências de concessão privada de serviços públicos, dentro e fora do Brasil.

As concessões de saneamento básico servem como ilustração para a discussão sobre a absorção de riscos pelo Estado. Os processos de tratamento de água e de esgoto têm limites para a incorporação de tecnologias capazes de alterar substancialmente o processo produtivo. Em muitos casos, aprimoramentos incrementais são obtidos por meio de parcerias com universidades públicas. Os investimentos privados estão concentrados em obras de engenharia – que utilizam tecnologias tradicionais – de forma a ampliar a base de clientes e as receitas operacionais. Ainda que o acesso ao saneamento implique em melhorias substanciais nas condições de vida e saúde da população, os impactos para o desenvolvimento de novos mercados, produtos ou tecnologias são residuais.

O objetivo desse trabalho é mostrar os caminhos que podem levar a distribuição desigual dos riscos. entre o setores público e privado, nas concessões de serviços públicos. O texto destacará a experiência do setor de saneamento básico. O Estado, ao assumir os riscos dos empreendimentos, não apenas está criando novas oportunidades de negócios, mas, igualmente, pode contribuir para a transferência de riqueza do setor público para o setor privado. Os processos de transferência de risco para o setor público podem ocorrer por diferentes meios: (i) pela atuação do Estado como avalista em financiamentos privados, (ii) pela estatização

de dívidas em razão de crises econômicas ou cambiais; (III) pela omissão ou desenho incorreto de contratos de concessão e de Parcerias Público Privadas (PPP) ou; (iv) pelo desmembramento de serviços públicos, cedendo ao concessionário privado as atividades mais rentáveis e com menor risco.

2 Do fordismo às finanças: incerteza e gestão do risco no capitalismo moderno

O último quartel do século XX foi marcado pela desaceleração do crescimento econômico e pelo aumento da inflação e do desemprego. Os regulacionistas franceses (Aglietta, 2000; Boyer, 1990; Lipietz, 1988) acreditam que a crise dos anos 1970 testemunhou o esgotamento do modelo de acumulação baseado no Fordismo. Para essa corrente do pensamento econômico, o capitalismo seria caracterizado pela sucessão de fases regulares de expansão – os "regimes de acumulação" – que refletem as formas específicas de organização social e de trajetórias tecnológicas. O regime de acumulação seria o conjunto de relações sociais que articulam: (i) a valorização e acumulação de capital; (ii) a distribuição da riqueza entre classes e grupos sociais e; (iii) as estruturas de demanda e consumo. O Fordismo foi um regime de acumulação baseado na produção e no consumo de massa. Um regime de acumulação requer um "modo de regulação", cuja função é estabelecer as instituições que harmonizam os conflitos inerentes ao funcionamento da sociedade. Assim, o regime de acumulação fordista, apoiado em seu respectivo modo de regulação, assegurou o crescimento econômico no pós II Guerra, minimizando as flutuações que caracterizam a economia.

O referencial teórico da escola da regulação foi construído para explicar as formas de resolução das contradições do capitalismo. Os regulacionistas argumentam que a crise da década de 1930 resultou do desequilíbrio entre o consumo insuficiente e o rápido crescimento da produtividade. No Fordismo, o relativo equilíbrio entre consumo e produtividade foi obtido graças a intermediação do Estado, que canalizava parte do excedente do capital privado para sustentar as políticas de bem estar social. Em outras palavras, o aumento dos salários e a oferta de serviços criaram a massa de rendimentos necessária para assegurar o processo de acumulação. A partir dos anos 1970, o esgotamento dos mercados de consumo e a desaceleração dos ganhos de produtividade acirraram a competição intercapitalista, enquanto a expansão dos salários e dos gastos públicos pressionava os lucros privados. O Fordismo atendeu aos interesses da acumulação capitalista enquanto o crescimento da produtividade foi maior que o aumento das despesas com salários e políticas de bem estar social.

O colapso do fordismo abriu caminho para o renascimento do liberalismo econômico. Hayek defendeu que a ordem social é construída na ausência do design humano, a partir de dois princípios: (i) a mão invisível de Smith, que mostra que o ordenamento do mercado decorre das ações pulverizadas dos indivíduos que buscam seus próprios interesses e; (ii) uma teoria da evolução cultural que fornece o caminho para a formação espontânea de ordem social (Petsoulas, 2013). As administrações Reagan e Thatcher marcaram o retorno da racionalidade da ortodoxia econômica para o centro da política governamental. De um lado, a flexibilização das normas trabalhistas, o enfraquecimento dos sindicatos de trabalhadores e a desconstrução das políticas de bem estar social visaram reduzir as pressões sobre os custos das empresas. De outro lado, a abertura de mercados, a reorganização espacial das plantas industriais e as inovações em produtos e processos buscaram contornar a concorrência e elevar a produtividade.

Os países periféricos foram transformados em laboratório da ortodoxia econômica. Os adeptos do Consenso de Washington (Williamson, 1990) defendiam que a crise das economias latino americanas resultava do populismo econômico e da excessiva intervenção do Estado. A política de substituição de importações, a expansão de empresas estatais, a regulação da economia e o descontrole dos gastos públicos explicariam os altos índices inflacionários e o baixo nível de crescimento econômico e de produtividade desses países. Para os defensores do Consenso de Washington, a resposta seria a liberalização dos mercados e a reorienta-

ção dessas economias para o exterior, por meio de políticas baseadas em: (i) disciplina fiscal; (ii) priorização de gastos públicos; (iii) liberalização financeira e comercial; (iv) atração de investimentos estrangeiros; (v) privatização e; (vi) uma regulação pública *market-oriented* suficiente para assegurar a propriedade privada e a plena mobilidade de capitais.

Os regulacionistas franceses acreditam que um "regime de acumulação liderado pelas finanças" vem sendo utilizado para superar os constrangimentos derivados do neoliberalismo, que reduziram os salários e impuseram restrições para políticas fiscais ativas (Aglietta e Breton, 2004; Boyer, 2000). De acordo com Boyer (2004), o capitalismo teria substituído os salários pelos rendimentos do setor financeiro como fonte de sustentação da demanda. A valorização dos ativos financeiros aumentaria a massa de rendimentos disponíveis para o consumo que, por sua vez, estimularia o investimento. Assim, o nível de produção passaria a ser definido de acordo com a expectativa de lucros no setor financeiro e não devido ao aumento da disponibilidade de renda para consumo, o que inverte a relação entre economia real e esfera financeira vigente no Fordismo.

O regime de acumulação baseado nas finanças reduz a capacidade planejamento e supervisão do Estado. Não haveria espaço para a adoção de estratégias de desenvolvimento capazes de modificar estruturalmente a matriz produtiva ou a distribuição de renda. Ao contrário, o novo regime de acumulação está focado na estabilização de processos inflacionários e em assegurar a remuneração dos investidores (Aglietta e Breton, 2001). Nos países de desenvolvimento retardatário, como é o caso do Brasil, o regime de acumulação liderado pelas finanças assume formas diferentes, sobretudo em razão da elevada dependência de fontes públicas de financiamento de longo prazo e o tamanho reduzido do mercado de capitais. Contudo, permanecem seus fundamentos: "[...] as finanças não estão, portanto, a serviço da acumulação e do crescimento econômico, mas se estruturam, prioritariamente, para a acumulação financeira e patrimonial" (Bruno *et. all*, 2011, p. 747).

