



# REVISTA DIGITAL DE DIREITO ADMINISTRATIVO

FACULDADE DE DIREITO DE RIBEIRÃO PRETO

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

---

Seção: Artigos Científicos

## **Títulos de Desenvolvimento Social: utilizando a lógica do mercado de capitais para financiar políticas públicas no Brasil**

*Social Impact Bonds: using the capital market's logic to finance public policies in Brazil*

Gustavo Henrique Carvalho Schiefler / Luccas Augusto Nogueira Adib

**Resumo:** Este artigo analisa os Títulos de Desenvolvimento Social, instrumento jurídico destinado ao investimento e financiamento de políticas públicas por meio do qual o Estado compensa e remunera investidores em razão do atingimento de resultados em projetos de impacto social. Além de apresentar as linhas básicas deste instituto, este artigo também identifica as experiências internacionais existentes e oferece uma proposta de estruturação jurídica para a sua implementação no Brasil.

**Palavras-chave:** Títulos de Desenvolvimento Social (TDS), investimento de impacto, pagamento pelo Sucesso, parcerias voluntárias, políticas públicas.

**Abstract:** This article analyzes the Social Impact Bonds, a legal instrument for investment and financing public policies that enables the State to reimburse and pay investors due to the achievement of results of social impact projects. In addition to presenting the basic aspects of the institute, this article also identifies the existing international experiences and provides a proposal for a viable legal structure for its implementation in Brazil.

**Keywords:** Social Impact Bond, impact investment, pay for success, public policies.

**Disponível no URL:** [www.revistas.usp.br/rdda](http://www.revistas.usp.br/rdda)

**DOI:** <http://dx.doi.org/10.11606/issn.2319-0558.v3n1p69-103>

**Artigo submetido em:** outubro de 2015

**Aprovado em:** dezembro de 2015

## TÍTULOS DE DESENVOLVIMENTO SOCIAL: UTILIZANDO A LÓGICA DO MERCADO DE CAPITAIS PARA FINANCIAR POLÍTICAS PÚBLICAS NO BRASIL

Gustavo Henrique Carvalho SCHIEFLER\*

Luccas Augusto Nogueira ADIB\*\*

*Sumário: 1. Apresentação; 2. Cenário; 3. Diferenciação entre investimento de impacto social e investimento filantrópico; 4. O que é o Título de Desenvolvimento Social?; 5. A função dos diferentes atores no Título de Desenvolvimento Social; 6. A experiência estrangeira; 6.1. A primeira experiência: o caso britânico; 6.2. A experiência norte-americana; 6.3. Experiências latino-americanas (Colômbia e México); 7. Proposta de modelagem jurídica do Título de Desenvolvimento Social para implementação no Brasil; 7.1. Aspectos gerais do modelo proposto; 7.2. A estruturação jurídica do Título de Desenvolvimento Social sob a perspectiva da Administração Pública brasileira; 7.2.1. Uma entidade do terceiro setor como o intermediário do Título de Desenvolvimento Social; 7.2.2. Uma sociedade empresarial como o intermediário do Título de Desenvolvimento Social; 8. Conclusão; 9. Referências.*

### 1. Apresentação

O presente artigo tem por motivação principal a descrição do instituto jurídico estrangeiro conhecido como *Social Impact Bond* (aqui traduzido como Título de Desenvolvimento Social<sup>1</sup> – e já na sigla em português, TDS).

A operação de TDS se caracteriza por uma relação contratual por meio da qual o Estado, o terceiro setor e a iniciativa privada compartilham, cada qual com suas competências, um complexo conjunto de direitos e obrigações.

Este artigo investiga o modelo jurídico por meio do qual o TDS tem sido estruturado na esfera internacional mediante a análise de algumas experiências estrangeiras. Além disso, apresenta-se uma proposta de estruturação jurídica do Título de Desenvolvimento Social para implementação no Brasil.

Esta proposta de implementação contempla uma análise de conformidade do instituto com a legislação societária e com a regulamentação do mercado de capitais. Na mesma linha, o artigo também analisa as possíveis modelagens para a relação entre o intermediário do TDS, também chamado de emissor, e a Administração Pública. Ou seja, sob o ponto de vista do direito administrativo, investigam-se as possíveis formas de estruturação de uma relação público-privada que absorva o âmago do modelo estrangeiro

---

\*Doutorando em Direito do Estado pela Universidade de São Paulo (USP). Pesquisador Visitante (Visiting Researcher) no Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht, em Hamburgo. Mestre e graduado em Direito pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), onde desenvolveu pesquisa na área de direito administrativo. Educação Executiva pela Harvard Law School (Program on Negotiation). Integra a equipe de consultores externos da Zênite Informação e Consultoria S/A. Membro da Comissão de Administração Pública do Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil-Canadá (CAM/CCBC). Membro do Núcleo de Estudos e Pesquisas em Direito Administrativo Democrático da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (NEPAD/USP). Ex-presidente do Centro Acadêmico XI de Fevereiro - CAXIF (Direito/UFSC).

\*\* Bacharelado em Direito pela Faculdade de Direito do Largo de São Francisco (FD/USP).

<sup>1</sup> Neste artigo, houve a preferência pelo uso de “Títulos de Desenvolvimento Social” e “Pagamento pelo Sucesso”, este último quando da alusão aos contratos de Pay for Success. Em suma, foi preferida a utilização desta forma em detrimento da tradução *ipsis litteris* do inglês ao vernáculo, a qual seria “Títulos de Impacto Social”, uma vez que, no Brasil, já existem algumas experiências de Fundos de Investimentos em Participações (FIPs) que utilizam tal nomenclatura, mas que não se assemelham à estrutura original dos Social Impact Bonds. Ver também ADIB, 2014, p. 12-13.

denominado *Pay for Success* (aqui traduzido como contratos de Pagamento pelo Sucesso e, na sigla em português, PPS).

Acredita-se que ambas as abordagens (relação emissor-investidor e relação emissor-Administração Pública) são essenciais para que a implantação do TDS possa ser realizada no Brasil. Não só por uma questão de critério e metodologia de pesquisa, mas como pela possibilidade de oferecimento de hipóteses aos eventuais estruturadores e modeladores deste instrumento em solo nacional.

Sem qualquer pretensão de esgotamento da matéria, e sim de abertura à discussão, essas são as linhas gerais do que o leitor encontrará adiante.

## 2. Cenário

É notória a dificuldade do Estado em gerir programas sociais de atuação preventiva. Não somente pela morosidade em acompanhar modelos inovadores, mas também por obstáculos legislativos, burocráticos e administrativos que possui. Some-se o fato de que uma parcela considerável dos recursos financeiros resta provisionada para atender despesas obrigatórias, como aquelas direcionadas aos serviços públicos prestados direta ou indiretamente pelo Estado.

Neste cenário, encontra-se prejudicada qualquer espécie de atuação de caráter preventivo. Considerando-se a característica incerta dos resultados que podem ser obtidos com tais intervenções e toda a lógica que permeia a decisão em sede de políticas públicas prioritárias por parte dos gestores, é raro que haja o redirecionamento de recursos para este tipo de iniciativa.

Nessa linha é que o Estado do Bem-Estar Social (FIORI, 1997, p. 129-147) tem se mostrado ineficaz para corresponder às suas obrigações constitucionais, razão pela qual existe a necessidade de que iniciativas sociais, seja do âmbito privado ou paraestatal, enfrentem, de maneira complementar, as debilidades sociais.<sup>2</sup>

Os projetos sociais de caráter preventivo revelam-se como de absoluta relevância para a sociedade, pois carregam o potencial para aliviar o futuro das finanças públicas e impactar mais positivamente as populações por eles atingidas.

Basta estimar os benefícios sociais e de redução de custos ao Estado que decorreriam de iniciativas consistentes e de eficácia reconhecida que buscassem proporcionar, por exemplo, atividades educativas de apoio às crianças e aos adolescentes de baixa renda, retirando-os de uma eventual ociosidade passível de ser aproveitada pela criminalidade.

Na mesma linha, imaginem-se os ganhos sistêmicos (sociais, ambientais e orçamentários) que seriam gerados com programas de matiz preventiva de: (i) auxílio de adolescentes e jovens adultos na especialização técnica, (ii) ressocialização de detentos, com vistas a diminuir as taxas de reincidência criminal, (iii) conscientização e amparo preventivo no combate ao contágio de determinadas doenças e (iv) suportes médicos e disseminação de informações com o intuito de provocar a diminuição no índice de gravidez precoce indesejável e proliferação de doenças sexualmente transmissíveis.

Acresça-se a este raciocínio o fato de que hoje, no Brasil, existe um crescente engajamento social por parte de sociedades empresariais e cidadãos comuns. Um recente relatório produzido pelo Instituto de

---

<sup>2</sup> A ideia aqui exposta segue na linha de uma sociedade de welfare, baseada em uma estrutura de welfare positivo, em que os próprios indivíduos e outras instituições, além do governo, contribuem (OLIVEIRA, 2005, p. 79).

Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) corrobora esta afirmação conforme pode ser verificado a partir da seguinte passagem:

“[...] já são milhares as experiências sociais realizadas por empresas no Brasil, as quais são desenvolvidas em todas as regiões utilizando-se das mais diferentes formas de atuação como: as doações isoladas às pessoas físicas ou entidades assistenciais; realização direta de projetos estruturados que integram várias ações; realização de projetos em parceria com ONG's ou entre as próprias empresas; apoio às ações e programas governamentais; e etc.” (2001, p.13)

A imagem das empresas que disponibilizam recursos de qualquer espécie para as iniciativas sociais passou a ser valorizada pelo mercado e pelos consumidores, com maior ênfase, a partir do fim da década de 1990.

Em estudo realizado pela Universidade de Harvard, “a taxa de crescimento das empresas socialmente responsáveis é quatro vezes maior do que a empresa comum” (OKOMURA, 2001). Além disso, uma pesquisa realizada pelo jornal Valor Econômico e pelo Instituto Ethos afirma que “22% dos seus entrevistados prestigiam ou punem empresas pelo seu comportamento social” (VALOR ECONÔMICO e INSTITUTO ETHOS, 2001). Assim, é possível concluir que as atividades voluntárias e de caráter beneficente são absolutamente compatíveis com a perseguição do lucro na atividade de uma companhia. Trata-se de uma potencial via de mão dupla, que pode trazer benefícios para o indivíduo colaborador e para a sociedade.

Este cenário é igualmente retratado pelo tamanho do setor filantrópico brasileiro. No mais recente levantamento feito pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), no ano de 2010 existiam oficialmente, no país, 556,8 mil entidades sem fins lucrativos. Este número representa significativos 5,2% do total de 5,6 milhões de entidades públicas e privadas, lucrativas e não lucrativas, que compunham o Cadastro Central de Empresas do IBGE (2012, p. 26) à época.

Este setor é mantido com recursos de empresas privadas, fundações, fundos filantrópicos, doações de pessoas físicas e auxílios financeiros vindos do Estado. Em levantamento feito pela rede GIFE – Grupo de Institutos Fundações e Empresas,<sup>3</sup> no ano de 2011, constatou-se que, dentre seus associados, houve um investimento em projetos sociais no montante de R\$ 2,2 bilhões (GIFE, 2013, p. 17-18). No âmbito norteamericano o volume é bastante superior. Anualmente, a iniciativa privada doa cerca de US\$ 303,1 bilhões. Deste valor, US\$ 5,4 bilhões são revertidos para doações internacionais, em que a América Latina e o México concentram US\$ 374 milhões (FOUNDATION CENTER, 2013, p. 3-7). A soma consideravelmente expressiva, contudo, considera apenas doações ou a estruturação de projetos próprios por parte de seus associados (fundações e empresas, majoritariamente).

Não obstante, ressalte-se desde já que o instrumento objeto de estudo neste artigo, como se verá adiante, não é pautado apenas pela filantropia, uma vez que se trata de um investimento de risco, de impacto, que pode possibilitar taxas de remuneração agressivas para os investidores.

---

<sup>3</sup> Rede GIFE (Grupo de Institutos Fundações e Empresas) é “uma organização sem fins lucrativos que reúne associados de origem empresarial, familiar, independente ou comunitária, que investem em projetos de finalidade pública”. Possuem, segundo último levantamento de 2013, 134 associados.

Nesta linha, pode-se traçar um paralelo legítimo, do ponto de vista estritamente da tomada de risco, com o que ocorre na indústria de *private equity* e *venture capital* (PE/VC).<sup>4</sup> Deste modo, analisando-se o campo desta modalidade de investimento, segundo apontamento do Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da Fundação Getúlio Vargas (GVcepe), em 2008, globalmente, os referidos investimentos somavam a quantia US\$ 2,5 trilhões. No Brasil, em 2012, estimou-se um capital comprometido com fundos de PE/VC da ordem de R\$ 83 bilhões (ABDI, 2011). Em recente pesquisa realizada entre indivíduos de patrimônio líquido elevado, dentro do mesmo tema, divulgada pela Hope Consulting de São Francisco, constatou-se que cerca de 50% dos entrevistados demonstraram interesse pelo investimento de impacto, sinalizando um potencial mercado, nos Estados Unidos da América, de US\$ 120 bilhões (UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA, THE WHARTON SCHOOL, 2012).

A conclusão que se chega é que há um enorme mercado a ser explorado para o atendimento do binômio ação social-investimento de risco. O TDS é uma modalidade ou estrutura de investimento que consegue atuar nas duas frentes, já que busca (i) um impacto (e um ganho) social considerável, o qual pode ser mensurado de forma quantitativa e qualitativa, bem como (ii) um retorno agressivo, típico dos investimentos de *venture capital*. Trata-se, na visão dos autores, de uma revolução dentro da temática da filantropia e do investimento de impacto (PRESTON, 2012).

### 3. Diferenciação entre investimento de impacto social e investimento filantrópico

Antes de avançar sobre as características fundamentais do TDS propriamente dito, entende-se necessária a apresentação e a diferenciação do que é, em suma, um investimento de impacto social e um investimento filantrópico, já que o foco deste estudo é o primeiro e, não, o segundo.

O investimento de impacto social é desenhado pela modalidade de aporte financeiro em determinado projeto e, a partir dos frutos gerados por este, tem-se um ganho social que, por sua vez, pode ser a causa principal ou secundária do investimento em questão. Pode ser definido, também, como se segue:

“Um impacto [social] positivo além do retorno financeiro, além de prover capital, com expectativa de retorno financeiro, a negócios cujo propósito seja a geração de impacto social e/ou ambiental”.<sup>5</sup> (tradução livre) (THE ROCKFELLER FOUNDATION / JP MORGAN, 2010)

Neste sentido, em linhas gerais, pode-se afirmar que o investimento de impacto social (ou investimento privado social<sup>6</sup>) difere do investimento filantrópico à medida que o primeiro alia o lucro ao retorno social, enquanto o segundo não se preocupa com uma possível remuneração, retorno do investimento ou incremento de seu aporte financeiro inicial.

Assim, não é uma preocupação intrínseca aos filantropos a redução orçamentária para o Estado ou a percepção de qualquer lucro. Para o investimento filantrópico, a única variável importante é o ganho

<sup>4</sup> “Venture capital is, strictly speaking, a subset of private equity and refers to equity investments made for the launch, early development, or expansion of a business. It has a particular emphasis on entrepreneurial undertakings rather than on mature businesses” (EVCA, 2007, p. 6).

<sup>5</sup> Original: “[A] positive [social] impact beyond financial return, and [...] provide capital, expecting financial returns, to business (fund managers or companies) designed with the intent to generate positive social and/or environmental impact.”

<sup>6</sup> Ver relatório da GIFE sobre o conceito de investimento privado social (2013). “Impacto social positivo além de retorno financeiro, também provendo capital, com expectativa de retorno, a negócios (gestores de fundos ou empresas) desenhados com a intenção de gerar impacto no âmbito social e/ou ambiental” (tradução livre).

social, o que pode ser traduzido como a melhoria na condição de vida de determinadas pessoas a partir da realização de programas específicos.

#### 4. O que é título de desenvolvimento social?

O Título de Desenvolvimento Social é, em sentido estrito, um instrumento contratual que envolve os três setores da economia, quais sejam, o primeiro setor (Estado), o segundo setor (iniciativa privada) e, em diversas hipóteses, o terceiro setor (organizações públicas não estatais).<sup>7</sup>

A parte privada (*“Social Impact Bond-issuing organization”*),<sup>8</sup> SIBIO, intermediário ou emissor – cf. KPMG, 2013, p. 14) observa a oportunidade de atuar em determinado segmento - em que a Administração Pública não atua ou é ineficiente - e provoca o ente estatal mediante a proposição de um projeto. Da mesma forma que a parte privada pode provocar a Administração Pública a respeito de determinado projeto, o contrário também pode acontecer. Neste caso, a Administração Pública promove uma chamada pública para que o setor privado atue em alguma necessidade por ela observada.

Em conformidade com o devido processo administrativo, a Administração Pública aceita a proposta privada e estabelece bandas de eficiência, vinculadas ao resultado do que se pretende obter com o projeto. Caso o projeto social atinja determinados níveis de sucesso, o ente estatal compromete-se a pagar um valor predefinido que, por exemplo, pode ser equivalente à integralidade do investimento somado a um ágio remuneratório pela empreitada (*“performance-based payments”*, os quais fazem parte da estrutura do contrato de Pagamento pelo Sucesso) (LIEBMAN, 2011, p. 11-12). Essa remuneração pode ter respaldo em uma consequente economia orçamentária ao ente ou, no caso de o projeto em questão não seja passível de gerar economia ao Estado, em um impacto positivo destinado à determinada população.

Na eventualidade de o projeto não vir a gerar nenhum fruto social (ou, por extensão, não atinja nenhum nível de sucesso), o risco da atividade recai sobre o investidor, eximindo o ente público, a depender da maneira como a operação foi estruturada, de qualquer risco. Portanto, o Estado remunerará o ente privado na medida em que o projeto seja bem sucedido, o qual pode ser determinado, inclusive, pela economia orçamentária gerada para o ente estatal.<sup>9</sup>

---

<sup>7</sup> Crucial a delimitação do que neste artigo é entendido como entidade do terceiro setor, qual seja: “conjunto de entidades que não fazem parte nem do mercado nem do Estado, mas de uma terceira seara da vida em sociedade. Nesta seara os agentes realizam atividades de interesse público, sem, no entanto, almejarem lucro como o fazem os agentes de mercado, e sem, tampouco, integrarem o aparelho do Estado como ocorre com os órgãos e entidades governamentais” e “conjunto de pessoas jurídicas de direito privado, não estatais, sem fins lucrativos e voltadas à persecução de finalidades de interesse público” (SOUZA, 2009, p. 8-9).

<sup>8</sup> Aqui é também importante tecermos um comentário a respeito da estrutura dos Títulos de Desenvolvimento Social enquanto “bond” para a doutrina estrangeira. Nesta linha, destaca-se que ele não possui, propriamente, a estrutura de um título de dívida. Foi preferida a utilização da nomenclatura “bond” quando do surgimento do instituto, mas o que se entende é que, na realidade, há uma celebração de um contrato de investimento entre os investidores, o intermediário e o Estado (*“social impact partnerships”*), com uma sistemática de financiamento, com remuneração flutuante e com diversas de condições suspensivas vinculadas às bandas de eficiência) com o fim de se atingir os objetivos avançados contratualmente. No mais, acontece que em determinadas localidades (como no Estado de Minnesota, por exemplo), o Título de Desenvolvimento Social tem as características de um genuíno “bond”. Dada tal particularidade, este será tratado de uma maneira dual ao longo deste artigo (MCKINSEY & CO, 2012, p. 13; HUMPHRIES, 2013, pp. 434-452).

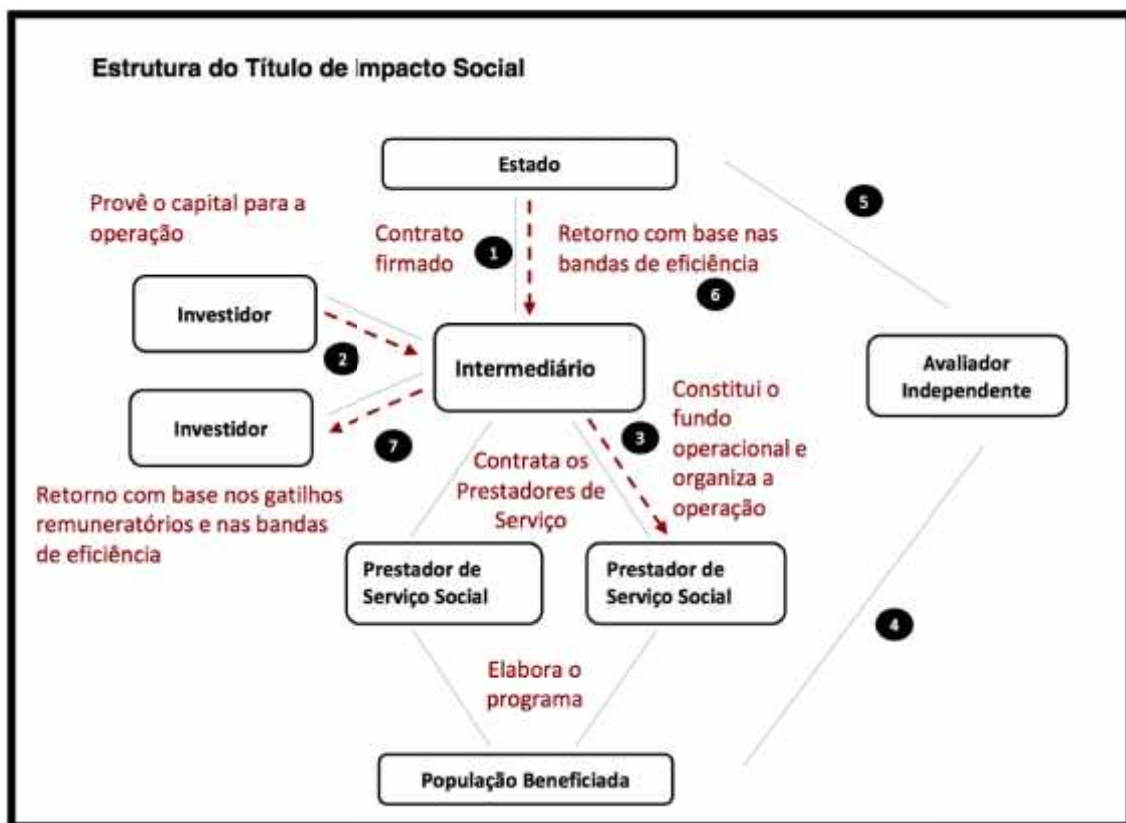
<sup>9</sup> O requisito de geração de economia orçamentária para o Estado, com o intuito de estimular a sua remuneração, não é e nem deve ser um pré-requisito para a estruturação dos contratos de Pagamento pelo Sucesso. Isso, pois, o maior bem gerado para o ente é o ganho social por intermédio de um serviço cuja competência, em última análise, era de si próprio.

O intermediário financia as suas operações mediante a emissão de um título ou valor mobiliário, lastreado no contrato celebrado com o Estado, ou celebra um contrato de investimento coletivo com o investidor.<sup>10</sup> Os investidores privados adquirem tais títulos (ou celebram determinados contratos) tendo por base os termos de remuneração determinados entre o ente estatal e o emissor, termos estes celebrados no âmbito do contrato de Pagamento pelo Sucesso o qual lastreará toda a operação com os investidores.

O intermediário também é o responsável pelo repasse dos recursos adquiridos para os prestadores de serviços cobertos pelo projeto de impacto social e organiza toda a operação em seus variados aspectos e níveis. Os prestadores de serviços, normalmente com conhecimento do funcionamento dos serviços de utilidade pública, elaboram o programa e o executam a partir do que fora contratado e estabelecido no contrato de Pagamento pelo Sucesso.

Tendo em vista que a verificação do resultado do benefício social muitas vezes depende de uma análise de ordem subjetiva – inclusive nos casos prefixados em instrumento contratual, uma vez que algumas métricas e parâmetros não são numéricos –, as partes podem apontar um terceiro neutro, que atuará para aferir os impactos do programa de maneira imparcial, estabilizando as expectativas estipuladas.

A estrutura esquemática da operação pode ser descrita de maneira ilustrativa conforme o seguinte (ADIB, 2014, p. 21):



<sup>10</sup> Como será observado mais adiante, tal emissão pode ser revestida de uma oferta pública ou não; tudo irá depender da maneira como o TDS será estruturado. Em um primeiro momento, entender o contrato de investimento coletivo não como um valor mobiliário, mas sim como um contrato típico a ser celebrado pelo intermediário e os investidores.

Em relação à etapa 1, cumpre destacar a existência de um procedimento administrativo que precede a celebração da avença entre o Estado e o intermediário. Por meio deste procedimento administrativo, o qual será analisado mais adiante neste estudo, haverá a comunicação entre a Administração Pública e os particulares interessados no negócio. É nesta etapa que (i) o Estado analisa sua debilidade em determinada área e promove uma chamada pública para convocar a iniciativa privada ou (ii) a iniciativa privada, percebendo a oportunidade de lucro em atividades que geram impacto social, realiza estudo e apresenta um projeto de investimento à Administração Pública.

Na etapa 2, tendo já sido acordadas as condições fundamentais da banda remuneratória da operação e as especificidades inerentes ao projeto social, o intermediário emite ao mercado<sup>11</sup> o TDS, por meio do qual o intermediário irá angariar recursos para que o projeto se torne realidade. Seu lastro, conforme acima mencionado, é o contrato firmado de Pagamento pelo Sucesso com o Poder Público.

Na etapa 3, os fundos captados mediante a distribuição do título ou após da celebração do contrato de investimento coletivo, são utilizados nas atividades especificamente previstas no projeto de impacto social.

A etapa 4 revela um momento crítico da operação. É neste momento em que será avaliado se houve, de fato, impacto social e se o que fora convencionado com o Estado foi cumprido. É nesta fase que, por intermédio de parecer do avaliador independente, será verificado o retorno do investimento em conformidade com as bandas de remuneração contratadas e, por conseguinte, a remuneração do emissor e, assim, dos investidores.

O avaliador independente poderá fazer constar em seu parecer a economia orçamentária gerada ao ente estatal a partir do projeto, a qual poderá, inclusive, propiciar um incremento na remuneração dos investidores, desde que previsto no contrato celebrado com o ente estatal, hipótese já experimentada pela prática internacional.<sup>12</sup>

A etapa 5 retrata o repasse da informação ao ente estatal de que as metas foram cumpridas ou, pelo menos, certa banda de remuneração fora atingida pelo projeto, obrigando a autoridade pública a efetuar os pagamentos previstos no contrato de Pagamento pelo Sucesso.

Na etapa 6, o Estado repassa ao intermediário o que lhe é devido. Esta remuneração, conforme foi apresentado, está estritamente vinculada ao sucesso do programa. É normal que sejam pactuados níveis de remuneração consoante o resultado apresentado. Uma possibilidade real refere-se ao não atingimento da banda mínima de remuneração. Neste caso, o Estado fica desobrigado de repassar qualquer reparação financeira ao intermediário e este, por consequência, não terá obrigação de remunerar os investidores privados.

Como se percebe, o arranjo financeiro da operação faz com que seja projetado na iniciativa privada o risco da operação, isentando o Estado de arcar financeiramente com projetos que não tragam os resultados e impactos sociais almejados.

---

<sup>11</sup> Emitir ao mercado, neste ponto, tem a acepção de se buscar investidores para aportar investimentos na operação. Seja por meio de contratos de investimento coletivo ou pela compra de títulos, este é um tipo de nomenclatura usualmente utilizada pelos agentes de mercado. Contudo, alerte-se para uma eventual confusão com a distribuição pública de valores mobiliários, a qual será devidamente tratada em momento oportuno deste artigo.

<sup>12</sup> A estrutura nova-iorquina adotada em Rikers Island segue este modelo.



Na etapa 7, por fim, o intermediário repassa aos investidores do TDS a sua respectiva remuneração. Este ponto depende não só da efetivação de determinados níveis de resultado e eficiência, mas também do prazo estipulado para o vencimento do título ou do contrato, que pode variar conforme a execução do projeto social.

Adicionalmente, ressalta-se a possibilidade de inclusão de um terceiro garantidor da operação, como uma forma de se angariar mais recursos para tais iniciativas.

Como se observa, o investidor privado toma para si o risco da atividade econômica, responsabilizando-se pelas variáveis indeterminadas a que estão sujeitos os projetos de impacto social. Em alguns casos, naturalmente, esse risco pode ultrapassar o limite ordinário das práticas de gestão de risco desses investidores, com elementos estranhos à análise habitual das companhias, por exemplo. Neste cenário, propõe-se que um fundo filantrópico, que já iria utilizar seus recursos em algum projeto social, figure como garantidor da operação, conferindo-se maior segurança para o investidor privado. Tudo isso sem prejuízo da presença de algum banco de fomento estatal no pólo garantidor; principalmente em um primeiro momento de tração e aderência do instituto no país.

## **5. A função dos diferentes atores no título de desenvolvimento social**

Primeiramente, cumpre ressaltar que a estrutura analisada nas seções anteriores refere-se à modalidade de investimento observada no estrangeiro. A adoção do modelo no Brasil, portanto, depende de adequação às particularidades regulatórias e normativas nacionais, sendo certo que alguns instrumentos jurídicos utilizados no âmbito internacional podem não funcionar no Brasil (MCKINSEY & CO, 2012, p. 14).

De todo modo, a análise da atuação dos envolvidos com o cenário do Título de Desenvolvimento Social é importantíssima, na medida em que a compreensão das responsabilidades e obrigações desses agentes forma as bases para a modelagem da operação que poderá ser utilizada na implantação do TDS no Brasil.

Muito embora existam apenas três partes essenciais no TDS (Estado, intermediário e investidor), a operação em si pode envolver outros agentes, podendo chegar a sete, conforme destaca-se:

“Estão envolvidas sete partes na consecução do Título de Desenvolvimento Social: a população diretamente atingida pelo projeto social em tela, o governo, as organizações sem fins lucrativos e prestadoras do serviço social, os investidores, os intermediários (responsáveis de maneira geral pela gestão do Título de Desenvolvimento Social), os avaliadores independentes (que ajudam a monitorar e refinar o programa) e os assessores independentes (que determinam se o Título de Desenvolvimento Social atingiu as metas previamente estipuladas).”<sup>13</sup> (tradução livre) (HUMPHRIES, 2013, p. 434)

Em primeiro lugar, destaque-se a figura do intermediário, que pode ser uma entidade sem fins lucrativos, com capacidade operacional para a gestão dos ativos, tais como fundações e associações. Também é possível que o intermediário seja qualificado como uma entidade privada comprometida com o lucro.

Tendo em vista que o intermediário ficará responsável por todo o ciclo da operação, ou seja, desde a contratação com o ente estatal, a emissão do título ou celebração de contratos de investimento coletivo, a

---

<sup>13</sup> Original: “[T]here are seven stakeholder groups involved in a SIB: constituents (the direct beneficiaries of the social services), government, nonprofit service providers, investors, intermediaries (responsible for overall SIB project management), evaluation advisors (to help monitor and refine the program), and independent assessors (to determine if SIB targets are met)”.

contratação do projeto social, até a efetiva remuneração dos investidores, esta entidade precisará deter amplo conhecimento e capacidade gerencial.