Contudo, as finanças não servem apenas como referência ou base de cálculo no processo de acumulação capitalista, pois o surgimento de inovações financeiras – particularmente os derivativos – modificou a forma como o sistema produtivo administra a incerteza e o risco. Os derivativos estabelecem um denominador comum capaz de comparar diferentes mercadorias e/ou temporalidades. Por isso, não é incomum que a formação de preços de *commodities* seja diretamente influenciada pelas expectativas (ou seja, percepções de riscos, incertezas ou oportunidades) presentes nos respectivos mercados de derivativos. Bryan e Rafferty (2005) entendem que os derivativos atuam como instrumentos de seguros. Mas, diferentemente dos seguros tradicionais que "distribuem" riscos, os derivativos "transferem" riscos entre agentes econômicos. Por meio dos derivativos, o capital privado pode distinguir diferentes tipos de riscos e escolher aqueles mais adequados aos seus interesses (Bryan e Rafferty, 2005, p.2), transferindo os demais riscos para outros agentes econômicos, que podem ser outros capitais privados, o Estado ou até mesmo os usuários de serviços públicos.

O desenvolvimento de inovações financeiras, como os derivativos, reflete as mudanças em curso na economia mundial. O aumento da competição inter-capitalista e a globalização financeira acirrou riscos e incertezas, como a volatilidade das taxas de juros e de câmbio. Além disso, a mercantilização dos elementos básicos das condições de vida – como a água, energia, alimentos, etc – ganhou amplitude por meio dos derivativos. Pois, embora os derivativos possam ser usados como *hedge*, eles também abrem caminho para especulação, realimentando a instabilidade da economia. A capacidade dos derivativos de separar e transferir riscos permite que o investidor escolha quais os riscos pretende assumir (especular) daqueles riscos que deseja "passar a frente". Nas palavras dos autores, "[...] it is valuable to be able to separate out (and trade in) certain characteristics of an asset or security without trading the asset or security itself. Corporations want to take on some risk, for without risk there will be no profit. But they want to avoid other risks – especially those that relate to unwanted and unanticipated price movements (exchange rates, share prices, etc.). Derivatives permit a separation of the asset itself from volatility in that asset's price (Bryan e Rafferty, 2005, p. 11).

Os investimentos diretos e a proliferação de fundos de investimentos lastreados em concessões de serviços públicos – ou seja, a mercantilização dos serviços públicos – é uma das dimensões que podem ser assumidas no regime de acumulação baseado nas finanças. No entanto, tal como em qualquer regime de acumulação, o capital privado depende do envolvimento do Estado.

3 O investimento em infraestrutura como estratégia de acumulação capitalista

A monopolização da infraestrutura pelo Estado foi fundamental para a consolidação do Fordismo. Hall e Preston (1988) mostraram que o aperfeiçoamento e a ampliação da oferta de infraestrutura serviram como suporte para o desenvolvimento das inovações tecnológicas, que levaram ao florescimento do fordismo. Além disso, a política fiscal expansionista assegurava o crescimento da demanda e dos postos de trabalho. Nos países desenvolvidos, redes nacionais de energia, transporte e comunicação foram construídas para integrar espaços de produção e de consumo. Hughes (1983) defende que as redes de infraestrutura serviram como condutores do crescimento econômico. Em termos regulacionistas, "[...] utility networks are key components underpinning both the particular accumulation system employed by firms within prevailing productive arrangements, and the associated mode of social regulation necessary to stabilise capitalist society into a coherent and 'mode of accumulation' (Tickell and Peck, 1992). It follows that utility infrastructures are important factors in the economic, social and spatial development of cities, regions and space economies. The cost, quality, availability and reliability of these network services; how these vary over space; the technologies they employ; and how their development is regulated are all factors that have important influences upon the development and restructuring of cities and regions" (Graham & Marvin, 1995, p.2).

Contudo, na passagem do fordismo para o neoliberalismo, o setor de infraestrutura foi transformado de suporte para o desenvolvimento para ativo financeiro (Salomon, 2009). Leyshon e Thrift (2007) mostraram que o capitalismo financeiro não está baseado apenas na especulação sobre os ativos já disponíveis no mercado. Ele depende da incorporação permanente de novos ativos – como equipamentos de infraestrutura – para sustentar o processo de acumulação. A capacidade de criar e monetizar novos ativos é uma característica intrínseca da economia financeirizada. Os fundos financeiros de infraestrutura surgiram, principalmente a partir de meados dos anos 2000, como uma alternativa para os *private equities e government bonds*, com o objetivo de diversificar as carteiras de investimento. A busca de novas classes de ativos refletia a incerteza trazida pelo estouro da bolha das empresas de tecnologia. As empresas de serviços públicos, cujos produtos e receitas eram relativamente estáveis e conhecidos, atendiam aos interesses dos investidores que buscavam "ativos reais" para minimizar os riscos.

Na mesma direção, Schindler e Kanai (2021) argumentam que a economia global vem sendo orientada por um modelo de desenvolvimento liderado por investimentos em infraestrutura, com objetivo de produzir territórios transnacionais funcionais conectados a redes globais de produção e comércio. Eles acreditam que a crise de 2008 e o esgotamento do neoliberalismo criaram as condições necessárias para a formação de uma coalizão de interesses que inclui organismos multilaterais de desenvolvimento, corporações multinacionais, consultorias e os governos dos países centrais. O potencial de negócios no setor de infraestrutura é significativo. Norman Andersen, analista da Revista Forbes afirma que […] Infrastructure, which in the past was simply *public works*, is profoundly strategic - it is where the Great Game is now played. This is a $21 trillion global market, with a long tail reaching deep into the future" (Andersen, 2020 p.3)

Os investidores preferem investir em fundos especializados em infraestrutura do que diretamente em projetos de infraestrutura, pois os últimos exigem maior mobilização de capital, o conhecimento aprofundado do mercado, além de apresentarem maiores riscos (Hildyard, 2012). Os novos projetos de infraestrutura (*greenfield*) usualmente são mais arriscados que os projetos consolidados (i.e, aqueles que se encontram em

operação - *brownfield*), pois nos novos projetos existem incertezas sobre custos (construção e operação) e demanda que já foram equacionados nos projetos consolidados. Diante desses desafios, o investimento privado em infraestrutura exige elevadas taxas de retorno e a atuação direta do Estado, a fim de prover garantias financeiras e regulatórias para minimizar os riscos do negócio.

Os setores de infraestrutura (saneamento, energia, transportes, etc) apresentam especificidades operacionais e construtivas que afetam seus financiamentos e contratos de concessão. Contudo, elementos comuns permitem tratá-los de forma agregada: (i) eles mobilizam montante expressivo de recursos, (ii) os riscos dos empreendimentos diferem de acordo com as fases do projeto, (iii) eles contam com demanda relativamente estável, posto que são serviços essenciais; (iv) eles são monopólios naturais em razão de suas características operacionais ou construtivas, (v) eles dependem de recursos públicos na forma de custeio, investimento direto ou garantia e, (vi) são regulados pelo Estado.

Entre os países desenvolvidos, o Reino Unido foi pioneiro nas experiências de privatização e desenvolvimento de modelos de regulação do monopólio privado dos serviços públicos. A partir dos anos 1980, empresas e setores chave do Reino Unido foram privatizados: British Telecom (1984), British Gas (1986), companhias de saneamento básico (1980-1990) e distribuidoras de energia (1990-1991). De acordo com Graham & Marvin (1995), os thatcheristas defendiam que capitais privados eram necessários para assegurar a modernização dos serviços públicos e o crescimento econômico.

A partir dos anos 1990, a abertura dos mercados financeiros das economias periféricas, especialmente na Ásia, Leste Europeu e América Latina, ampliou as oportunidades de negócios no mercado global de infraestrutura. Do ponto de vista da ortodoxia econômica, as privatizações e concessões de serviços públicos articulavam os interesses do Estado e do capital privado, de forma a gerar benefícios para o conjunto da sociedade. Os investidores privados, particularmente os fundos de pensão, buscavam alternativas seguras de investimentos, enquanto os governos dependiam da atração de capitais privados para suportar o crescimento econômico. Neste contexto, a incorporação das economias periféricas ao sistema financeiro internacional permitiu a expansão do crédito e novas oportunidades de negócios.

A privatização *stricto sensu*, i.e, quando a concessão dos serviços é acompanhada pela venda do patrimônio público, implica em maiores riscos e exige montante expressivo de capital privado (Vega, 1997). Para contornar esse problema, as concessionárias vêm adotando modelos flexíveis de relacionamento com o Estado, como as concessões parciais e as parcerias público privadas (PPP). Recorde-se que os riscos em infraestrutura são diferentes de acordo com a natureza e a etapa dos projetos. Os projetos consolidados (*brownfield*) apresentam menores riscos que as inversões em novos projetos (*greenfield*), uma vez que os fatores operacionais e de mercado já foram testados e equacionados. Nos novos projetos, os riscos são diferentes de acordo com suas respectivas etapas. A etapa de construção apresenta os maiores riscos associados, entre outros motivos, a escolha inadequada de tecnologias, a disputas judiciais, a pressões dos ambientalistas e ao atraso nas obras. Embora os riscos na etapa operacional sejam menores que os da etapa de construção, a operação de novos projetos não está livre de riscos. A demanda em níveis inferiores ao esperado e o surgimento de constrangimentos para o aumento de tarifas são circunstâncias típicas que podem reduzir os rendimentos do empreendimento.

4 O investimento privado elimina os riscos e as responsabilidades do setor público?

Os defensores de soluções de mercado acreditam que a oferta de infraestrutura por meio de privatizações, concessões e as Parcerias Público Privadas (PPP) é mais vantajosa em comparação ao investimento direto do Estado. Spackman (2002) argumenta que a concorrência estimula a criação de novas ideias e a

melhoria da gestão dos serviços, das tarifas e dos prêmios de risco. Hart (2003) afirma que a combinação das atividades de contrução e de operação de infraestrutura num mesmo contrato reduz os custos de transação do setor público, enquanto Grout (1997) defende que a eficiência do provimento de serviços públicos por meio de PPP é explicada pela transferência de riscos do setor público para o privado. Embora sejam variadas as discussões sobre vantagens ou desvantagens associadas à transferência de serviços públicos para o setor privado, um argumento é frequentemente utilizado para justificar as concessões e as PPP: as limitações orçamentárias do Estado impedem o investimento em infraestrutura.

Desta forma, difunde-se a ideia que o financiamento privado é a única alternativa para a expansão ou aprimoramento dos serviços públicos, o que implicaria em reduzir ou eliminar as responsabilidades do Estado. Este argumento é correto? O'Brien e Pike (2017 p.5) resumem a questão: "[…] In a privatised and liberalised environment, states have been trying to displace its responsibility for financing and providing infrastructure (Clark *et al.* 1999; Torrance 2008). For some, the privatisation of infrastructure represented an attempt to address a public accounting problem, resulting in the emergence of either outright privatisation or new forms of public procurement, such as the Private Finance Initiative (PFI) or Public Private Partnerships (PPP) (Helm 2013). PPPs had claimed to offer states the prospect of providing public service assets at a lower lifecycle cost (Wall and Connolly 2009), whilst keeping investment 'off the public sector balance sheet' (Spackman 2002). For others, the privatisation and liberalisation of infrastructure is a feature of an ideological blueprint where budgetary pressures are used as rationale for introducing smaller state settlements (Peck *et al.* 2013). Reflecting the continued role of the state in infrastructure funding, financing and governance, the public sector has remained an integral actor in initiatives, such as PPPs, given its role as an initiator, guarantor and regulator in contracts and agreements (Martinez-Lacambra 2013)".

Engenharias jurídico-financeiras, como o *Project Finance*, foram desenvolvidas para distribuir os riscos e assegurar o compromisso dos participantes nos empreendimentos. O sucesso do negócio depende da articulação e da estabilidade dos compromissos assumidos pelos agentes envolvidos. Por isso, os contratos são firmados para definir responsabilidades, limites de investimento, expectativas de rentabilidade e garantias, a fim de evitar que estratégias oportunistas. Em outras palavras, tal arranjo incentiva a cooperação por meio da vinculação dos ganhos individuais ao sucesso do projeto. A flexibilidade do *Project Finance* permite diferentes desenhos, embora a maioria deles seja baseada Sociedades de Propósito Específico (SPE), cujas principais funções são: i) criar uma personalidade jurídica para estabelecer os contratos entre os participantes e outras instituições e; II) proteger o patrimônio dos investidores contra eventuais prejuízos e responsabilidades.

O *Project Finance* se distingue de outros modelos de financiamento porque as garantias são baseadas nos ativos e nas receitas futuras do empreendimento, o que reduz o comprometimento do patrimônio dos acionistas. Quanto menor for a mobilização de garantias e de capital próprio, menores serão os riscos para os investidores. Evidentemente, o equilíbrio financeiro e econômico do negócio depende da qualidade ou nível de exatidão do planejamento nas diferentes etapas do projeto. Tendo em vista que parte dos investimentos é financiada por meio da securitização de recebíveis, a estabilidade da demanda e a liberdade para definir as tarifas são fatores essenciais para o sucesso do empreendimento. Porém, como são serviços de utilidade pública, discussões sobre demanda e tarifas passam, necessariamente, pelo poder público concedente.

Investimentos privados em infraestrutura são inviáveis sem a disponibilidade de garantias e financiamento pelo Estado. A principal função do Estado é reduzir os riscos do empreendimento por meio da criação de uma rede de proteção que pode mobilizar um ou mais dos seguintes instrumentos: (i) garantias de rentabilidade ou receita mínima para os operadores; (ii) participação acionária no projeto; (iii) regulamentação ou legislação amigável; (iv) oferta de aval para empréstimos de empresas privadas junto ao mercado financeiro; (v) transferência de bens ou direitos públicos para empresas privadas e; (vi) concessão de financiamento subsidiado.

No imaginário popular, os lucros são a recompensa do empreendedor capaz de suportar a incerteza dos negócios. No entanto, a realidade do financiamento de projetos é diferente. Nas palavras de Grimsey

& Lewis (2002, p.13) "[…] the successful entrepreneur is often one who knows how to shift the burden of uncertainty onto others, in particular investors and/or creditors, in such a way that he himself will survive, waiting for a more propitious time for others to again be persuaded to take chances with their money. As Blatt puts it, the prudent entrepreneur reacts to true uncertainty by attempting to make others bear the consequences".