A título de exemplo, com base na experiência estrangeira, aventa-se a possibilidade de que esses intermediários sejam fundos especializados em projetos de impacto social, fundações e/ou fundos de *venture capital* (MCKINSEY & CO, 2012, p. 10). Contudo, a experiência brasileira revela que não existe, ao menos por enquanto, uma entidade que possua expertise em todas essas áreas.

Assim, caso haja a implementação do modelo no Brasil, recomenda-se que haja, no polo emissor/intermediário, uma ou mais companhias ou entidades que consigam suprir as áreas de entendimento aqui comentadas.<sup>14</sup>

Vale mencionar, também, a figura da entidade ou das entidades que serão responsáveis pela prestação dos serviços de caráter social – afinal, o objeto de toda a operação. O TDS auxilia aqueles que pretendem implantar medidas inovadoras com o objetivo de gerar um impacto positivo na vida de um determinado grupo de pessoas. Para que o projeto gere os resultados almejados, é fundamental a presença de um prestador de serviço capacitado, que tenha profunda compreensão do modelo operacional do projeto e da metodologia avaliativa de seu serviço. O foco de atuação deste prestador será delimitado pelo atingimento das metas conforme os parâmetros previamente estabelecidos pelas partes. O conhecimento da comunidade local, do grupo atendido e o bom relacionamento com o ambiente em que o serviço ou a intervenção será realizado são, da mesma forma, essenciais (MCKINSEY & CO, 2012, p. 9).

Os investidores podem ser quaisquer interessados. No entanto, verifica-se, a partir da análise dos Títulos de Desenvolvimento Social de primeira geração, ou seja, os primeiros que foram estruturados, que, em virtude da falta de compreensão do instrumento e das poucas experiências no âmbito global, predominam entre os investidores os filantropos (pessoas físicas), as grandes fundações filantrópicas e os fundos de filantropia.

Além disso, é comum a participação de sólidas instituições financeiras, que possuem capacidade econômico-financeira suficiente para a sujeição aos riscos da operação, bem como pessoal capacitado para efetuar as análises necessárias sob o ponto de vista financeiro e operacional sobre a viabilidade dos projetos.

Acredita-se, conforme haja um maior conhecimento a respeito do instrumento, que outros investidores terão interesse no modelo, notadamente os que estão mais acostumados com o risco, tais como os fundos de investimento em PE/VJ já comentados (MCKINSEY & CO, 2012, p. 9).

Sob a perspectiva da Administração Pública, tendo em vista que o impacto social decorre de intervenções pontuais em determinadas localidades e em grupos específicos, o que se vê é o predomínio de governos municipais e estaduais na busca pela estruturação dos TDS (MCKINSEY & CO, 2012, p. 9). Isso, no entanto, não retira as possibilidades de se estruturar uma operação em escala nacional, elaborada pelo governo federal, como tem ocorrido nos Estados Unidos da América (OFFICE OF MGMT. & BUDGET, 2012, p. 45 *apud* HUMPHRIES, 2013, p. 436).<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> Nos Estados Unidos da América e no Reino Unido existem algumas companhias que apresentam tais características, quais sejam: a Social Finance e a Third Sector Capital Partners.

<sup>15</sup> Cf. “[t]he President’s 2013 Budget reserves a total of up to \$109 million to test this new financing mechanism in a broader range of areas including education and homelessness”. A experiência norte-americana será tratada, no entanto, em item específico deste trabalho.

Por fim, tem-se também a importante figura dos avaliadores e quantificadores dos impactos gerados a partir dos programas sociais em destaque. Cada operação, num cenário ideal, requer dois avaliadores com funções distintas. O primeiro é conhecido como a entidade conselheira (*“evaluation adviser”*), que tem como responsabilidade uma atuação mais próxima do intermediário e do prestador de serviço, com o intuito de auxiliá-los no aumento da eficiência do projeto de impacto social – seja mediante o emprego de sua expertise na operação, seja em virtude de conhecimentos específicos na área em que o programa está sendo estruturado. O segundo, denominado avaliador independente (*“independent assessor”*), tem como função a auditoria do projeto e a emissão de um parecer sobre o atingimento das bandas de desempenho contratadas pelo intermediário junto ao Estado no âmbito do contrato de Pagamento pelo Sucesso bem como, eventualmente, da economia gerada ao Estado a partir do projeto (MCKINSEY & CO, 2012, p. 10),<sup>16</sup> o que é importante para a definição da remuneração do intermediário e dos investidores.

## 6. A experiência estrangeira

Antes de avançar a análise e desenvolver uma proposta de estruturação jurídica para o TDS no Brasil, entendeu-se por bem apresentar uma ilustração das experiências com o instituto no estrangeiro.

De acordo com pesquisas realizadas, atualmente existem oito operações (FIELD, 2014) envolvendo Títulos de Desenvolvimento Social em fase de execução no mundo. Todas elas estão ocorrendo nos países que tomaram a vanguarda do instrumento: Reino Unido, Estados Unidos da América e Austrália (SOCIAL FINANCE, 2013, p. 3; INSTIGLIO, 2014; MCKINSEY & COMPANY, 2012).

Há, contudo, outros 32 projetos (FIELD, 2014) sendo estruturados em outras localidades, como Canadá, Colômbia, México, Índia, Moçambique, Paquistão, Suazilândia, Uganda, África do Sul (DERMINE, 2014, p. 59).

Os projetos e programas que têm sido idealizados na seara internacional merecem o destaque exemplificativo conforme a tabela<sup>17</sup> abaixo, dada a sua criatividade temática:

Projeto	Localidade
Auxílio a moradores de rua	Nova Gales do Sul - Austrália
Combate à reincidência criminal juvenil	Massachusetts - EUA
Combate à reincidência criminal adulta	Peterborough - Reino Unido
Permanência estudantil	Antioquia - Colômbia

<sup>16</sup> Os atuais maiores intermediários - grande parte entidades sem fins lucrativos - envolvidos na indústria do impacto social são, majoritariamente, norte-americanos e britânicos, quais sejam a Social Finance U.K., Social Finance U.S., Social Finance Israel, Third Sector Capital Partners, Private Capital for Public Good e Instiglio. Adicionalmente, o Harvard Social Impact Bond Technical Assistance Lab ainda atua assessorando juridicamente alguns entes governamentais dos Estados Unidos da América na implantação do Título de Desenvolvimento Social, configurando-se como um grande pólo profusor de conhecimento na área e facilitador na prática de sua instalação.

<sup>17</sup> Tabela fora elaborada a partir de pesquisa, até setembro de 2014, nos mais variados sítios e documentos citados no corpo deste trabalho. Para fins de utilização de dados, foi considerado para tal tanto iniciativas fundamentadas pela nomenclatura do Social Impact Bond como do Pay-for-Success e do Development Impact Bonds (DIBs).

Combate ao desemprego	Merseyside - Reino Unido
Auxílio a problemas familiares e juvenis	Nova Gales do Sul - Austrália
Combate ao contágio de Malária	Moçambique
Prevenção ao contágio de HIV	Suazilândia
Combate à gravidez precoce indesejada	Medellín - Colombia
Combate às complicações geradas pela asma	Califórnia - EUA
Combate às complicações geradas pela "doença do sono"	Uganda
Auxílio a políticas que promovem cuidados neonatais	Carolina-do-sul - EUA
Auxílio a políticas de adoção de órfãos	Country-wide - Reino Unido
Capacitação de mão-de-obra e acesso ao primeiro emprego	Israel

Quanto aos TDS já operacionais, os resultados ainda não podem ser observados com rigor científico. Isso porque as operações ainda estão se desenvolvendo, os projetos sociais sendo prestados, de modo que é prejudicada qualquer análise prévia do sucesso das iniciativas.

Note-se que a sua operacionalização é bastante recente, sendo que a implementação da primeira experiência ocorreu no ano de 2010, no Reino Unido. Apesar de sua juventude, o instituto tem se espalhado por diversos países, o que é um indicativo de que o tema merece ser acompanhado de perto pelos agentes envolvidos com políticas públicas no Brasil.

Além do exemplo britânico, apresentado na sequência, este tópico contém a exposição detalhada da experiência nos Estados Unidos da América e na América Latina, representada pela Colômbia e México.

### 6.1. A primeira experiência: o caso britânico

Setembro de 2010 (THE GUARDIAN, 2010; SOCIAL FINANCE, 2011; RAND EUROPE, 2011, p. 2-3)<sup>18</sup> é a data de inauguração do primeiro TDS, o Peterborough Prison Project (Peterborough SIB) (BALIGA, 2013, p. 446). No entanto, sua criação e idealização remetem aos idos de 2007.

Neste período, a partir de estímulo por parte do governo britânico para a promoção de alternativas inovadoras ao investimento de impacto, foi fundada, em Londres, a Social Finance<sup>19</sup>, uma organização

<sup>18</sup> Essa é a data de início do Título de Desenvolvimento Social. O contrato fora assinado, no entanto, em março de 2010.

<sup>19</sup> Informações retiradas de pesquisa livre no sítio da companhia. Disponível em: <<http://www.socialfinance.org.uk/about/how-we-work>>. Acesso em: 15 de junho de 2014.

sem fins lucrativos especializada em negócios sociais e no desenvolvimento de investimentos de impacto no Reino Unido.

A partir de então, houve a estruturação do que viria a ser o primeiro instrumento objeto deste trabalho. No ano de 2010, portanto, após a redação do TDS e o posterior acordo com o governo britânico, a Social Finance captou, aproximadamente, £5 milhões (RAND EUROPE, 2011, p. 3) com investidores privados para a realização do projeto.

Tais recursos serviram para financiar um projeto que, até o momento, tem como escopo a realização de uma intervenção positiva com pessoas que cometeram delitos leves (penas menores de um ano) e estão ou estavam cumprindo suas penas no HMP Peterborough (presídio Real de Peterborough) (RAND EUROPE, 2011, p. 3-4).

O projeto, como dito, tem por objetivo o combate à reincidência criminal e, para aferir o sucesso do programa, o Ministério da Justiça britânico apontou como avaliadores independentes a QinetiQ e a Universidade de Leicester, que analisam quais dos contraventores deixaram de reincidir criminalmente em virtude do projeto conduzido pela Social Finance, tendo como base taxas de reincidência criminal obtidas em espaço amostral semelhante, ou seja, a partir de outros contraventores que saíram ou sairão dos demais presídios britânicos e que, por sua vez, não tiveram acesso às intervenções preventivas realizadas pelo projeto (RAND EUROPE, 2011, p. 3-4).

Para mensurar a eficiência do programa tem-se como parâmetro principal o número de reincidentes criminais<sup>20</sup> por parte dos que reincidiram criminalmente e não foram alvos da intervenção do projeto subtraído do número dos que reincidiram e foram alvos do projeto (RAND EUROPE, 2011, p. 31). Estes números estão sendo extraídos do Ministério da Justiça a partir de coletas de dados internos do sistema prisional britânico.

Para tanto, os presos foram divididos em três grupos de mil prisioneiros cada, totalizando três mil prisioneiros. Neste projeto específico, dois métodos de avaliação de sucesso na redução da reincidência criminal foram criados, os quais serviriam como base para a definição da remuneração dos investidores, são eles:

- i. Redução do índice de reincidência, entre os prisioneiros envolvidos no Peterborough Prison Project, em pelo menos um dos grupos, em 10% (RAND EUROPE, 2011, p. 32).<sup>21</sup> Caso este índice seja atingido, o governo britânico compromete-se a remunerar os investidores em 7,5% (anuais) do total capital aplicado (BALIGA, 2013, p. 447). Caso não seja verificada a redução de 10% nas três ou em pelo menos um dos grupos de prisioneiros, analisar-se-ão os três grupos de forma conjunta e, caso o resultado final seja a diminuição de, no mínimo, 7,5% no índice de reincidência criminal no espaço amostral, o governo britânico ainda assim remunerará os investidores nos mesmos 7,5% anuais (somam-se as reduções geradas em cada grupo e, disso, obtém-se a média aritmética); e
- ii. Se o índice cair acima dos 10% convencionados, a remuneração chegará, proporcionalmente, a um máximo de 13% sobre o total aplicado pelos investidores, tendo por base a referência de

---

<sup>20</sup> Cf.: "A reconviction event is defined as an occasion on which an offender is convicted in court for a new offence or offences".

<sup>21</sup> Esta redução considerou, para não haver distorções, não só o benchmark de outros presídios quando em se tratando de delitos semelhantes (ou seja, aqueles com pena máxima de 1 ano), mas como dados estatísticos de médias históricas de detentos do presídio de Peterborough.

economia orçamentária gerada pela não reincidência criminal dos outrora detentos (RAND EUROPE, 2011, p. 37).

O prazo de duração do Peterborough Prison Project foi ajustado, inicialmente, para seis anos, sendo assim, ainda não é possível aferir, de maneira rigorosa, seu sucesso ou fracasso. O projeto está implementado e sua proposta tem sido desempenhada, até o momento, com sucesso e sem nenhum entrave que mereça ser comentado (BALIGA, 2013, p. 448). Dados recentes indicam que o projeto tem obtido relativo sucesso (SOCIAL FINANCE, 2011 *apud* HUMPHRIES, 2013, p. 436).

Neste ponto, ainda sobre a temática da experiência britânica, é importante ressaltar a interessante maneira com que foi feita a operação, do ponto de vista da estruturação dos veículos de investimento, por parte da Social Finance e do governo britânico. Foi constituído um veículo de investimento próprio, a Social Impact Partnership Limited (“*special purpose vehicle*” ou SPV, na sigla em inglês, e sociedade de propósito específico, no vernáculo, SPE), para que se tornasse possível a emissão dos títulos de dívida ou organizados os contratos de financiamento (“*loan agreements*”) (SOCIAL FINANCE, 2013, p. 3). Por se tratar de uma atividade em que o risco é tomado somente pelos investidores, os títulos não foram estruturados como débito para o governo, e esse desenho societário foi chancelado pelo Tesouro britânico,<sup>22</sup> conforme destacado em artigo da própria Social Finance:

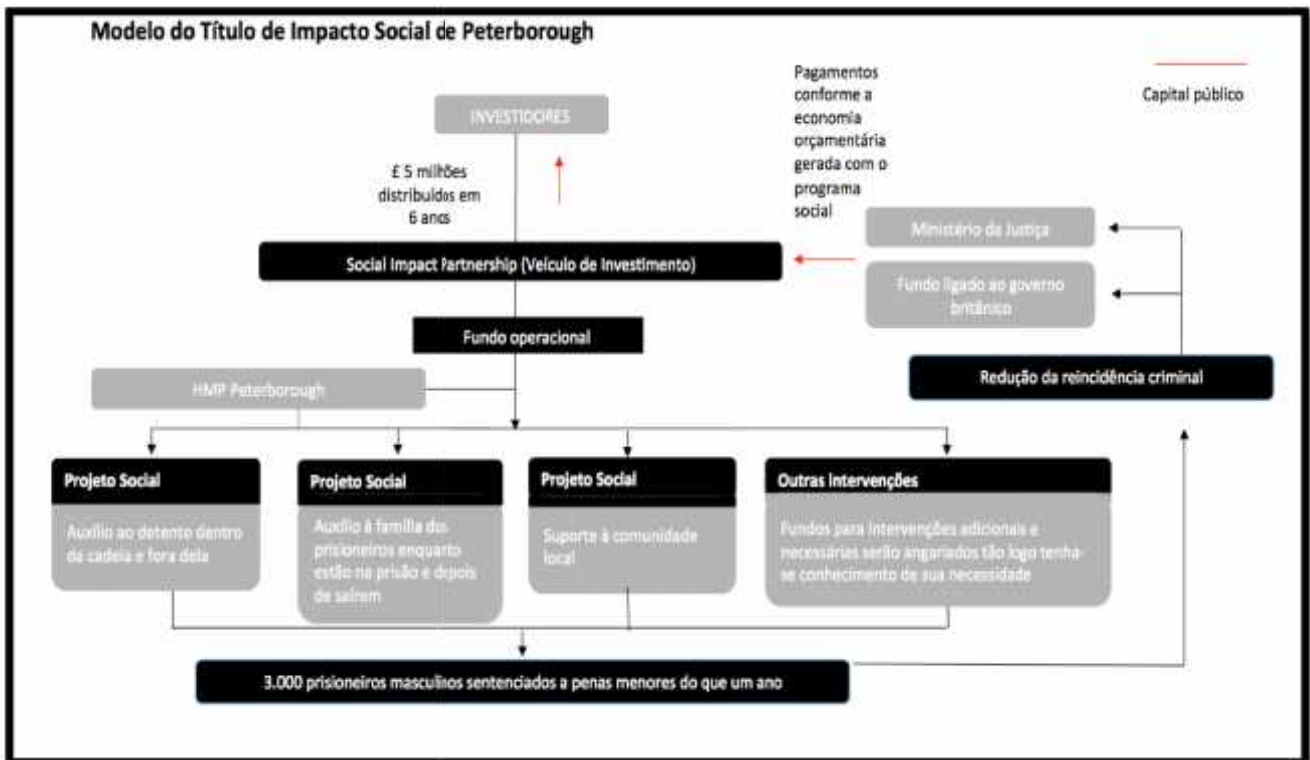
“Os fundos dos investidores ligados à Social Impact Bond Partnership Limited [veículo de investimento] utilizados para financiar as intervenções sociais não são contabilizados como um débito governamental. Os riscos externos e o controle dos fundos estão sob o controle absoluto da Social Impact Bond Partnership Limited [veículo de investimento], e esse tratamento contábil foi aprovado pelo Tesouro Real Britânico. A possibilidade de se fazer outros pagamentos está ligada ao sucesso do programa e ao atingimento (ou não) das bandas de remuneração. Após analisar os resultados das três tranches de remuneração, o Ministério da Justiça saberá como e de que maneira realizar os pagamentos sobre o capital investido e, assim, poderá ajustá-los contabilmente de maneira apropriada”.<sup>23</sup> (tradução livre) (RAND EUROPE, 2011, p. 39, nota 85)

A operação do Peterborough Prison Project descrita acima pode ser observada a partir do quadro abaixo (ADIB, 2014, p. 33):

---

<sup>22</sup> Cumpre destacar, no entanto, que esse modelo apresentado é provisório. O governo britânico ainda não sabe qual estrutura adotar caso o uso dos Títulos de Desenvolvimento Social venham a ser estruturados em larga escala. (RAND EUROPE, 2011, p. 39, nota 85).

<sup>23</sup> Original: “The investors’ funds within Social Impact Partnership Limited, used to fund the interventions, do not count as government debt. The outcomes risk and control of the funds lie solely with Social Impact Partnership Limited, and this accounting treatment was approved by HM Treasury. The possibility of making outcome payments may be disclosed as a contingent liability in the Ministry of Justice accounts, if such treatment becomes appropriate. After the three cohorts have been followed up, the Ministry of Justice will know whether or not it will be making the outcome payments, and can adjust its accounting accordingly.”



## 6.2. A experiência norte-americana

Nos Estados Unidos da América, a modalidade de investimento de impacto social utilizada é denominada *Pay for Success*. Este modelo não apresenta as características do *Social Impact Bond* britânico, mas guarda relação intrínseca com este, já que, de certa maneira, o compõe. Esta aproximação foi destacada pela Social Finance U.S., conforme pode se verificar a partir do trecho abaixo produzido pela entidade (SOCIAL FINANCE, 2014b):

“O Título de Desenvolvimento Social é, algumas vezes, confundido com os contratos de Pagamento pelo Sucesso, embora haja diferenças entre os dois termos. Enquanto o Título de Desenvolvimento Social incorpora os princípios do Pagamento pelo Sucesso, eles são, na prática, diferentes. Pagamento pelo Sucesso refere-se a um tipo de contrato entre o governo e outra entidade em que o pagamento está ligado à performance. O governo compromete-se a pagar um bônus se determinado cronograma de atividade e resultados é atingido; esse é um tipo específico de Pagamento pelo Sucesso, uma vez que o pagamento está atrelado à performance. O Título de Desenvolvimento Social, em contraste, é um mecanismo de financiamento que patrocina os programas elaborados sob a égide do Pagamento pelo Sucesso; o Título de Desenvolvimento Social é usado para obter fundos para custear os programas baseados no Pagamento pelo Sucesso. Todos os programas elaborados por meio de Pagamento pelo Sucesso e suportados pelo Título de Desenvolvimento Social estão debaixo do guarda-chuva conceitual do investimento de impacto.”<sup>24</sup> (tradução livre)

<sup>24</sup> Original: “SIBs are sometimes conflated with pay-for-success contracts, although there are differences between the two terms. While SIBs incorporate the principles of PFS, they are in fact different. PFS refers to a type of contract between government and another entity in which pay is linked to performance. The government may promise to pay a bonus if a road is completed on time; this is a PFS contract, since pay is contingent upon performance. A SIB, by contrast,

O primeiro *Pay for Success* consolidado em território norte-americano foi idealizado pelo prefeito de Nova Iorque (CITY OF NEW YORK, 2012), Michael Bloomberg, em nível municipal, no verão (HUMPHRIES, 2013, p. 437) de 2012. Este *Pay for Success* foi estruturado com a chancela do Departamento Correccional da Cidade de Nova Iorque, já que tinha como objetivo, da mesma forma que o SIB britânico, combater a reincidência criminal de detentos juvenis egressos do presídio de Rikers Island (CHEN, 2012, p. A14 apud HUMPHRIES, 2013, p. 437-438).

Diferentemente do que ocorreu no Reino Unido - em que os investidores eram majoritariamente fundos de filantropia e fundos ligados ao governo britânico, nesta experiência o banco Goldman Sachs investiu US\$ 9,6 milhões em favor do MDRC,<sup>25</sup> intermediário do *Pay for Success*, para o desenvolvimento deste projeto de ressocialização e reabilitação de ex-detentos.

O MDRC é uma entidade sem fins lucrativos cuja especialidade é a implementação e a avaliação estatística de programas voltados a populações marginalizadas. O foco do MDRC é atuar em áreas como educação, saúde, combate ao desemprego, problemas familiares e juvenis. O projeto de Rikers Island foi o primeiro projeto desta natureza experimentado pelo intermediário (HUMPHRIES, 2013, p. 438).

O projeto foi realizado pela The Osborne Association e pela Friends of Island Academy, organizações sem fins econômicos que administram a intervenção positiva realizada junto aos jovens recém-saídos do presídio de Rikers Island. Como avaliador independente figurou o The Vera Institute of Justice, entidade responsável por determinar o resultado gerado pelo projeto e quais os números que deverão ser utilizados para fins da definição da remuneração do intermediário e dos investidores (RUDD, T.; NICOLETTI; MISNER et al, 2013, p. 19).

Neste *Pay for Success* norte-americano, caso a reincidência caia 10% em relação aos índices anteriores, o banco Goldman Sachs será reembolsado integralmente de seu investimento. Caso o índice despenque ainda mais, acima da casa dos 10%, o banco fará jus à remuneração de US\$ 2,1 milhões de dólares (HUMPHRIES, 2013, p. 438).

Do ponto de vista estrutural, em uma primeira análise, o Título de Desenvolvimento Social britânico parece ser idêntico ao Título de Desenvolvimento Social norte-americano. No entanto, diferentemente daquele, neste o investidor não carregou todos os riscos. O Goldman Sachs está descoberto<sup>26</sup> em US\$ 2,4 milhões de dólares em virtude da existência de um terceiro garantidor na operação, a Bloomberg Philantropies, do ex-prefeito de Nova Iorque, que está garantindo os outros US\$ 7,2 milhões. O diagrama da operação pode ser observado da seguinte maneira (ADIB, 2014, p. 32):

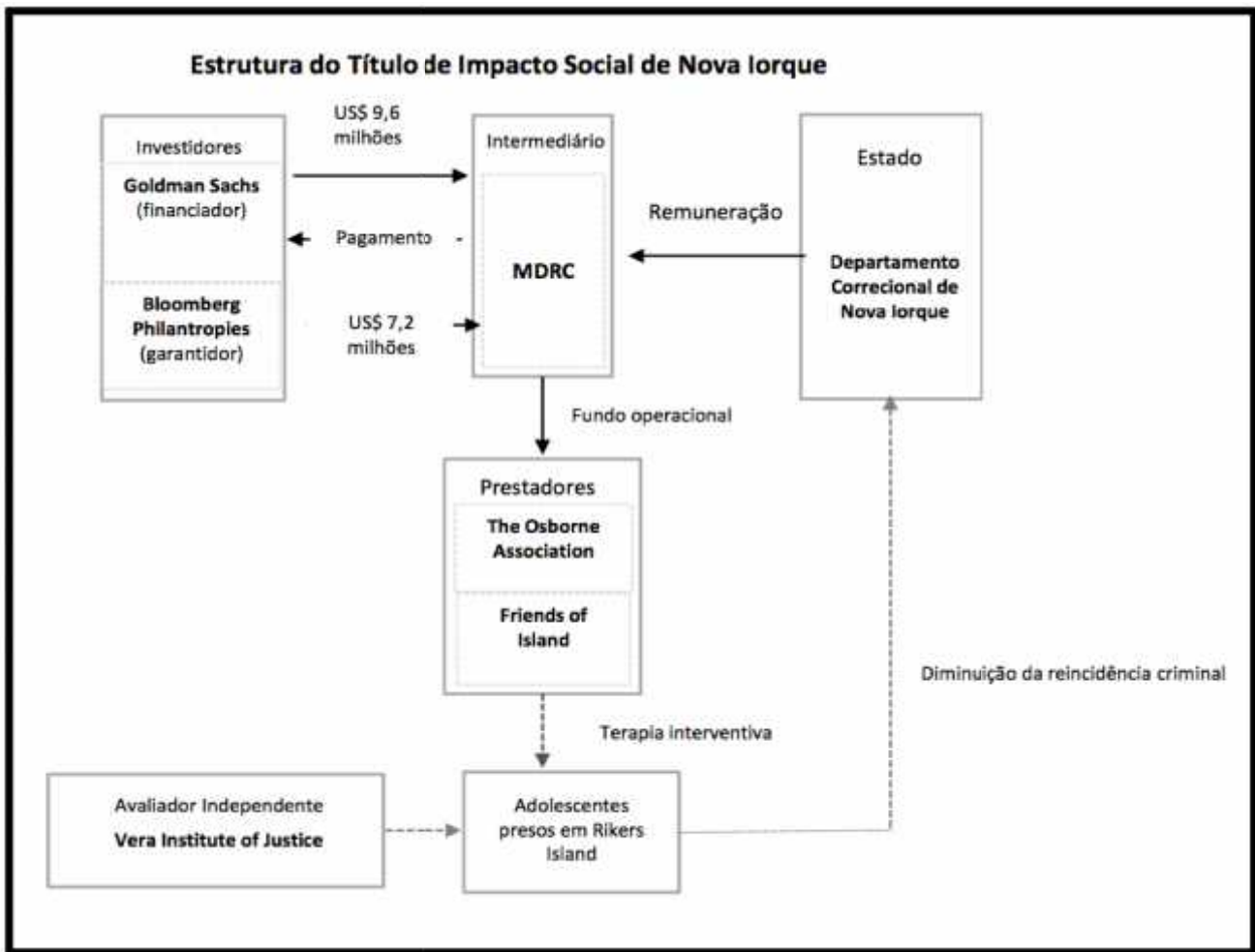
---

is a financing mechanism that supports PFS programs; the SIB is used to raise funds to launch a PFS-based project. All PFS-based financing arrangements, including SIBs, fall under the wider umbrella of impact investing.”

<sup>25</sup> “Created in 1974 by the Ford Foundation and a group of federal agencies, MDRC is a nonprofit, nonpartisan education and social policy research organization dedicated to learning what works to improve programs and policies that affect the poor” (MDRC ORG, 2014).

<sup>26</sup> “Descoberto” é uma nomenclatura utilizada no jargão mercadológico para se referir à situação de um investimento desprotegido, sem garantia.





Vale ressaltar, também, que segundo nossos levantamentos existem projetos semelhantes já em estágio de desenvolvimento ou ainda em fase preliminar de implantação em outros estados norte-americanos, tais como Colorado, Michigan, Carolina do Sul (EAMES; TERRANOVA; BATAGLIA et al., 2014, p. 26), Minnesota (ROTHSCHILD, 2013, p. 103), Illinois (GOVERNMENT OF ILLINOIS, 2014), Massachusetts (COSTA; KOHLI, 2013), Connecticut (CONNECTICUT DEPARTMENT OF CHILDREN AND FAMILIES, 2013), California (TAYLOR, 2013), Oklahoma (HOBEROCK, 2014), Utah (WOOD, 2014), Ohio, dentre outras iniciativas que vêm sendo estruturadas em Nova Iorque (SOCIAL IMPACT BOND ASSISTANCE LAB, 2014).

Destaca-se, ainda, que além das iniciativas acima mencionadas, há um movimento legislativo precursor por parte do governo federal estadunidense na linha de promover e estimular a indústria dos Títulos de Desenvolvimento Social. Recentemente, em provisões destacadas para o ano fiscal de 2015 pela administração do presidente Barack Obama, foi incluído um pacote de estímulo da ordem de US\$ 500 milhões para a indústria do Título de Desenvolvimento Social (SOCIAL FINANCE, 2014a). Além disso, o Congresso norte-americano aprovou, no dia 16 de junho de 2014 (SOCIAL FINANCE, 2014a), o Social Impact Bond Act (HOUSE OF REPRESENTATIVES, 2014). De acordo com esta lei, para que haja o repasse do governo federal aos governos estaduais e municipais, estes precisam identificar problemas sociais e os respectivos projetos que possam atacar tais problemas gerando economia orçamentária para o executivo federal. Os Estados submetem os estudos para o Departamento do Tesouro, que avaliará a viabilidade dos programas apresentados e consultará a mais nova agência federal criada especificamente

para esta finalidade, a chamada Federal Interagency Council on Social Impact Bonds. A partir do resultado desta avaliação, o Tesouro liberará os fundos para a realização do projeto (FIELD, 2014). Este pode ser um indicativo de modelo a ser seguido pelo Brasil.

Note-se que a aprovação desta lei foi fruto de uma coalizão partidária entre democratas e republicanos (YOUNG, 2014). O fomento à indústria dos Títulos de Desenvolvimento Social representa, portanto, uma unanimidade rara entre os espectros políticos (FIELD, 2014) cotidianamente divergentes nos Estados Unidos.

### *6.3. Experiências latino-americanas (Colômbia e México)*

Ainda que outras experiências envolvendo Títulos de Desenvolvimento Social, em variadas localidades, estejam ocorrendo neste momento, tal como na Austrália, que tem desenvolvido consideravelmente a indústria de impacto (ADDIS; MCLEOD; RAINE, 2013), preferiu-se, neste estudo, o relato de algumas iniciativas na América Latina, em especial na Colômbia e México, por estarem mais próximas da realidade brasileira (seja por alinhamento temático, econômico ou geográfico).

Na Colômbia, existe uma atividade relativamente intensa da entidade Instiglio. Atuando em três frentes, esta entidade está estruturando TDS em projetos como de permanência estudantil, combate à gravidez precoce nas faixas juvenis e combate ao desemprego (INSTIGLIO, 2014).