Ainda de acordo com Grimsey & Lewis (2002), a participação de *equities* usualmente representa apenas algo em torno de 5% do capital investido. Tendo em vista que a maioria dos projetos não conta com ativos suficientes para servir de garantia para o financiamento, a atenção dos investidores se volta para o fluxo de receitas do negócio, que deve cobrir os custos operacionais e o lucro desejado. Portanto, é preciso diversificar os agentes econômicos envolvidos para pulverizar os riscos do empreendimento. Parte do investimento é financiada por meio de securitização de recebíveis e do crédito de bancos públicos. Além disso, a criação de SPE limita a responsabilidade dos investidores e os contratos de prestação de serviços contam com cláusulas que garantem o equilíbrio econômico e financeiro do empreendimento. Tais fatores reduzem a necessidade de mobilização de recursos próprios, minimizando a exposição do patrimônio dos investidores aos riscos do negócio.

No caso das PPP, a natureza dos serviços prestados define o desenho dos contratos. Seja qual for o tipo de projeto – *brownfield* ou *greenfield* – o emprendimento privado estará protegido dos riscos mesmo quando os serviços prestados (por sua natureza) não são economicamente ou financeiramente sustentáveis. No Brasil, a lei 11079/04 classifica as PPP em duas modalidades: (i) concessões patrocinadas, nas quais existe contrapartida parcial ou regime de garantia oferecida pelo setor público e; (ii) concessões administrativas, onde o Estado é usuário direto ou indireto dos serviços, respondendo pela totalidade da remuneração do operador privado. Assim, a atração de capital privado para a realização de PPP depende da existência de garantias e formas de mitigação de risco em favor dos agentes financiadores (Borges e Neves, 2005).

As concessões por meio de PPP são desenhadas de acordo com as características dos serviços. Usualmente, adota-se o modelo *Built Operate and Transfer* (BOT), no qual o poder público remunera a prestação de serviços de instalações que são construídas pelo operador privado, sendo que a propriedade dos equipamentos (objeto da PPP) retorna ao Estado, ao final do contrato. O período de vigência dos contratos é a variável chave das PPP, pois ele define a taxa de retorno dos investimentos realizados no empreedimento. Vigências curtas exigem taxas de retorno elevadas para recuperar os investimentos e garantir os lucros desejados, enquanto longos períodos de vigência beneficiam os parceiros privados. A realização (ou não) de uma PPP, bem como seus métodos e insumos, depende do cálculo do *Value for Money* (VfM) do projeto.

O VfM é uma técnica financeira usada para avaliar a melhor alternativa de provimento de serviços públicos. O modelo convencional, que consiste no investimento e na operação de serviços diretamente pelo Estado, é comparado a realização de PPP para a oferta dos mesmos serviços. Esta análise compara duas estimativas de desembolso: (i) a partir de técnica conhecida como Comparador do Setor Público (CSP), estima-se os custos de construção e os gastos com a gestão de equipamentos públicos, acrescidos de montante financeiro correspondente aos riscos transferidos ao operador privado; (ii) alternativamente, calcula-se os custos estimados da PPP, que corresponde ao valor presente liquido da somatória de pagamentos dos contratos, admitindo-se que os riscos do empreendimento são assumidos pela operadora privada. O objetivo do VfM é identificar qual alternativa exige menor desembolso para o Estado, tomando como pressuposto a qualidade adequada dos serviços prestados. Em outras palavras, o VfM é uma medida de custo-efetividade do provimento de serviços públicos, pois quanto maior for o VfM, mais vantajoso será prover o serviço por meio de PPP. É preciso considerar que o VfM não é o único parâmetro que deve ser considerado numa PPP, pois a existência de beneficios ou prejuízos não financeiros (ou seja, qualitativos) podem influenciar no processo decisório.

Sarmento (2010) mostra que a transferência de riscos é o elemento central para a obtenção de VfM em parcerias público privadas. Não é incomum que VfM favoráveis a realização de PPP sejam baseados

exclusivamente nos ganhos advindos da transferência de riscos para o setor privado. No entanto, os riscos são inerentes a complexidade dos projeto. Assim, o cálculo e a distribuição dos riscos entre o setor público e o privado são cercados de imprecisão e subjetividade. Em situações de incerteza, o cálculo e a definição de critérios para a distribuição do risco são inviáveis, pois a determinação de cenários é limitada em razão incapacidade de previsão de eventos adversos (incerteza) que não podem ser estimados por meio de estudos empíricos ou modelos estatísticos (risco).

Nas palavras de Sarmento (2010, p. 10): "[...] according to Kintoye et al. (2002), as quoted in Ball et al. (2007), the lack of transparency in public-private partnerships risk evaluation constitutes an area of serious concern. The public sector comparator inevitably focuses on factors that can be easily quantified and expressed in monetary terms. Heald (2003) expresses concern about the extent that value-for-money assessments can be carried out by consulting firms that "are not neutral referees, but interested players". As Moralos and Amekudzi (2008) argue, a public sector comparator is a hypothetical scenario; it relies on estimations made by agencies and the experience of staff, which may lead to significant errors, due to the complex financial models used and lack of experience in the public sector to handle it."

Lima e Coelho (2015) estudaram a forma de alocação e distribuição de riscos de uma amostra de 15 contratos de PPP realizados no Brasil. Os autores concluíram que: (i) em 93% dos contratos, o fator de risco de força maior ou por caso fortuito foi partilhado entre os setores público e privado, não sendo definida a quem caberia a responsabilidade pela contratação de seguro. Por força da lei, os autores concluíram que, no caso de evento de força maior ou fortuito, seria acionada a cláusula de equilíbrio econômico-financeiro do contrato ou, no limite, o contrato seria encerrado, o que implica na transferência desses riscos para o setor público; (ii) o risco de perdas inflacionárias não foi explicitado nos contratos analisados, porém, os autores concluíram que tais riscos foram integralmente cobertos pelas cláusulas de indexação das tarifas; (iii) em 53% dos contratos, o risco de demanda foi partilhado com o setor público. No caso de quebra de expectativa de demanda, as cláusulas de reequilíbrio do contrato seriam acionadas, enquanto nas situações de receitas extraordinárias, os valores excedentes seriam divididos com o setor público.

5 A socialização dos riscos financeiros

A proposição que o Estado capitalista é responsável pela gestão dos riscos da reprodução social, que inclui desde o desenvolvimento da estrutura produtiva, passando pela infraestrutura até o meio ambiente, não é novidade na literatura (Marois, 2014, p.308). No Brasil, a existência de um robusto sistema de financiamento público de longo prazo capitaneado pelo BNDES traz vantagens significativas quando comparado a outros países subdesenvolvidos, como a redução do risco cambial, a previsibilidade de fontes de financiamento, a regulação de taxas de juros, etc. A experiência da Empresa Pública de Medelín (EPM) ilustra as consequências e os riscos derivados da ausência de mecanismos domésticos de financiamento de longo prazo. A EPM, controlada pela prefeitura de Medelín, Colômbia, é responsável pelo provimento de diferentes serviços públicos (produção e distribuição de energia elétrica, tratamento de água e esgotos, coleta e destinação de resíduos sólidos, distribuição de gás, etc) para várias cidades colombianas.