O primeiro deles e que se encontra em estágio mais avançado de implantação é o de Antioquia, Colômbia. Nesta experiência, o principal foco é o aumento dos níveis de escolaridade das populações elegíveis para o programa, ou seja, dos mais jovens, e a sua conseqüente permanência no ambiente escolar. Segundo dados do próprio intermediário, apenas 40% da população colombiana que supostamente deveria estar no Ensino Médio (jovens) encontra-se efetivamente matriculada (INSTIGLIO, 2014).

O segundo projeto tem por objetivo reduzir as taxa de gravidez precoce indesejada, as quais geram inúmeros gastos para o Poder Público colombiano, seja na forma de gastos diretos, como o parto ou atendimentos médicos realizados após tentativas de realização de abortos em clínicas clandestinas, seja como gastos indiretos, gerados no longo prazo. Atuar nesta área, portanto, além de um impacto social robusto, traz uma economia orçamentária sólida para o Estado. No caso deste projeto, que está sendo desenvolvido em Medellín, 16% das mulheres entre 16 e 19 anos estão grávidas ou já são mães. No mesmo sentido, as mulheres colombianas entre a faixa etária dos 10 aos 19 anos são responsáveis por vinte mil partos anuais (INSTIGLIO, 2014).

O terceiro projeto, por sua vez, tem por objetivo combater a alta taxa de desemprego colombiana por meio de projetos que forneçam treinamentos profissionais e de capacitação técnica, semelhante ao programa do Governo Federal do Brasil chamado de Programa Nacional de Acesso ao Ensino Técnico e ao Emprego (Pronatec) (MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO, 2014). Também pretendem auxiliar, nesta feita, a entrada dos beneficiários do projeto no mercado de trabalho e os auxiliar na permanência no ambiente laborativo (INSTIGLIO, 2014).

No México, a ideia ainda é pioneira. O programa por lá idealizado buscará combater o desenvolvimento de complicações oriundas da diabetes tipo II. Esta doença crônica afeta 14% da população adulta mexicana. Ela não só diminui a qualidade de vida dos doentes como traz outros riscos à saúde, podendo desenvolver doenças indiretas. Esse cenário traz demasiados danos à sociedade, bem como elevados gastos para o Poder Público. Por meio de políticas informacionais a respeito da diabetes tipo II, buscar-

se-á melhorar a vida destas populações e diminuir consideravelmente os gastos do Poder Público com complicações oriundas dessa patologia (INSTIGLIO, 2014).

Todos os projetos acima comentados estão em fase de elaboração. As tratativas com os governos locais estão avançadas, mas há intensa discussão a respeito do modelo jurídico a ser utilizado e de que forma a operação por lá pode ser estruturada. O mercado, no entanto, já sinalizou positivamente à existência dos Títulos de Desenvolvimento Social nas localidades destacadas (INSTIGLIO, 2014).

Saindo da atuação da Instiglio, recentemente foi anunciado pelo Fundo Multilateral de Investimentos, fundo ligado ao Banco Interamericano de Desenvolvimento, um pacote de incentivos da ordem de US\$ 5,3 milhões à indústria de impacto, especificamente a Títulos de Desenvolvimento Social, na América Latina e Caribe (MULTILATERAL INVESTMENT GROUPE, 2014). Mais uma amostra do desenvolvimento do instrumento na região latino-americana, porém sem ainda nenhum tipo de experiência no Brasil.<sup>27</sup>

## **7. Proposta de modelagem jurídica do título de desenvolvimento social para implementação no Brasil**

Superada a fase explicativa e ilustrativa deste complexo instrumento, passa-se, neste ponto do artigo, à fase mais prática, ou seja, de propositura de possível modelo a ser utilizado para a incorporação do Título de Desenvolvimento Social como modalidade de investimento e financiamento de políticas públicas preventivas em solo nacional.

Este modelo não representa o exaurimento do estudo, nem das suas possibilidades de estruturação, pelo contrário. A ideia, apenas, é propor uma modalidade dentre muitas<sup>28</sup> que possa se encaixar no já existente ordenamento jurídico pátrio.

Escolheu-se um modelo que, neste entendimento, tende a ser o mais factível para o momento. Partiu-se do pressuposto da incipiência da temática do investimento de impacto em sede nacional. Esse pressuposto se revela consistentemente verdadeiro na medida em que, além da inexistência de desenvolvimento acadêmico e normativo sobre o Título de Desenvolvimento Social, a própria indústria de impacto é razoavelmente pequena no país.

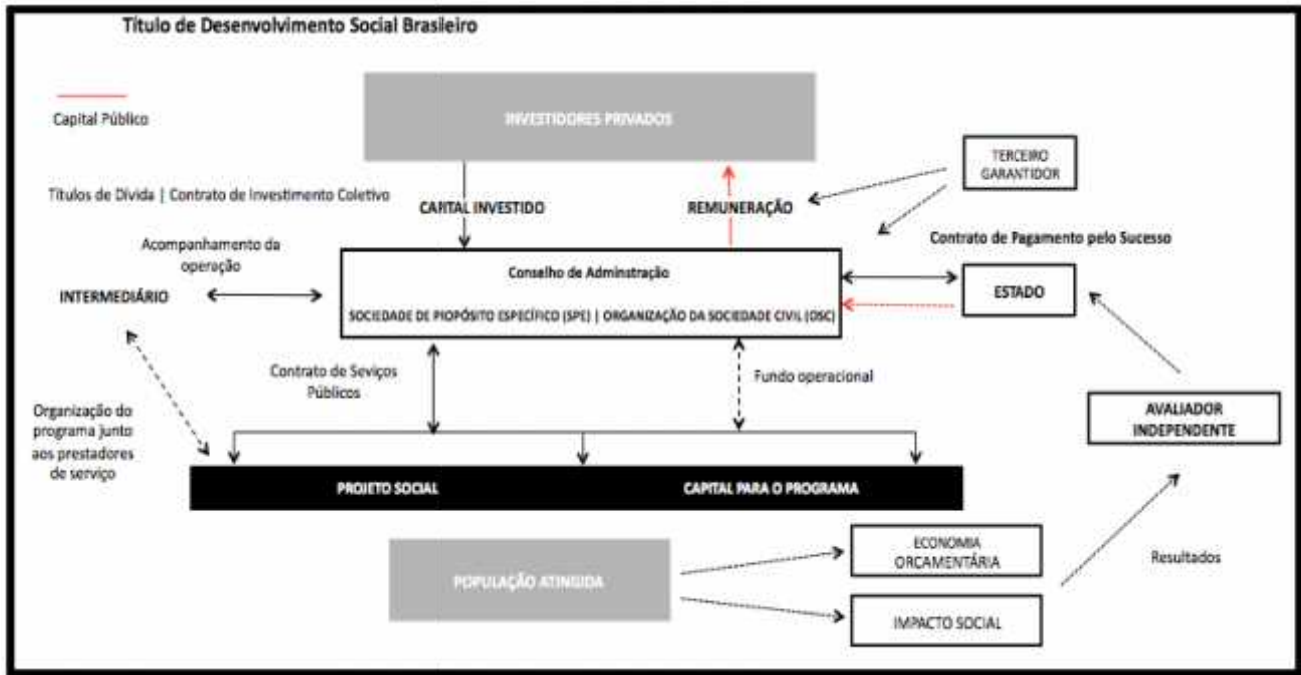
### *7.1. Aspectos gerais do modelo proposto*

A seguir observa-se esquematicamente o diagrama ideal de um arranjo proposto para implementação no Brasil (ADIB, 2014, p. 85):

---

<sup>27</sup> Há uma vontade de se promover a implementação no Estado de Goiás, mas por ora ainda está no plano da discussão da viabilidade econômica e jurídica. Sendo assim, até aqui, a afirmação do texto se comprova: não houve nenhuma experiência brasileira do instituto até o momento (GOVERNO DO ESTADO DE GOIÁS, 2014).

<sup>28</sup> Para outros quatro modelos de emissão, a dizer: (i) contrato de investimento coletivo: emissão pelo ente privado via SPE; (ii) contrato de investimento coletivo: emissão pelo ente estatal via empresa pública estadual ou municipal; (iii) título de dívida: emissão pelo ente estatal via empresa pública estadual ou municipal; e (iv) nota promissória: emissão pelo intermediário (ADIB, 2014, p. 80-88).



Em primeiro lugar, entende-se que a presença de um terceiro garantidor da operação seria importante para uma primeira experiência brasileira, pois facilitaria o necessário rompimento da inércia sobre o instituto, além de robustecer de credibilidade do TDS.

A figura desse fomentador seria essencial para reunir, neste momento preliminar, investidores de diferentes ramos de atuação, sejam eles investidores filantrópicos ou grandes investidores do mercado de capitais, tais como gestores, fundos e bancos. Dessa sorte, esta primeira operação cumpriria uma importante função de disseminação e publicidade do TDS no mercado, trazendo maior conhecimento, estabilidade e segurança à operação.

Conforme pode ser verificado, a emissão do Título de Desenvolvimento Social (ou a celebração de um contrato de financiamento e/ou contrato de investimento coletivo) seria feita por uma sociedade de propósito específico (SPE), criada única e exclusivamente para emitir os títulos de dívida (uma debênture, por exemplo) e distribuí-los aos investidores no âmbito do mercado de capitais brasileiro. Caberia à SPE, inclusive, firmar os contratos de Pagamento pelo Sucesso, os quais lastreariam os recebíveis que garantiriam a operação de dívida contemplada. Assim, o risco da empreitada recairia, em um primeiro momento, sobre os investidores.

A administração da SPE ficaria a cargo de um conselho de administração, responsável por direcionar e avaliar a eficácia do programa no médio-longo prazo, fornecendo informações a todos os envolvidos na operação da maneira mais transparente possível, tendo como base as melhores práticas de estruturação societária. Este conselho poderia ser formado por grupo híbrido, devendo seus membros ser indicados pelo Estado, investidores (a depender do aporte de capital) e pelo próprio intermediário da operação.

Como afirmado acima, tendo em vista que o diagrama é autoexplicativo em relação às partes regulares da operação já analisadas neste artigo, tem-se, aqui, a importante figura do terceiro garantidor, que poderia assumir total ou parcialmente o risco da operação.

A primeira pergunta que surge é a seguinte: por que alguém tomaria o risco da operação sem a perspectiva de lucrar com o projeto? A possível resposta é: o terceiro garantidor pode deter interesse exclusivo no impacto social da operação, qualificando-se como um fundo filantrópico, por exemplo.

Imagine-se o seguinte cenário: uma determinada pessoa é a gestora de um fundo filantrópico, de uma fundação ou de uma companhia que possui uma quantia considerável a ser doada para algum projeto social. Como esse dinheiro já sairia do seu fluxo de caixa e, invariavelmente, não traria nenhum retorno econômico ao ente filantrópico, apenas o ganho social, torna-se atrativo figurar como o garantidor de um projeto que, na pior das hipóteses, buscou melhorar a condição de vida de algumas pessoas por meio de uma intervenção social profissionalizada. O garantidor poderia, inclusive, ter o direito de indicar um ou mais membros do conselho de administração da SPE.

Pensa-se, também, para figurar no polo garantidor e com o intuito de fomentar as operações no país, o próprio Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) ou entidade regional equivalente. Em princípio, o BNDES poderia tomar parcialmente o risco da operação, tal como no exemplo estadunidense, até que algumas iniciativas se mostrassem economicamente viáveis ao mercado. Do ponto de vista financeiro, em um primeiro momento, tais aportes não significariam um risco significativo ao BNDES, tendo em vista, pelo menos, as experiências internacionais, que tem girado em torno dos R\$15-30 milhões de reais investidos.

Em relação à proposta em si, conforme o quadro acima, os recursos para o projeto poderiam ser angariados pelos investidores a partir da emissão de uma oferta privada de debêntures. Esta emissão poderia se valer de regimes diferenciados de ofertas públicas de distribuição, conforme o previsto pela Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009, alterada pela Instrução CVM n.º 551, de 25 de setembro de 2014, que trata das ofertas públicas de valores mobiliários<sup>29</sup> distribuídas com esforços restritos.<sup>30</sup> Ao

<sup>29</sup> Valores mobiliários no âmbito da Instrução CVM 476/09, conforme alterada:

“Art. 1º Serão regidas pela presente Instrução, as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos. §1º Esta Instrução se aplica exclusivamente às ofertas públicas de: I – notas comerciais; II – cédulas de crédito bancário que não sejam de responsabilidade de instituição financeira; III – debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações; IV – cotas de fundos de investimento fechados; V – certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio; VI – cédulas de produto rural - financeiras que não sejam de responsabilidade de instituição financeira; VII – warrants agropecuários; VIII – certificados de operações estruturadas; IX – os seguintes valores mobiliários, desde que emitidos por emissor registrado na categoria A: a) ações; b) debêntures conversíveis por ações; e c) bônus de subscrição, mesmo que atribuídos como vantagem adicional aos subscritores de debêntures; XII – debêntures permutáveis por ações, desde que tais ações sejam emitidas por emissor registrado na categoria A; XIII – certificados de depósito de valores mobiliários mencionados neste parágrafo; e XIV – certificados de depósito de valores mobiliários no âmbito de Programa BDR Patrocinado Nível III.”

<sup>30</sup> Entendimento de oferta pública distribuída com esforços restritos nos termos da Instrução CVM 476/09:

“Art. 2º As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a investidores qualificados e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.”

Entendimento de investidor qualificado nos termos da Instrução CVM 476/09:

“Art. 4º Para os fins desta Instrução, consideram-se investidores qualificados, os referidos no art. 109 da Instrução CVM n.º 409, de 18 de agosto de 2004, observado que: I – todos os fundos de investimento serão considerados investidores qualificados, mesmo que se destinem a investidores não-qualificados; e II – as pessoas naturais e jurídicas mencionadas no inciso IV do art. 109 da Instrução CVM n.º 409, de 2004, deverão subscrever ou adquirir, no âmbito da oferta, valores mobiliários no montante mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais).”

Entendimento de investidor qualificado nos termos da Instrução CVM 409/04:

“Art. 109. (...) são considerados investidores qualificados: I – instituições financeiras; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o

mesmo tempo, poderia ser criado um regime diferenciado<sup>31</sup> de registro (ou até a sua própria dispensa, como é o caso, também da Instrução CVM n.º 286, de 31 de julho de 1998<sup>32</sup>) para as emissões baseadas em Títulos de Desenvolvimento Social, regime este que favoreceria a expansão, credibilidade e viabilidade financeira do instrumento sem, contudo, deixar de fornecer ao mercado e aos investidores que nele aportarão recursos os dados necessários à equalização informacional e de expectativas, consoante os postulados da CVM. Ainda, no que se refere a uma possível oferta pública de Títulos de Desenvolvimento Social via títulos de dívida, a emissão poderia ser feita em uma escala pequena, de até R\$ 2.400.000,00 em cada período de 12 meses, podendo ser realizada mediante dispensa de registro nos termos do §3º, artigo 5º da Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada.

Benefícios fiscais para os investidores do mercado de capitais também podem ser um instrumento eficaz para aumentar o montante de recursos captados pela SPE no âmbito dos Títulos de Desenvolvimento Social e fomentar a indústria.<sup>33</sup>

### *7.2. A estruturação jurídica do título de desenvolvimento social sob a perspectiva da administração pública brasileira*

A implementação da operação de TDS depende da participação do Estado. Embora seja possível cogitar uma operação de TDS remunerada exclusivamente por particulares filantropos, este não é o cenário provável para a implementação do modelo no Brasil – sendo que também não há registro dessa estruturação no estrangeiro.

Dessa sorte, a implementação do modelo no Brasil está condicionada à conformidade do TDS com o regime jurídico aplicável à Administração Pública brasileira.

A atuação da Administração Pública, como se viu, é central para o modelo proposto, pois representa a fonte da remuneração dos investidores em caso de sucesso do projeto, o que acontece por meio do que se denomina, na esfera internacional, por contrato de Pagamento pelo Sucesso.

Considerando-se que a participação da Administração Pública envolve a potencial transferência de recursos públicos a terceiros por intermédio de um negócio jurídico bilateral, a operação do TDS está sujeita às regras de direito público que disciplinam a relação negocial com os particulares.

---

Anexo I; V – fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; VI – administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VII – regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.”

<sup>31</sup> No caso de emissões do Título de Desenvolvimento Social enquanto um título de dívida (uma debênture por exemplo), a emissão poderia se valer das exceções e privilégios presentes na Instrução CVM 476/09, partindo do pressuposto de que nenhuma instrução seria exarada pela autarquia afim de regular, especificamente, a emissão dos Títulos de Desenvolvimento Social, conforme sugerido acima.

<sup>32</sup> Essa instrução dispõe sobre “alienação de ações de propriedade de pessoas jurídicas de direito público e de entidades controladas direta ou indiretamente pelo Poder Público e dispensa os registros de que tratam os arts. 19 e 21 da Lei 6.385/76, nos casos que especifica: II - de lote único e indivisível de valores mobiliários; e III - de valores mobiliários de emissão de empresas de pequeno porte e de microempresas, assim definidas em lei.”

<sup>33</sup> Exemplos existentes como a isenção de imposto de renda para investidores em valores mobiliários utilizados na captação de recursos para a implementação de projetos de investimento na área de infraestrutura, considerados prioritários pelo Governo Federal (conforme a Lei n.º 12.431, de 24 de junho de 2011, conforme alterada), bem como a isenção do imposto de renda conferida para pessoas físicas que investem em fundo de investimento imobiliários, desde que este fundo seja negociado em bolsa de valores e conte com, pelo menos, 50 cotistas, que não podem possuir, individualmente, mais do que 10% das cotas ou receber rendimento superior a 10% do total de rendimentos auferidos pelo fundo (conforme a Lei n.º 11.196, de 21 de novembro de 2005), se mostraram instrumentos importantes para o desenvolvimento e amadurecimento de tais espécies de valores mobiliários ou fundos de investimentos.

A seguir estão expostas duas diferentes sugestões de modelagens jurídicas para a estruturação do Título de Desenvolvimento Social, uma aplicável ao cenário em que o agente intermediário se qualifica como uma entidade sem fins lucrativos e outra, como uma sociedade empresarial.

### *7.2.1. Uma entidade do terceiro setor como o intermediário do título de desenvolvimento social*

Analisando-se o modelo de Título de Desenvolvimento Social em que o intermediário se qualifica como uma entidade do terceiro setor, entende-se que a relação entre esta entidade e a Administração Pública pode se enquadrar no regime jurídico das parcerias voluntárias.

A grande vantagem desta modelagem é a de que, na opinião dos autores, não há necessidade de qualquer adaptação legislativa, sendo que, por seu intermédio, é possível a implementação imediata da operação do TDS no Brasil.

As parcerias voluntárias entre as organizações da sociedade civil (denominação legal para as entidades do terceiro setor<sup>34</sup>) e a Administração Pública são regulamentadas pela Lei Federal nº 13.019 de 31 de julho de 2014,<sup>35</sup> que disciplina as normas gerais aplicáveis a essas relações público-privadas de mútua cooperação.

As parcerias voluntárias podem ser formalizadas para a consecução de finalidades de interesse público, envolvendo ou não transferência de recursos financeiros, não havendo um rol exaustivo de todas as atividades passíveis de execução em regime de parceria.

Como regra, portanto, desde que a finalidade de determinada atividade se qualifique como de interesse público, é possível que haja a celebração de uma parceria voluntária, permitindo que a Administração Pública e a entidade sem fins lucrativos atuem em regime de mútua cooperação.<sup>36</sup>

A amplitude potencial do objeto de uma parceria voluntária, que admite de forma genérica e quase irrestrita a execução de atividades de interesse público, permite que uma operação de Título de Desenvolvimento Social seja estruturada por seu intermédio.

É dizer: como o propósito dos projetos operacionalizados por meio do TDS sempre terão um caráter social, existe compatibilidade entre as finalidades deste instituto e o objeto das parcerias voluntárias.

Nesse modelo, a Administração Pública repassaria, no início da parceria, um determinado montante de recursos públicos que serviria apenas para que a organização da sociedade civil (entidade do terceiro setor) estruturasse a operação de Título de Desenvolvimento Social.<sup>37</sup> Outro repasse de recursos

---

<sup>34</sup> As organizações da sociedade civil foram definidas pela lei como “pessoa jurídica de direito privado sem fins lucrativos que não distribui, entre os seus sócios ou associados, conselheiros, diretores, empregados ou doadores, eventuais resultados, sobras, excedentes operacionais, brutos ou líquidos, dividendos, bonificações, participações ou parcelas do seu patrimônio, auferidos mediante o exercício de suas atividades, e que os aplica integralmente na consecução do respectivo objeto social, de forma imediata ou por meio da constituição de fundo patrimonial ou fundo de reserva” (inciso I do artigo 2º da Lei Federal nº 13.019/2014).

<sup>35</sup> A vigência da Lei Federal nº 13.019/2014 está prevista para iniciar em 23 de janeiro de 2016.

<sup>36</sup> Destaque-se que a Lei Federal nº 13.019/2014 traz algumas exceções pontuais à regra geral, indicando os casos em que a formalização de parcerias voluntárias é vedada. Essas exceções estão previstas nos artigos 39 e 40 da lei, sendo que nenhum deles se aplica, ao menos de uma forma geral, à operação de Título de Desenvolvimento Social.

<sup>37</sup> Este primeiro repasse de recursos, a título de custeio da estruturação da operação, não é um requisito obrigatório para a modelagem proposta. Contudo, este detalhe pode representar um importante incentivo diante de um cenário em que as organizações da sociedade civil não se encontram suficientemente estruturadas e em que a operação de TDS ainda é desconhecida pelos agentes de mercado.

públicos estaria condicionado ao alcance de resultados obtidos pelo projeto de impacto social, numa estrutura análoga ao contrato de Pagamento pelo Sucesso.

Na sequência, esta entidade celebraria contratos com investidores privados, sendo que o lastro desses contratos seria a perspectiva de um segundo repasse de recursos públicos na eventualidade do projeto ser bem sucedido. Uma vez atingidos os resultados cominados contratualmente, a entidade do terceiro setor receberia o segundo repasse de recursos públicos, remunerando os investidores privados que outrora aportaram capital na operação.

Caso contrário, a Administração Pública estaria livre de suas obrigações, sendo que o eventual prejuízo seria arcado pelos investidores privados, que não seriam remunerados pela organização da sociedade civil. Neste caso, o prejuízo dos investidores pode ser integral ou parcial, a depender da modelagem dos contratos de investimento e da eventual existência de um terceiro garantidor.

Em caso de fracasso da operação de TDS, nesta modelagem, o investimento da Administração Pública terá se resumido ao aporte inicial para custeio da estruturação da operação (o primeiro repasse à organização da sociedade civil). Não há dúvidas de que o seu prejuízo seria mínimo quando comparado com um cenário em que este mesmo projeto houvesse sido objeto de fomento pelas vias tradicionais, em que o repasse de recursos é integral ou substancial.

Evidentemente, caso fique comprovado que a falha no alcance dos objetivos da operação de TDS foi provocada pela inexecução de obrigações pactuadas na parceria mantida com a Administração Pública (relacionadas com a própria estruturação da operação), a organização da sociedade civil pode e deve ser obrigada a ressarcir o repasse inicial recebido.

Esclareça-se que a existência de investidores com finalidade lucrativa na operação de TDS não afasta a possibilidade de celebração de uma parceria voluntária. Isso porque a relação dos investidores ocorrerá diretamente com a organização da sociedade civil, numa relação privado-privado. Além disso, é característico e comum, em todas as parcerias entre a Administração Pública e as entidades do terceiro setor, que sociedades empresariais se relacionem comercialmente com tais entidades do terceiro setor. Ou seja, em toda parceria voluntária existe a contratação de sociedades empresariais pelas entidades do terceiro setor, que se valem dos recursos públicos que lhe foram repassados para remunerar esses outros particulares.

Tanto é assim que a própria Lei Federal n.º 13.019/2014 prevê a necessidade de que a organização da sociedade civil apresente o seu regulamento de compras e contratações, que deve ser aprovado pela Administração Pública (inciso VIII do artigo 34).

Portanto, a presença de investidores na operação de Título de Desenvolvimento Social não contraria a Lei Federal n.º 13.019/2014, uma vez que a relação do Estado é exclusiva com o intermediário, no caso, uma organização da sociedade civil.

Outro aspecto que ressalta a conformidade do Título de Desenvolvimento Social com o regime das parcerias voluntárias é o fato de que a Lei Federal n.º 13.019/2014 estipulou a priorização do controle de resultados como uma diretriz fundamental do regime jurídico das parcerias voluntárias.

Inclusive, um dos meios previstos para o monitoramento e a avaliação das parcerias voluntárias é a pesquisa de satisfação com os beneficiários do plano de trabalho (parágrafo 2º do artigo 58 da Lei Federal n.º 13.019/2014), o que, eventualmente, poderia ser considerado como um dos critérios para a análise dos resultados de uma operação de TDS.



Dessa sorte, embora inúmeros mecanismos de controle formal e burocrático persistam na referida norma, fato é que a lógica de atingimento de resultados do Título de Desenvolvimento Social é coerente com as diretrizes das parcerias voluntárias.

Em relação aos aspectos práticos, destaque-se, em regra, que as parcerias voluntárias devem ser precedidas de chamamento público,<sup>38</sup> o procedimento administrativo destinado a selecionar a organização da sociedade civil para a celebração do termo de fomento ou do termo de colaboração.

Portanto, a Administração Pública deverá promover o chamamento público para selecionar a organização da sociedade civil com quem pretende celebrar a parceria voluntária que estruturará a relação público-privada da operação de Título de Desenvolvimento Social.

A respeito da iniciativa para a realização do chamamento público, comenta-se a importante e inovadora ferramenta prevista na Lei Federal n.º 13.019/2014 para que as próprias entidades do terceiro setor ofereçam à Administração Pública algum projeto de parceria voluntária.

Trata-se do Procedimento de Manifestação de Interesse Social (PMI Social), previsto nos artigos 18 a 21 da Lei Federal n.º 13.019/2014. Este procedimento administrativo permite que qualquer cidadão ou entidade do terceiro setor provoque a Administração Pública e ofereça um determinado projeto de parceria voluntária, sendo que a Administração Pública estará obrigada a se manifestar sobre a possibilidade de realização de um chamamento público objetivando a celebração de parceria.

Assim, é possível que entidades interessadas no TDS provoquem, por meio do PMI Social, os entes federativos brasileiros (União Federal, Estados, Distrito Federal e Municípios) com projetos para a implantação do Título de Desenvolvimento Social por meio da referida parceria voluntária.

Ainda sobre os aspectos práticos e procedimentais deste modelo, releva-se que a relação entre a entidade intermediária e a Administração Pública seria formalizada por um dos seguintes instrumentos jurídicos: (i) termo de colaboração ou (ii) termo de fomento.

A diferença entre os dois instrumentos reside no fato de que, no termo de colaboração, a Administração Pública é quem propõe o plano de trabalho da parceria, enquanto no termo de fomento o plano de trabalho é proposto pela organização da sociedade civil.

---

<sup>38</sup> Ressalve-se que a própria lei traz exceções a esta regra. É o que dispõe os artigos 29 a 31 da Lei Federal n.º 13.019/2014, conforme:

Art. 29. Exceto nas hipóteses expressamente previstas nesta Lei, a celebração de qualquer modalidade de parceria será precedida de chamamento público.

Art. 30. A administração pública poderá dispensar a realização do chamamento público: I - no caso de urgência decorrente de paralisação ou iminência de paralisação de atividades de relevante interesse público realizadas no âmbito de parceria já celebrada, limitada a vigência da nova parceria ao prazo do termo original, desde que atendida a ordem de classificação do chamamento público, mantidas e aceitas as mesmas condições oferecidas pela organização da sociedade civil vencedora do certame; II - nos casos de guerra ou grave perturbação da ordem pública, para firmar parceria com organizações da sociedade civil que desenvolvam atividades de natureza continuada nas áreas de assistência social, saúde ou educação, que prestem atendimento direto ao público e que tenham certificação de entidade beneficente de assistência social, nos termos da Lei no 12.101, de 27 de novembro de 2009; III - quando se tratar da realização de programa de proteção a pessoas ameaçadas ou em situação que possa comprometer a sua segurança.

Art. 31. Será considerado inexigível o chamamento público na hipótese de inviabilidade de competição entre as organizações da sociedade civil, em razão da natureza singular do objeto do plano de trabalho ou quando as metas somente puderem ser atingidas por uma entidade específica.

O plano de trabalho é o documento que contém todo o diagnóstico da realidade que será objeto da parceria, as metas, prazos, indicadores qualitativos e quantitativos, plano de aplicação de recursos, valores, entre outros.

Dessa forma, caso a intenção seja a celebração de um termo de colaboração, a Administração Pública apresentará o plano de trabalho no próprio chamamento público, convocando as entidades do terceiro setor interessadas em executar aquele plano de trabalho determinado e específico.

Por outro lado, caso a intenção seja celebrar um termo de fomento, o edital do chamamento público não conterá o plano de trabalho, apenas indicará as linhas básicas da necessidade a ser atingida, sendo que a organização da sociedade civil é que apresentará a proposta de plano de trabalho.<sup>39</sup>

Lembre-se que a Lei Federal nº 13.019/2014 contém dispositivo que restringe a aplicação dos convênios às parcerias firmadas entre entes federados sendo que, portanto, na vigência desta lei, os convênios não devem mais ser celebrados entre a Administração Pública e entidades sem fins lucrativos (a despeito da previsão existente no Decreto Federal nº 6.170 de 25 de julho de 2007). Assim, a celebração de convênio entre a Administração Pública e o intermediário não se revela possível para a estruturação do Título de Desenvolvimento Social no Brasil.

De todo modo, apesar da preferência dos autores pelas parcerias voluntárias, é possível cogitar a estruturação desta relação público-privada por meio de outras parcerias análogas entre a Administração Pública e as entidades privadas sem fins lucrativos, desde que regidas por lei específica, a exemplo dos contratos de gestão (Lei Federal nº 9.637 de 15 de maio de 1998) e dos termos de parceria (Lei Federal nº 9.790 de 23 de março de 1999).

Ainda, considerando-se que a ausência de finalidade lucrativa é intrínseca ao conceito de organização da sociedade civil, conforme descrito pela própria Lei Federal nº 13.019/2014, entende-se que não é possível transferir recursos para entidade privada com finalidade lucrativa com base neste diploma normativo. Portanto, a modelagem desenvolvida neste tópico não é cabível para a estrutura de operações de Título de Desenvolvimento Social com intermediários que possuem finalidade lucrativa.

### *7.2.2. Uma sociedade empresarial como o intermediário do título de desenvolvimento social*

O instrumento próprio e típico para a transferência de recursos públicos a entidades privadas com finalidade lucrativa é o contrato administrativo. Como regra geral, essas relações jurídico-administrativas se sujeitam às normas gerais de licitação pública e contrato administrativo, positivadas pela Lei Federal nº 8.666 de 21 de junho de 1993 (Lei das Licitações), sem prejuízo de que, a depender das circunstâncias, as normas jurídicas aplicáveis provêm do Regime Diferenciado de Contratações – RDC (Lei Federal nº 12.462 de 04 de agosto de 2011) ou do regime das concessões públicas (Lei Federal nº 8.987 de 13 de fevereiro de 1995 e Lei Federal nº 11.019 de 21 de dezembro de 2004).

Trata-se, neste primeiro momento, da operação de TDS estruturada a partir da Lei das Licitações, responsável por estabelecer o regime comum dos contratos administrativos.