De forma distinta do observado em outros países Latino-americanos, a Colômbia contou com o acesso ao capital estrangeiro, principalmente em razão de seus laços políticos com os EUA. A EPM era reconhecida por sua administração inspirada no modelo do capital privado e adotava princípios, como a definição de tarifas com recuperação total de custos (*full recovery tariffs*), mesmo antes do renascimento do liberalismo. Nos anos 1970, avançaram as reformas políticas com viés neoliberal em razão do crescimento da dívida pública, que foi agravada pela desvalorização cambial.

Furlong (2020), ao analisar a gestão de financiamento da EPM, entre 1960 e 2013, mostrou uma trajetória contínua de endividamento que pressionava as tarifas e inviabilizava as operações da empresa. Entre 1960 e 2000, a desvalorização cambial foi a principal responsável pela expansão das dívidas da EPM. Em 2002, a companhia inicia operações com derivativos baseados em swaps cambiais e taxas de juros como estratégia de financiamento. Em 2013, as perdas acumuladas da EPM com swaps alcançaram US$ 800 bilhões.

O exemplo da Colômbia mostra como as estratégias de financiamento das concessionárias de serviços públicos podem afetar diretamente as condições de vida da população. As discussões sobre modelos de tarifas baseadas na recuperação total de custos não está circunscrita a eficiência operacional das empresas. No caso colombiano, a desvalorização cambial e a introdução de inovações financeiras, num contexto de instabilidade dos mercados financeiros internacionais, elevaram significativamente os níveis de endividamento da EPM. Com isso, criou-se um canal de transferência de renda dos usuários para os investidores em serviços públicos. Nas palavras de Furlong: "[…] This meant that many households became indebted to the utility, experiencing service disconnection and difficult choices between utility services and other household needs […] With this in mind, "trickle-down debt" is introduced to capture how the indebtedness of utilities is transferred to users in amounts that, while small relative to the total debt, can prove harmful to vulnerable livelihoods. Low-income users pay for the debt held by utilities through increasingly expensive bills, the debt incurred upon those bills, as well as the social and economic costs of service suspension or disconnection" (Furlong, 2020 p. 10).

6 Inovações financeiras mitigando os riscos dos investimentos privados: *o blended finance*

Países desenvolvidos e organismos multilaterais vêm redefinindo o debate sobre o desenvolvimento econômico a partir dos princípios da Agenda 2030 para o desenvolvimento sustentável, que está articulado: (i) aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), cuja lógica repousa no envolvimento de diferentes setores e agentes econômicos; (ii) ao Acordo de Paris, que estabelece os vínculos entre o desenvolvimento econômico e a preservação ambiental e; (iii) ao blended finance, que é o modelo financiamento que articula recursos concessionais e capitais privados. Em suma, os alicerces da Agenda 2030 estão calcados na aglutinação e harmonização de interesses dispersos em defesa de um modelo de desenvolvimento sustentável.

A diversidade de agentes envolvidos (bancos de desenvolvimento, organismos multilaterais, fundações filantrópicas, etc) e de instrumentos financeiros impõe desafios para a construção de uma definição para o blended finance. Embora o entendimento do blended finance possa apresentar variações, elementos comuns podem ser destacados: (i) a noção de combinação de diferentes fontes de financiamento; (ii) tal combinação deve incluir recursos públicos e privados; (iii) esses recursos podem ser reembolsáveis ou não-reembolsáveis; (iv) recursos públicos concessionais servem para mobilizar ou alavancar capitais privados; (v) os investimentos financiados via blended finance devem resultar em impactos sociais, ambientais ou econômicos mensuráveis e; (vi) o blended finance não substitui o financiamento privado, pois deve suportar as atividades não atendidas pelo mercado privado.

O *blended finance* pode ser estudado sob diferentes perspectivas, embora duas características mereçam atenção: (i) o papel do setor privado e (ii) a relação risco-retorno. Em linha com a Agenda 2030 e o Acordo de Paris, as discussões sobre o *blended finance* destacam a importância da atração ou mobilização do capital privado, pois as necessidades de financiamento dos objetivos de desenvolvimento sustentável representariam apenas uma fração dos US$ 218 trilhões em ativos no mercado financeiro (United Nations, 2013). Tais recursos estariam sendo subutilizados – no sentido de suporte a projetos públicos – principalmente em razão de uma desfavorável relação risco-retorno. Portanto, a utilização de capitais catalíticos, *i.e,* recursos

concessionais públicos e privados, contribuiria para reduzir as discrepâncias de risco-retorno entre os investimentos necessários para o desenvolvimento sustentável e outras oportunidades no mercado.

De acordo com as Nações Unidas: "[…] despite small (but growing) pockets of socially conscious investors, most private capital remains driven by the profit motive. As a result, the private sector will under-invest in public goals when the expected return underperforms other investment opportunities on a risk adjusted basis. Hence it is important to recognize upfront that public financing and public sector policies are the lynchpin of a development financing strategy" (United Nations, 2013 p.2).

Na mesma direção, a OCDE argumenta que: "[…] the concepts of mobilization and catalysation are central to blended finance. Catalysation encompasses all activities, whether through public or private institutions, that help to create a more conducive environment for private sector investment. It comprises enhancement of resources through direct means such as mobilisation and indirect means such as policy or regulatory support for development countries to further enable private sector investment" (OECD, 2018 p. 56).

É importante destacar que a mobilização de capitais privados não implica em interferência do Estado no mercado financeiro privado. O conceito de falhas de mercado é o pilar fundamental do modelo *blended finance*. Em outras palavras, os recursos captados via *blended finance* devem suportar empreendimentos que não contam com financiamento regular do mercado, *i.e*, trata-se de estratégia para preencher as lacunas não atendidas pelos mecanismos usuais de mercado. Ademais, o *blended finance* deve incentivar a criação ou o fortalecimento de mercados locais de capital, principalmente nos países de baixa renda, de forma a ampliar as alternativas e os instrumentos de financiamento.

Nas palavras da OCDE, "[...] to effectively increase total financing for development, blended finance needs to: 1) ensure additionality, by being deployed only for uses where commercial financing is not currently available for deployment towards development outcomes, especially if it involves concessionality; and 2) have an explicit focus on opportunities to crowd in financing from commercial sources into transactions that deliver development impact finance holds a pathfinder role of bringing commercial financing into sectors and geographies with substantial development finance needs. In this context, blended finance should be used to overcome barriers to market formation and withdrawn once functioning markets have been established" (OECD, 2018a p. 7).

Ainda de acordo com a OCDE (2018), os eixos fundamentais do blended finance estão baseados nas seguintes questões: (i) porque? Os projetos devem estar alinhados a racionalidade da Agenda 2030; (ii) Quem? O objetivo do blended finance é mobilizar o investimento comercial; (iii) Onde? Os projetos financiados via blended finance devem estar adaptados ao contexto local; (iv) Como? Os projetos devem estar organizados em parcerias ou redes de trabalho; (v) Para que? A gestão dos projetos deve assegurar a transparência dos processos e os resultados esperados.

O Estado atua para assegurar o crescimento econômico por meio de diferentes mecanismos, como as políticas fiscal e monetária, os subsídios, os financiamentos discricionários, etc. Historicamente, países desenvolvidos e subdesenvolvidos vêm utilizando esses mecanismos para promover o desenvolvimento econômico e a redução das desigualdades. Portanto, o *blended finance* não é propriamente uma mudança de paradigma, mas uma forma diferente de: (i) organizar os interesses dispersos dos agentes econômicos e (ii) combinar diferentes instrumentos financeiros e fontes de financiamento. A equalização do risco-retorno está no centro da arquitetura do blended finance.

Sob a ótica de mitigação de riscos, o *blended finance* não traz fundamentos distintos daqueles que vêm orientando a atuação dos bancos de desenvolvimento. Há décadas as instituições financeiras desenvolvimento vêm financiando projetos em atividades não atendidas pelo mercado privado por meio de diferentes instrumentos, como as linhas de crédito subsidiadas, os empréstimos não reembolsáveis, a aquisição de participação acionárias, etc. Então, qual é a novidade do *blended finance*? Talvez o principal elemento diferenciador do *blended finance* seja a governança dos projetos.

Admitindo-se que projetos apoiados via *blended finance* possam incorporar recursos não reembolsáveis ou subsidiados de fontes públicas e privadas, isto significa que a governança dos empreendimentos deixa de ser conduzida exclusivamente pelo Estado. Entretanto, nos empreendimentos nos quais o risco é suportado somente pelo Estado, a definição das metas e os procedimentos de avaliação de resultados deveriam continuar sob a responsabilidade do poder público. Em outras palavras, não há razões para modificar o modelo de governança dos financiamentos discricionários quando o risco do empreendimento é suportado exclusivamente pelo Estado. Nesses casos, os parâmetros de exposição ao risco e nível de subsídio deveriam ser estabelecidos no âmbito da política governamental, tal como tem sido conduzido há décadas nos países desenvolvidos e subdesenvolvidos.

Em suma, o financiamento de empreendimentos via *blended finance* ainda é uma ferramenta de aplicação relativamente recente. A idéia de constituição de fundos com recursos diversos implica não apenas na necessidade de processos de aprendizado institucional, mas abre caminho para o surgimento de estruturas flexíveis que podem ser ajustadas de acordo com as características particulares dos projetos beneficiados.

7 **Fragmentando serviços público para reduzir riscos:** a experiência do Rio de Janeiro

No saneamento básico, o aumento dos lucros depende, entre outros motivos: (i) da expansão da base de clientes por meio de investimentos em ampliação na rede de distribuição, (ii) da redução das perdas de água, usualmente obtidos por meio da modernização da rede de distribuição e do contrangimento de furtos e, (iii) do declínio dos custos operacionais, geralmente associados ao corte de gastos de mão de obra. A efetividade dessas estratégias depende das características geográficas e sociais das áreas de concessão, pois desafios técnicos relacionados a morfologia do espaço ou a informalidade da urbanização podem exigir maiores investimentos e/ou gerar menores retornos financeiros. Além disso, a atuação das companhias de saneamento pode ser constrangida pela atuação de organizações criminosas nos assentamentos informais de baixa renda.

O atendimento de comunidades de baixa renda é menos rentável em razão das limitações para a expansão da base de clientes, da proliferação de ligações clandestinas e da atuação de organizações criminosas. Para contornar tais contrangimentos, as grandes companhias estaduais de saneamento desenvolveram sistemas tarifários baseados em subsídios cruzados, de modo a financiar parcialmente os espaços de baixa renda com os excedentes obtidos nos recortes geográficos lucrativos. Seguindo a mesma lógica, os excedentes obtidos na distribuição de água e na coleta de esgoto podem ser usados para financiar (parcialmente) os investimentos em captação e tratamento de água. Em suma, a verticalização e a escala de operação das companhias estaduais possibilita o uso racional de recursos e o planejamento integrado das áreas atendidas.

Inovações nos modelos de concessão de serviços públicos vêm sendo desenvolvidas para reduzir riscos e assegurar a lucratividade das operações. O Brasil tem sido usado como laboratório para essas novas experiências. A reforma do marco regulatório do saneamento (Lei Federal 14.026 de 15 de julho de 2020) reduziu os constrangimentos para o investimento privado no Brasil. Em poucas palavras, as mudanças na regulação: (i) ampliaram a influência do governo federal sobre a regulação do saneamento e (ii) reduziram as vantagens das empresas públicas estaduais sobre as concessões de saneamento. Como resultado, os municípios tem sido induzidos a transferir suas concessões de saneamento para o setor privado (Souza, 2020; Sarti & Ultremare, 2018).

Embora o novo marco regulatório tenha estimulado a participação do setor privado, a principal inovação nos desenhos dos editais de concessão foi a fragmentação das atividades e dos recortes geográficos. No caso do Rio de Janeiro, a captação e o tratamento de água ficaram sob a responsabilidade do Estado, enquanto os serviços de distribuição de água e a coleta de esgotos foram concedidos a quatro diferentes grupos privados.

Embora comprometam o planejamento e a integração – o que aumenta os custos e a ineficiência na prestação de serviços – a fragmentação das atividades e das áreas de concessão pode contribuir para redução dos riscos das concessionárias privadas.

A separação dos serviços de saneamento (de um lado captação/tratamento e, de outro, distribuição água e coleta de esgotos) e a fragmentação das áreas de concessão no Rio de Janeiro segue uma lógica inversa ao observado na experiência do Reino Unido, que agregou suas áreas de concessão. No entanto, esse desenho pode estar alinhado aos interesses das concessionárias privadas. Além disso, a fragmentação das áreas de concessão demandam menor mobilização de capital e distribuem os riscos do empreendimento.

A definição do Estado do Rio de Janeiro como responsável pelo fornecimento de água potável traz benefícios para os concessionários privados. Pois, o fornecimento de água a preços previamente estabelecido em contrato aumenta a previsibilidade do empreendimento, minimiza riscos e facilita a gestão do negócio. Eventos adversos que aumentem os custos de captação e tratamento de água – como os eventos climáticos, a degradação ambiental das bacias de captação ou aumento dos preços de insumos – estarão sob a responsabilidade do Estado. O aumento nos custos da água tratada não afeta a rentabilidade dos concessionários privados, pois, tais aumentos seriam transferidos para o usuário final ou absorvidos pelo Estado. Além disso, os contratos de concessão são protegidos por clausulas de equilíbrio financeiro. Na crise hídrica de 2015, a queda no faturamento da Companhia de Saneamento de Sao Paulo (Sabesp) foi compensada por aumentos adicionais nas tarifas em períodos posteriores (ver Oliveira, 2020).

De acordo com o edital de licitação (anexo IV – contrato de interdependência), as concessionárias privadas pagarão a CEDAE R$ 1,70 por metro cúbico pelo fornecimento de água tratada. Esse valor será corrigido anualmente de acordo com as regras estabelecidas pela agência reguladora. No quinto ano de concessão, o preço da água fornecida pela CEDAE será reduzido para R$ 1,63 por metro cúbico, resguardados os mesmos critérios de atualização monetária estabelecidos para o preço original da concessão. Em outras palavras, o modelo cálculo para o preço da água tratada estabelece metas de aumento de eficiência e/ou redução de custos para a CEDAE, num prazo máximo de quatro anos.