---

<sup>39</sup> Alerta-se para uma possível confusão. O Procedimento de Manifestação de Interesse Social permite que cidadãos e organizações da sociedade civil provoquem a Administração Pública a respeito da possibilidade de realização de um chamamento público para a celebração de uma parceria voluntária, que poderá ser formalizada por termo de colaboração ou termo de fomento. O termo de fomento, por sua vez, é o instrumento que formaliza a parceria voluntária, sendo caracterizado pelo fato de que o plano de trabalho foi apresentado pela organização da sociedade civil no âmbito de um chamamento público.

Um primeiro e aparente obstáculo à operacionalização do TDS por meio de um contrato administrativo comum está no parágrafo 3º do artigo 7º da Lei das Licitações, segundo o qual “*é vedado incluir no objeto da licitação a obtenção de recursos financeiros para sua execução, qualquer que seja a sua origem, exceto nos casos de empreendimentos executados e explorados sob o regime de concessão, nos termos da legislação específica*”.

Ou seja, este dispositivo não permite que a obtenção de recursos financeiros componha o objeto dos contratos administrativos ordinários.

Uma leitura superficial deste dispositivo, no entanto, poderia levar ao entendimento de que o TDS estaria inviabilizado no âmbito da Lei das Licitações, uma vez que, de fato, o intermediário captará recursos financeiros no mercado para a execução do objeto.

Perceba-se, contudo, que existe uma grande diferença entre a vedação imposta pela lei e o que ocorreria numa operação de TDS. O que a lei veda é que seja incluído como “objeto” do contrato a obtenção de recursos financeiros. Ou seja, a vedação reside em o contratado ser obrigado a captar recursos financeiros como meio de custeio de sua remuneração no contrato – como ocorre nas concessões.

O simples fato de que o contratado buscará recursos financeiros no mercado para custear as suas atividades é perfeitamente possível e, diga-se, comum. Isto ocorre rotineiramente, por exemplo, com as obras de engenharia contratadas no âmbito da mesma lei, em que as empresas financiam suas obras a partir de empréstimos perante o mercado financeiro, seja via empréstimos bancários ou via emissões de títulos de dívida.

A operação de TDS segue esta mesma lógica: a obtenção de recursos financeiros não compõe o objeto do contrato administrativo, embora seja uma característica do negócio. Em outras palavras, o intermediário captará recursos financeiros no mercado para a execução do objeto contratado com a Administração Pública, mas esta captação não comporá o objeto propriamente dito.

Insista-se que o propósito da vedação é evitar que a Administração Pública celebre contrato sem a completa e respectiva dotação orçamentária (exigência do inciso III do parágrafo 2º do artigo 7º da Lei das Licitações). Ou ainda, que o contrato administrativo sirva de base para a captação financeira em favor da própria Administração Pública, o que representaria um meio impróprio de assunção de dívidas.<sup>40</sup> Ultrapassada esta suposta e, como observado, falsa barreira, cumpre enfrentar outra. É preciso argumentar pela possibilidade de celebrar contratos administrativos de eficiência ou com base em remuneração variável no âmbito da referida lei.

Os contratos de remuneração variável e os contratos de eficiência encontram-se disciplinados, respectivamente, nos artigos 10 e 23 da Lei Federal n.º 12.462/2011 (RDC).

---

<sup>40</sup> Em análise sobre o tema, a lição de Renato Geraldo Mendes (2015): “Assim, o objeto da contratação tem de ser obra, serviço, compra, locação, alienação, permissão ou concessão, mas jamais poderá ser a obtenção de recursos financeiros, pois isso representaria a utilização do processo de contratação para fim diverso daquele para o qual foi idealizado. Para que a Administração possa licitar o que deseja para atender à sua necessidade, é preciso que possua o recurso financeiro assegurado no seu orçamento, seja ele decorrente de sua atividade fiscal ou proveniente de outra fonte legal. O que está vedado é a Administração utilizar o processo de contratação pública para realizar captação financeira, salvo nos casos de concessão, conforme a própria regra indica. A captação financeira, se autorizada, deve ser feita por outros meios que a própria ordem jurídica prevê, mas nunca por meio do processo de contratação. Fundamentalmente, a vedação tem a finalidade de inviabilizar a assunção de dívida, o que comprometeria o controle fiscal e propiciaria o aumento do endividamento público. A vedação do § 3º do art. 7º da Lei nº 8.666/93 é uma norma de Direito Financeiro e se enquadra na ideia geral de responsabilidade fiscal.”

No contrato de eficiência, o contratado é remunerado com base em percentual da economia financeira gerada à Administração Pública. Trata-se, portanto, de um modelo compatível com a operação de TDS, semelhante ao que na esfera internacional se denomina, como já dito, de contrato de Pagamento pelo Sucesso.

Em regra, os contratos de eficiência têm por objeto a prestação de serviços, sendo que há a possibilidade de incluir também a realização de obras e o fornecimento de bens.

O seu objetivo primário é proporcionar uma economia à Administração Pública mediante a redução de suas despesas correntes. Trata-se de uma contratação de risco, uma vez que a remuneração do contratado depende dos resultados obtidos com a prestação de seus serviços podendo, inclusive, sofrer algum tipo de sanção caso a economia não seja alcançada.

O contrato de eficiência diferencia-se do contrato de remuneração variável tendo em vista que, naquele, a remuneração do contratado está vinculada exclusivamente à redução de despesas da Administração Pública.

No contrato de remuneração variável, por outro lado, é possível determinar outras metas, como padrões de qualidade, critérios de sustentabilidade e prazos de entrega. Como se vê, ambas as modalidades contratuais são compatíveis com a operação de TDS.

A grande questão é que essas modalidades não foram disciplinadas pela Lei das Licitações, apenas pelo RDC.

Assim, de acordo com uma interpretação restrita do princípio da legalidade, não seria possível aplicar essas modalidades às contratações comuns, uma vez que à Administração Pública somente seria permitido aquilo expressamente previsto em lei.

Alerte-se que esta interpretação do princípio da legalidade encontra-se ultrapassada no direito administrativo contemporâneo. Atualmente, entende-se que a Administração Pública tem o dever de executar as leis, mas com a indissociável missão de conformá-las com a Constituição Federal, sobretudo com os direitos fundamentais e os princípios jurídicos basilares.

Respeitar a legalidade continua a significar que todos os atos administrativos devem encontrar respaldo no ordenamento jurídico. Contudo, normas jurídicas capazes de referendar a validade de um ato administrativo são emanadas tanto em sede de legislação ordinária como oriundas do conteúdo normativo da Constituição Federal.

Logo, tem-se reconhecido uma maior discricionariedade à Administração Pública para a aplicação da lei, o que tem lhe permitido, por vezes, exercer a sua criatividade, num verdadeiro exercício de tecnologia e inovação jurídica. É evidente que isso traz como consequência direta uma maior exigência sobre a conformidade de seus atos com o ordenamento, de modo que a Administração deve justificá-los por meio de uma rigorosa observância do processo administrativo. Em síntese, operações criativas precisam se revestir de legitimidade.

No caso concreto, portanto, embora a Lei das Licitações não tenha previsto expressamente a possibilidade ou a impossibilidade do estabelecimento de um contrato com remuneração variável ou de eficiência, parece razoável que a Administração Pública empregue essas modalidades se isto for crucial para o atingimento de suas finalidades últimas. Sendo assim, a estruturação de uma operação de TDS por

meio de contratos administrativos com remuneração variável ou de eficiência com base na Lei das Licitações não pode e nem deve ser descartada.

Esta interpretação, inclusive, está de acordo com algumas práticas já existentes na Administração Pública brasileira, como o pagamento de honorários de êxito em contratações de serviços advocatícios – o que não deixa de ser uma espécie de remuneração variável.<sup>41</sup> Ou, ainda, a remuneração com base na economia gerada por meio de serviços de apoio à cobrança de impostos (SCHWIND, 2012, p. 177-206) – o que não deixa de ser uma espécie de contrato de eficiência.

Sendo assim, a conclusão é favorável à possibilidade de utilização do contrato de remuneração variável e do contrato de eficiência para a estruturação de uma operação de TDS, seja por meio de contrato administrativo sujeito à Lei das Licitações ou ao RDC.

Esta defesa em favor da possibilidade do emprego da Lei das Licitações para estruturar a operação dos Títulos de Desenvolvimento Social não deve ser interpretada em detrimento da possível estruturação via RDC, a qual também possui grande potencial operacional.

Dentre os seus objetos possíveis e compatíveis com a ideia do Título de Desenvolvimento Social, dá-se destaque à recente inclusão do inciso VII do artigo 1º, referente às ações no âmbito da segurança pública. Lembre-se, neste ponto, que algumas experiências internacionais de TDS foram estruturadas justamente nesta área.

Para além dessas duas possibilidades (Lei das Licitações e RDC), cumpre analisar, por fim, a possibilidade de estruturação do TDS por meio de uma concessão.

Analisando-se esta opção, tem-se que as concessões são regulamentadas primariamente pela Lei Federal n.º 8.987 de 13 de fevereiro de 1995, que dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previstos no artigo 175 da Constituição Federal. É de se destacar também a aplicabilidade da Lei Federal n.º 9.074 de 07 de julho de 1995, a qual estabelece normas para a outorga e prorrogações das concessões.

Em regra, as concessões comuns envolvem a delegação para a exploração de alguma utilidade pública – bem ou serviço público.

Logo, avaliando-se o objeto da operação de Título de Desenvolvimento Social, percebe-se que não há uma compatibilidade entre os modelos, uma vez que não se pretende a delegação da exploração de bem ou serviço público, mas o desenvolvimento de um projeto de impacto social em caráter complementar às atividades regulares do Estado.

Avançando a investigação, mencione-se que, além das concessões comuns, existem as denominadas parcerias público-privadas, regulamentadas em âmbito federal pela Lei Federal n.º 11.079 de 30 de Dezembro de 2004.<sup>42</sup> As parcerias público-privadas desdobram-se em duas subespécies: as concessões patrocinadas e as concessões administrativas.

A concessão patrocinada, uma das duas modalidades de parceria público-privada, encontra-se definida no parágrafo 1º do artigo 2º da Lei Federal n.º 11.079/2004. É modalidade equivalente à concessão

---

<sup>41</sup> V. Acórdão n.º 10.407/2011, da Primeira Câmara, do Tribunal de Contas da União.

<sup>42</sup> A Lei Federal n.º 11.079/2004 estabelece-se de forma complementar à Lei Federal n.º 8.987/1995, remetendo em diversas aspectos o regime jurídico das concessões patrocinadas e concessões administrativas ao regulamento das concessões comuns.

comum mas envolve, adicionalmente à tarifa cobrada dos usuários, contraprestação pecuniária do parceiro público ao parceiro privado.

Logo se vê, contudo, que a aplicação de tal modelagem como sustentáculo da operação de TDS não seria simples, embora possível. Sua compatibilidade dependeria de conformidade com o objeto das concessões patrocinadas, que tradicionalmente são dedicados à delegação da prestação ou exploração de algum bem ou serviço público (por exemplo, para a construção e operação de um aeroporto ou de uma linha de metrô). Além disso, a contraprestação por parte da Administração Pública, de forma complementar à tarifa, ficaria vinculada exclusivamente ao atingimento de resultados, sem os quais, não seria devida. Esta modelagem não deve ser sumariamente afastada, uma vez que, em exercício de criatividade e inovação, pode ser que operações de TDS sejam estruturadas, sim, por meio da concessão patrocinada.

A concessão administrativa, por sua vez, é definida pelo parágrafo 2º do artigo 2º da Lei Federal n.º 11.079/2004. É o contrato de prestação de serviços de que a Administração Pública seja a beneficiária direta ou indireta, ainda que envolva execução de obra ou fornecimento e instalação de bens e mesmo que os beneficiários diretos sejam os cidadãos em geral.

A princípio, não há nada que impeça a modelagem jurídica da concessão administrativa para a operação de Título de Desenvolvimento Social. Vale destacar que, nas parcerias público-privadas, o licitante vencedor tem a obrigação de constituir uma sociedade de propósito específico (SPE) para a celebração do contrato (artigo 9º da Lei Federal n.º 11.079/2004), o que é compatível com a estrutura proposta neste estudo.

Contudo, é válido lembrar que existe uma série de detalhes que dificultam a implementação da operação de Título de Desenvolvimento Social, todos decorrentes do fato de que essas parcerias público-privadas não foram projetadas para estruturar operações como essa, mas operações para a prestação de serviços de interesse público ou da Administração Pública.

Em primeiro lugar, ressalte-se a vedação de que o objeto dessa parceria envolva unicamente o fornecimento de mão-de-obra, o fornecimento e instalação de equipamentos ou a execução de uma obra, conforme o inciso III do parágrafo 4º do artigo 2º da Lei Federal n.º 11.079/2004. Ou seja, é preciso que as obrigações do parceiro privado abranjam um pacote de obrigações de naturezas distintas (prestação de serviços, fornecimento de bens, execução de obras), não sendo possível incluir apenas obrigações de uma mesma espécie, o que nem sempre será compatível com um projeto de Título de Desenvolvimento Social.

Afora essa vedação, outro realce que se deve é ao período de vigência das concessões administrativas (de 5 a 35 anos) e à vedação de celebração desses contratos caso o valor total seja inferior a R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais).

Também é necessário destacar que seria fundamental estruturar uma engenharia financeira incomum para os contratos de concessão administrativa, em que não haveria o repasse periódico de valores ao parceiro privado, e sim o repasse exclusivamente condicionado ao atingimento de metas. Enfim, embora o modelo não tenha sido idealizado para estruturar operações como essa, não é possível descartá-lo.

Outras opções para a estruturação do TDS em que o intermediário se qualifica como uma sociedade empresarial envolvem a constituição de uma sociedade de economia mista com esta finalidade específica (o que seria um modelo análogo à constituição de uma sociedade de propósito específico) ou a promul-

gação de uma legislação específica para regulamentar a operação. Essas alternativas, contudo, dependem de alterações legislativas, pelo que o seu detalhamento ultrapassa o objetivo deste estudo.<sup>43</sup>

## 8. Conclusão

Conforme explicado ao longo do presente artigo, tem-se na figura inovadora do TDS uma forma de se alinhar perspectivas de geração de impacto social com a necessidade de se auferir lucro, em especial a partir de atividades que o ente estatal não consegue atender, notadamente aquelas de caráter essencialmente preventivo. A experiência estrangeira aponta que se trata de um instrumento novo, mas a criação e o desenvolvimento de Títulos de Desenvolvimento Social por diversos entes públicos de países desenvolvidos, apoiados por fundações e bancos importantes, sugere que o modelo deve se provar bem sucedido nos próximos anos.

A prática – e conseqüentemente um exame teórico e doutrinário mais aprofundando – irá mostrar de que maneira o instrumento poderá ser inserido ao dia-dia nacional. O que aqui se buscou foi apresentar um instrumento que vem ganhando força no estrangeiro e, ao fim, propor algumas alternativas, sob o ponto de vista do direito societário e administrativo, de sua implementação no Brasil.

Tudo isso, é claro, sem olvidar de eventuais proposições legislativas que consigam abarcar todos os aspectos do Título de Desenvolvimento Social, bem como do contrato de Pagamento pelo Sucesso. A princípio, seria mais simples se houvesse uma lei que regulasse de maneira pormenorizada todos os aspectos do instrumento.

A normatização, caso venha a existir, deve considerar a criação de um regime específico para a emissão desse valor mobiliário ou título de crédito, a concessão de eventuais facilidades e o fomento à sua atividade por meio de isenções fiscais. Além disso, é de se cogitar a atuação de bancos estatais enquanto garantidores das primeiras operações que, como se viu, não precisam ser vultosas ao ponto de onerar sobremaneira as contas desses agentes. De outro lado, uma lei sobre o instituto poderia criar regras próprias para que a Administração Pública brasileira celebre este tipo de negócio público-privado *sui generis*, autorizando expressamente os entes e delimitando, de maneira objetiva, os seus termos e requisitos.