O edital de licitação dos serviços de saneamento do Estado do Rio de Janeiro dividiu as operações da Companhia Estadual de Água e Esgoto do Rio de Janeiro (CEDAE) em quatro blocos. Dentre eles, apenas o bloco 3 não foi arrematado. Os blocos remanescentes foram adquiridos por R$ 22 milhões, sendo que 80% dos recursos obtidos com a concessão foram destinados ao governo estadual, 15% para os municípios participantes e 5% para o Fundo de Desenvolvimento da Região Metropolitana. Como esperado, o investimento privado foi concentrado nas áreas com maior expectativa de lucratividade dentre os espaços operados pela CEDAE. Os blocos 2 e 4 registraram os níveis mais elevados de ágio no leilão, pelo fato destes blocos abrangerem áreas com elevado potencial de expansão de usuários. O ágio pago para a concessão do bloco 1 foi menor, pois trata-se de área consolidada e, portanto, com menor potencial de expansão de clientes. Embora, os investimentos exigidos no bloco 1 também sejam menores.

O bloco 3 incorpora contingente expressivo de população de baixa renda e está localizado em área com significativa vulnerabilidade ambiental. Ademais, o principal manancial que abastece a Região Metropolitana do Rio de Janeiro (RMRJ) faz parte do bloco 3. Assim, as operações de saneamento básico nesse bloco impõem desafios de engenharia e investimentos significativos, pois a coleta de esgotos domésticos e industriais deve ser eficiente para não comprometer a qualidade da água do Rio Guandu e o abastecimento da RMRJ. Porém, o controle de espaços por organizações criminosas e o baixo nível de renda dos usuários reduz as expectativas de lucros do empreendimento.

8 Considerações finais

O declínio do Fordismo trouxe consigo não apenas o redirecionamento da política pública, que passou a ser orientada quase exclusivamente pelos princípios de austeridade fiscal e estabilização monetária, mas, igualmente, atribuiu novos conteúdos e formas de relação entre os setores público e privado. O mesmo aconteceu com os modelos de financiamento. Dissemina-se a premissa que a mobilização do capital e da "expertise" privada seja a única alternativa para o desenvolvimento econômico e social. Esta visão desconsidera formas alternativas de financiamento, bem como a importância dos bancos públicos e das agências de desenvolvimento (regionais, nacionais e internacionais). De fato, a participação dos bancos públicos no mercado financeiro internacional declinou substancialmente, desde os anos 1980 (de 40% para 17% dos ativos globais). Contudo, as instituições financeiras públicas permanecem ocupando papel relevante nas estratégias de desenvolvimento dos países. No entanto, estaria em curso um movimento de retomada das instituições financeiras públicas: a *Finance in Common*, rede global de bancos públicos de desenvolvimento, afirma que existe, atualmente, 450 bancos públicos no mercado mundial, sendo que cerca de 30% desses bancos foram criados a partir do ano 2000 (McDonald *et.al*, 2021).

Os defensores das políticas públicas com viés pró-mercado entendem o desenvolvimento econômico depende, fundamentalmente, da regulação amigável, do crédito barato e da transferência dos riscos para o setor público. Negri (1968, p.235) resume o dilema enfrentado pelos capitalistas ao afirmar que "[...] desde as primeiras páginas da Teoria Geral [de Keynes] a relação com o futuro torna-se momento essencial da análise interna do capital [...] mas hoje a situação é diversa: a expectativa, que deve basear-se no empreendorismo confiante para produzir valores positivos, é hoje desestabilizada por uma frente incontrolável de risco [...] a crise destruiu a certeza do futuro [...] Eis, então, o primeiro imperativo: o medo do futuro deve ser suprimido, o futuro deve ser fixado como presente". Portanto, o Estado torna-se o responsável pela fixação do futuro no presente.

Este trabalho buscou mostrar os diferentes mecanismos por meio dos quais o ônus financeiro decorrente das situações de risco e incerteza, que são inerentes ao capitalismo, vêm sendo transferidas do setor privado para o conjunto da sociedade. Tais situações podem implicar em transferência de riqueza em favor do setor privado, dependendo das características intrínsecas de cada contrato. Ainda que esse movimento possa ocorrer por caminhos diversos, o provimento de infraestrutura por meio de concessões e parcerias público-privadas reúne as condições favoráveis para a aplicação de inovações financeiras. A complexidade e o longo prazo de maturação dos investimentos em infraestrutura tornam menos visível os mecanismos de partilha dos riscos.

Resumidamente, este trabalho destacou três situações nas quais o ônus financeiro decorrente de riscos e incertezas do empreendimento podem recair, de forma desproporcial, em desfavor ao Estado: (i) os países que não contam com robustos sistemas de financiamentos domésticos estão mais vulneráveis as flutuações cambiais. O exemplo da Colômbia mostrou que mecanismos de *hedge* cambial nem sempre solucionam o problema; (ii) a utilização de técnicas financeiras, como o VfM, vem ocupando papel central no processo decisório sobre o modelo (publico ou privado) de provimento de infraestrutura. Contudo, é preciso questionar se essas técnicas financeiras são suficientes para atender a complexidade dos empreendimentos e a heterogeneidade de seus usuários e; (iii) novos modelos de concessão, como o caso do saneamento no Rio de Janeiro, representam uma inovação nas relações público-privadas, cujos resultados ainda são incertos.

As discussões desse trabalho não devem levar a demonização do capital privado. É preciso superar a dicotomia público *versus* privado, que simplifica o debate. Como mencionado antes, o capital privado tem um papel a cumprir, com o apoio do setor público, em torno de emprendimentos capazes de modificar a estrutura produtiva dos países, sobretudo por meio do desenvolvimento de novas tecnologias. Além disso, soluções como o *blended finance* podem ser aplicadas a empreendimentos de baixa escala, mas que contam com substancial potencial de geração de renda e emprego. Em suma, a questão não é eliminar as relações

entre o público e o privado, mas torná-las mais equitativas. Sobretudo, é preciso assegurar que o dispêndio público (por meio dessas parcerias) produza benefícios concretos para a população de baixa renda e não apenas para os acionistas.

Referências

AGLIETTA, Michel. **A theory of capitalist regulation: The US experience**. Verso, 2000.

AGLIETTA, Michel; BRETON, Régis. Financial systems, corporate control and capital accumulation. **Economy and society**, v. 30, n. 4, p. 433-466, 2001.

Anderson, N.A $3 Trillion Global Infrastructure Market, Or A $21 Trillion Market? Forbes magazine. 2020. Available in https://www.forbes.com/sites/normananderson/2020/09/30/a-3-trillion-global-infrastructure-market-or-a-21-trillion-market/?sh=518ff8343aa3

BORGES, Luiz Ferreira Xavier; NEVES, Cesar das. Parceria público-privada: riscos e mitigação de riscos em operações estruturadas de infra-estrutura. 2005.

BOYER, Robert. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. **Economy and society**, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.

BOYER, Robert. **A Teoria da regulação uma análise crítica**. São Paulo: Nobel, 1990.

BOYER, Robert. **Théorie de la régulation: les fondamentaux**. Découverte, 2004.

BRUNO, M.; DIAWARA, H; ARAÚJO, E.; REIS, A. C.; RUBENS, M. Finance-led growth no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequencias macroeconômicas. Revista de Economia Política, v. 31, n. 5 , 2011.

BRYAN, Dick; RAFFERTY, Michael. **Capitalism with derivatives: A political economy of financial derivatives, capital and class**. Springer, 2005.

FURLONG, Kathryn. Trickle□ down debt: Infrastructure, development, and financialisation, Medellín 1960–2013. **Transactions of the Institute of British Geographers**, v. 45, n. 2, p. 406-419, 2020.

GRAHAM, Stephen; MARVIN, Simon. More than ducts and wires: Post-Fordism, cities and utility networks. **Managing cities: the new urban context**, p. 169-189, 1995.

GRIMSEY, Darrin; LEWIS, Mervyn K. Evaluating the risks of public private partnerships for infrastructure projects. **International journal of project management**, v. 20, n. 2, p. 107-118, 2002.

GROUT, Paul A. The economics of the private finance initiative. **Oxford Review of Economic Policy**, v. 13, n. 4, p. 53-66, 1997.

HALL, Peter Geoffrey; PRESTON, Paschal. **The carrier wave: New information technology and the geography of innovation, 1846-2003**. Routledge, 1988.

HART, Oliver. Incomplete contracts and public ownership: Remarks, and an application to public□ private partnerships. **The economic journal**, v. 113, n. 486, p. C69-C76, 2003.

HILDYARD, Nicholas. More than bricks and mortar. **The Corner House**, v. 1, 2012.

HUGHES, Thomas Parke. **Networks of power: electrification in Western society, 1880-1930**. JHU press, 1993.

INDERST, Georg. Infrastructure as an asset class. **EIB papers**, v. 15, n. 1, p. 70-105, 2010.

LEYSHON, Andrew; THRIFT, Nigel. The capitalization of almost everything: The future of finance and capitalism. **Theory, culture & society**, v. 24, n. 7-8, p. 97-115, 2007.

LIMA, Carlos Marcio Campos; COELHO, Antonio Carlos. Alocação e mitigação dos riscos em parcerias público-privadas no Brasil. **Revista de Administração Pública**, v. 49, p. 267-291, 2015.

LIPIETZ, Alain. **Miragens e milagres problemas da industrialização no terceiro mundo**. São Paulo: Nobel, 1988.

MAROIS, Thomas. Historical precedents, contemporary manifestations: Crisis and the socialization of financial risk in neoliberal Mexico. **Review of Radical Political Economics**, v. 46, n. 3, p. 308-330, 2014.

MAZZUCATO, Mariana. **O estado empreendedor: desmascarando o mito do setor público vs. setor privado**. Portfolio-Penguin, 2014.

MCDONALD, David A.; MAROIS, Thomas; SPRONK, Susan. Public banks+ public water= SDG 6?. **Water Alternatives**, v. 14, n. 1, p. 117-134, 2021.

NEGRI, A. Keynes and the capitalist theory of the state. Reprinted in: Negri (1994) Labor of Dionysus: A Critique of the State Form. 1968. Tradução de Jefferson Viel e Homero Santiago. **Cadernos de ética e filosofia política**, n.37. https://www.revistas.usp.br/cefp/article/download/166880/167464/461112

O'BRIEN, Peter; PIKE, Andy. The financialization and governance of infrastructure. In: **Handbook on the Geographies of Money and Finance**. Edward Elgar Publishing, 2017. p. 223-252.

OCDE - ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES. **Making Blended Finance Work for the Sustainable Development Goals**. OECD Publishing, 2018. https://doi.org/10.1787/9789264288768-en.

OCDE/DAC - ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES **Blended finance principles: for unlocking commercial finance for the sustainable development goals** (2018a). https://www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/development-finance-topics/OECD-Blended-Finance-Principles.pdf

OLIVEIRA, Alberto de. Estratégias comerciais e operacionais das grandes companhias de saneamento: a experiência do Estado de São Paulo. **Tempo Social**, v. 32, p. 229-256, 2020.

PETSOULAS, Christina. **Hayek's liberalism and its origins: His idea of spontaneous order and the Scottish Enlightenment**. Routledge, 2013.

SARMENTO, Joaquim Miranda. Do public-private partnerships create value for money for the public sector? The Portuguese experience. **OECD Journal on Budgeting**, v. 10, n. 1, p. 1-27, 2010.

SARMENTO, Joaquim; RENNEBOOG, Luc. Public-private partnerships: Risk allocation and value for money. 2014. TILEC Discussion Paper No. 2014-017, 2014 http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2411450

SARTI, Fernando; ULTREMARE, Fernanda. Padrão de investimento e a estratégia financeira das grandes empresas regionais do setor de Água e Esgoto (A&E) no Brasil. **Heller L, organizador. Saneamento como política pública: um olhar a partir dos desafios do SUS. Rio de Janeiro: Centro de Estudos Estratégicos, Fundação Oswaldo Cruz**, p. 105-29, 2018.

SCHINDLER, Seth; KANAI, J. Miguel. Getting the territory right: Infrastructure-led development and the re-emergence of spatial planning strategies. **Regional Studies**, v. 55, n. 1, p. 40-51, 2021.

SOLOMON, Lewis. **The Promise and Perils of Infrastructure Privatization: The Macquarie Model**. Springer, 2009.

SOUSA, Ana Cristina Augusto de. O que esperar do novo marco do saneamento?. **Cadernos de Saúde Pública**, v. 36, 2020. https://www.scielo.br/j/csp/a/S4RRsCRpr4XqGYwzCh5gnwz/?lang=pt

SPACKMAN, Michael. Public–private partnerships: lessons from the British approach. **Economic Systems**, v. 26, n. 3, p. 283-301, 2002.

UNITED NATIONS. Challenges in raising private sector resources for financing sustainable development (chapter 3). In UN System Task Team on the Post-2015 *UN Development Agenda Working Group on Financing for sustainable development,* 2013. *https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/2106Chapter%203-challenges%20in%20raising%20private%20sector%20resources.pdf*

UNITED NATIONS. The Addis Ababa Action Agenda of the Third International (Agenda A.A.A.) Conference on Financing for Development. *UN. development*, *2*, 37. 2015 https://www.icnl.org/wp-content/uploads/A_RES_69_313.pdf

VEGA, Arturo Olvera. Risk allocation in infrastructure financing. **Journal of Structured Finance**, v. 3, n. 2, p. 38, 1997.

WEBER, Barbara; STAUB-BISANG, Mirjam; ALFEN, Hans Wilhelm. **Infrastructure as an asset class: investment strategy, sustainability, project finance and PPP**. John wiley & sons, 2016. https://books.google.com/books?hl=pt-BR&lr=&id=56ItCwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR13&dq=%E2%80%98Infrastructure+as+an+asset+class%E2%80%99&ots=lT18_ErJmp&sig=tD37gexoUpPwqefKMrH6Xm4LSn4

WILLIAMSON, John. Latin American adjustment: How much has happened?. 1990.

Para publicar na revista Brasileira de Políticas Públicas, acesse o endereço eletrônico www.rbpp.uniceub.br
Observe as normas de publicação, para facilitar e agilizar o trabalho de edição.