O Brasil possui carências na área social que só tendem a melhorar com o advento de iniciativas como o Título de Desenvolvimento Social. A alternativa apresentada pode ser um começo para que juristas e agentes públicos fomentem esta modalidade de investimento de impacto social no país. É mais uma maneira, dentre muitas, de se pensar o desenvolvimento sustentável e social do Brasil, trazendo para a cena da política pública outros atores que não só o Estado e o terceiro setor.

Em paráfrase a respeito do pensamento de Anthony Giddens (2001, p. 126), a crise do Estado do Bem-estar Social faz com que novas modalidades de organização da economia sejam perseguidas. Nessa linha, buscar-se-ia uma sinergia entre os setores público e privado, com utilização do dinamismo dos mercados, sem perder de vista o interesse público. É nesse contexto, mais do que nunca, que surge a temática dos recém-nascidos Títulos de Desenvolvimento Social.

---

<sup>43</sup> Outras formas de estruturação, tais como via: i) contrato de investimento coletivo, em que a emissão é feita pelo ente privado (SPE) via emissão privada; ii) título de dívida, em que a emissão é feita por SPE via regime especial de distribuição pública; iii) contrato de investimento coletivo, em que a emissão é feita pelo ente estatal (empresas estaduais ou municipais) por meio de distribuição privada; e iv) título de dívida, em que a emissão é feita pelo ente estatal (empresas estaduais ou municipais) por meio de distribuição pública ou em regime especial de distribuição, podem ser encontradas em ADIB, 2014, p. 80-87.

## 9. Referências

- ADDIS, Rosemary; MCLEOD John; RAINE, Alan. Impact - Australia: Investment for Social and Economic Benefit. Australian Government / JBWere. Março de 2013.
- ADIB, Luccas Augusto Nogueira. *Títulos de Desenvolvimento Social - Uma abordagem Societária* (trabalho de conclusão de curso de graduação). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2014.
- AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL - ABDI, *A Indústria de Private Equity e Venture Capital: 2º Censo Brasileiro*. Brasília: ABDI, Março de 2011. Disponível em: <[http://www.abdi.com.br/Estudo/Private\\_Equity\\_e\\_Venture\\_Censo.pdf](http://www.abdi.com.br/Estudo/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf)>. Acesso em: 13 de junho de 2014.
- BALIGA, Shifali. Shaping the Success of Social Impact Bonds in the United States: Lessons Learned from the Privatization of U.S. Prisons. *Duke Law Journal*, vol. 63, 2013, p. 437-479.
- CITY OF NEW YORK. *Bringing Social Impact Bonds to New York City*, 2012. Disponível em: <[http://www.nyc.gov/html/om/pdf/2012/sib\\_media\\_presentation\\_080212.pdf](http://www.nyc.gov/html/om/pdf/2012/sib_media_presentation_080212.pdf)>. Acesso em: 15 de junho de 2014.
- CONNECTICUT DEPARTMENT OF CHILDREN AND FAMILIES. *DCF Social Impact Bonds*. 31 de outubro de 2013. Disponível em: <<http://www.ct.gov/dcf/cwp/view.asp?a=2534&Q=534038>>. Acesso em: 15 de julho de 2014.
- COSTA, Kristina; KOHLI, Jitinder. *New York City and Massachusetts to Launch the First Social Impact Bond Programs in the United States*. Center for American Progress. Setembro de 2013. Disponível em: <<http://www.americanprogress.org/issues/economy/news/2012/11/05/43834/new-york-city-and-massachusetts-to-launch-the-first-social-impact-bond-programs-in-the-united-states/>>. Acesso em: 15 de julho de 2014.
- DERMINE, Thomas. *Establishing Social Impact Bonds in Continental Europe*. Harvard Kennedy School, Mossavar-Rahmani Center for Business & Government. Maio de 2014, pp. 59. Disponível em: <[http://www.hks.harvard.edu/var/ezp\\_site/storage/fckeditor/file/dermine\\_final.pdf](http://www.hks.harvard.edu/var/ezp_site/storage/fckeditor/file/dermine_final.pdf)>. Acesso em: 15 de julho de 2014.
- EAMES, Sandra; TERRANOVA, Victoria; BATTAGLIA, Laura; NELSON, Isabel; RIESENBERG, Claire; ROSALES, Lauren. *A Review of Social Impact Bonds: Financing Social Service Programs through Public-Private Partnerships*. 2014. Disponível em: <<http://www.reentryroundtable.net/wp-content/uploads/2011/05/A-Review-of-Social-Impact-Bonds-Final.pdf>>. Acesso em: 15 de julho de 2014.
- EVCA. *Introduction to Venture Capital and Private Equity Finance*. Novembro de 2007. Disponível em: <<http://www.evca.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>>. Acesso em 13 de junho de 2014.
- FIELD, Anne. A New Way to Finance Aid to Developing Countries. *Forbes Magazine*, 12 de julho de 2014. Disponível em: <<http://www.forbes.com/sites/annefield/2014/07/12/a-new-way-to-finance-aid-to-developing-countries/>>. Acesso em: 15 de julho de 2014.
- FIORI, José Luís. Estado de bem-estar social: padrões e crises. *Physis*, v. 7, n. 2, p. 129-147, Dec. 1997. Disponível em <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-73311997000200008&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-73311997000200008&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 12 mar. 2014.



- FOUNDATION CENTER. *Key Facts on U.S. Foundations*. 2013. Disponível em: <<http://foundationcenter.org/gainknowledge/research/keyfacts2013/>>. Acesso em: 13 de junho de 2014.
- GIDDENS, Anthony. *A Terceira Via e Seus Críticos*. Rio de Janeiro: Editora Record, 2001.
- GIFE. *Censo GIFE 2011-2012*. São Paulo: GIFE; 2013.
- GOVERNMENT OF ILLINOIS. *Request for Information*. Disponível em: <<http://www2.illinois.gov/gov/SIB/Pages/request-for-information.aspx>>. Acesso em: 15 de julho de 2014.
- GOVERNO DO ESTADO DE GOIÁS. *Técnicos do BID Apresentam Projeto de Títulos de Desenvolvimento Social (TIS)*. 04 de fevereiro de 2014. Disponível em: <<http://www.segplan.go.gov.br/post/ver/172276/tecnicos-do-bid-apresentam-projeto-de-titulos-de-impacto-social-tis>>. Acesso em: 15 de julho de 2014.
- HOBEROCK, Barbara. Bill to Pay Programs With Successful Alternatives to Prison Advances. *Tulsa World*. 24 de fevereiro de 2014. Disponível em: <[http://www.tulsaworld.com/news/capitol\\_report/bill-to-pay-programs-with-successful-alternatives-to-prison-advances/article\\_acb58a57-19f8-5c2e-90ff-c3bbff9e73ab.html](http://www.tulsaworld.com/news/capitol_report/bill-to-pay-programs-with-successful-alternatives-to-prison-advances/article_acb58a57-19f8-5c2e-90ff-c3bbff9e73ab.html)>. Acesso em: 15 de julho de 2014.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE. *As Fundações Privadas e Associações Sem Fins Lucrativos no Brasil*. Rio de Janeiro: 2012. Disponível em: <<http://www.gife.org.br/arquivos/publicacoes/25/FASFIL%202010.pdf>>. Acesso em: 12 de junho de 2014.
- INSTIGLIO. Website. Disponível em: <<http://www.instiglio.org>>. Acesso em: 15 de julho de 2014.
- INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA – IPEA. *Bondade ou Interesse? Como e Porque as Empresas Atuam no Social*. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/acaosocial/IMG/pdf/doc-20.pdf>>. Acesso em 12 de março de 2014.
- HOUSE OF REPRESENTATIVES, Social Impact Bond Act. Disponível em: <<http://toddyoung.house.gov/uploads/Social%20Impact%20Bond%20Act.pdf>>. Acessado em: 15 de julho de 2014.
- HUMPHRIES, Kevin W.. Not Your Older Brother's Bonds: The Use and Regulation of Social Impact Bonds in the United States. *Duke University: Law and Contemporary Problems*, vol. 76. 2013, p. 434-452.
- MCKINSEY & CO. *From Potential to Action: Bringing Social Impact Bonds to the U.S.* Maio de 2012. Disponível em: <[http://mckinseysociety.com/downloads/reports/Social-Innovation/McKinsey\\_Social\\_Impact\\_Bonds\\_Report.pdf](http://mckinseysociety.com/downloads/reports/Social-Innovation/McKinsey_Social_Impact_Bonds_Report.pdf)>.
- MDRC ORG. Website. Disponível em: <<http://www.mdrc.org/about/about-mdrc-overview-0>>. Acesso em: 15 de julho de 2014.
- MULTILATERAL INVESTMENT GROUP. *MIF to Test Innovative Social Impact Bonds Financing Model in Latin America and the Caribbean*. 19 de março de 2014. Disponível em: <<http://www.fomin.org/PORTADA/Noticias/Comunicadosdeprensa/TabId/511/ArtMID/3819/ArticleID/1097/MIF-to-test-innovative-Social-Impact-Bonds-financing-model-in-Latin-America-and-the-Caribbean-.aspx>>. Acesso em: 15 de julho de 2014.

- KPMG. *Social Impact Bonds: Planting for Future Growth*. Abril de 2013. pp. 14. Disponível em: <[www.kpmg.com/uk/localgovernment](http://www.kpmg.com/uk/localgovernment)>. Acesso em: 11 de junho de 2014.
- LIEBMAN, Jeffrey B.. *Social Impact Bonds: A Promising New Financing Model to Accelerate Social Innovation and Improve Government Performance*. Washington D.C.: Center for American Progress, Fevereiro de 2011. Disponível em: <[www.americanprogress.org](http://www.americanprogress.org)>. Acesso em: 13 de junho de 2014.
- MENDES, Renato Geraldo. *Lei Anotada.com*. Lei nº 8.666/93, nota ao art. 7, § 3º, categoria Doutrina. Disponível em <<http://www.leianotada.com>>. Acesso em 23 jul. 2015
- MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO – PRONATEC. Website. Disponível em: <<http://pronatec.mec.gov.br/>>. Acesso em: 15 de julho de 2014.
- OLIVEIRA, Gustavo Henrique Justino de. *O Contrato de Gestão na Administração Pública Brasileira* (Tese de Doutorado). São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2005
- OKUMURA, Leila. *As Perspectivas e Oportunidades nas Organizações do Terceiro Setor no Brasil*. Publicações Controversa / 3º Setor. São Paulo: FEA/USP; 2001.
- PRESTON, Caroline. Getting Back More Than a Warm Feeling. *N.Y. Times*. Novembro de 2012. Disponível em:<<http://www.nytimes.com/2012/11/09/giving/investors-profit-by-giving-through-social-impactbonds.html?pagewanted=all&r=0>>. Acesso em: 13 de junho de 2014. (“Since [SIB], the Social Impact Bond idea has spread at a pace that has surprised some in the slow-moving world of philanthropy.”).
- RAND EUROPE. *Lessons Learned From the Planning and Early Implementation of the Social Impact Bond at HMP Peterborough*. Santa Monica, 2011.
- ROTHSCHILD, Steve. Human Capital Performance Bonds. *Community Development Investment Review*, Federal Reserve Bank of San Francisco. vol. 9, 2013, pp. 103
- RUDD, Timothy; NICOLETTI, Elisa; MISNER, Kristin; BONSU, Janae. *Financing Promising Evidence-Based Programs: Early Lessons from the New York City Social Impact Bond*. MDRC: 2013. Disponível em: <[http://www.mdrc.org/sites/default/files/Financing\\_Promising\\_evidence-Based\\_Programs\\_FR.pdf](http://www.mdrc.org/sites/default/files/Financing_Promising_evidence-Based_Programs_FR.pdf)>. Acesso em: 15 de julho de 2014.
- SCHWIND, Rafael Wallbach. Remuneração variável e contratos de eficiência no regime diferenciado de contratações públicas (RDC). *Revista brasileira de direito público - RBDP*, Belo Horizonte, Fórum, v. 10, n. 36, p. 177–206, jan./mar., 2012.
- SOCIAL FINANCE. *A Technical Guide to Developing Social Impact Bonds*, 2013.
- \_\_\_\_\_. *First of Its Kind: Federal SIB Legislation Introduced*. 19 de junho de 2014a. Disponível em: <<http://socialfinanceusblog.wordpress.com/2014/06/19/first-of-its-kind-federal-sib-legislation-introduced/>>. Acesso em: 15 de julho de 2014.
- \_\_\_\_\_. *Peterborough Social Impact Bond*, 2011. Disponível em: <[http://www.socialfinance.org.uk/sites/default/files/SF\\_Peterborough\\_SIB.pdf](http://www.socialfinance.org.uk/sites/default/files/SF_Peterborough_SIB.pdf)>. Acesso em: 14 de junho de 2014.
- \_\_\_\_\_. Website - FAQs. Disponível em <<http://www.socialfinanceus.org/faqs>>., 2014b. Acesso em 13 de junho de 2014.
- SOCIAL IMPACT BOND ASSISTANCE LAB. Website. Harvard Kennedy School. Disponível em: <<http://hks-siblab.org/>>. Acesso em 15 de julho de 2014.

- SOUZA, Rodrigo Pagani de. *Controle Estatal das Transferências de Recursos Públicos para o Terceiro Setor* (Tese de Doutorado). São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009.
- TAYLOR, Charles. Counties Eye Social Impact Bonds to Fund Human Services Needs. *County News - NACO*. 7 de outubro de 2013. Disponível em: <<http://www.naco.org/newsroom/countynews/Current%20Issue/10-7-2013/Pages/Counties-eye-social-impact-bonds-to-fund-human-services-needs.aspx>> Acesso em: 15 de julho de 2014.
- THE ROCKFELLER FOUNDATION / JP MORGAN. *Accelerating Impact: Achievements, Challenges and What's Next in Building the Impact Investing Industry*. 2010. Disponível em: <<http://www.rockefellerfoundation.org/blog/impact-investments-emerging-asset>>. Acesso em: 13 de junho de 2014.
- THE GUARDIAN. *Investors to Pay for Prisoner Rehabilitation*. 19 de março de 2010. Disponível em: <<http://www.theguardian.com/society/2010/mar/19/investors-pay-for-prisoner-rehabilitation>>. Acesso em: 14 de junho de 2014.
- VALOR ECONÔMICO e INSTITUTO ETHOS. *Responsabilidade Social das Empresas - Percepção do Consumidor*. São Paulo: Ethos / Valor; Março de 2001.
- UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA, THE WHARTON SCHOOL. *Título de Desenvolvimento Social: o Mercado Teria a Cura para os Males Sociais?* 3 de outubro de 2012. Disponível em: <<https://www.knowledgeatwharton.com.br/article/titulos-de-impacto-social-o-mercado-teria-a-cura-para-os-males-sociais/>>. Acesso em: 13 de junho de 2014.
- WOOD, Benjamin. Senate Approves Bill to Fund Preschool with Private Dollars. *Deseret News*. 12 de março de 2014. Disponível em: <<http://www.deseretnews.com/article/865598523/Senate-approves-bill-to-fund-preschool-with-private-dollars.html?pg=all>>. Acesso em: 15 de julho de 2014.
- YOUNG, Todd. *Reps. Young and Delaney Introduce Social Impact Bond Act*. Congressman Representing the 9th District of Indiana. Disponível em: <<http://toddyoung.house.gov/press-releases/reps-young-and-delaney-introduce-social-impact-bond-act/>>. Acesso em: 15 de julho de 2014.