

## **INVESTIMENTO DE IMPACTO: PERSPECTIVA HISTÓRICA E MARCOS EVOLUTIVOS**

**TALITA ANDRE**

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - FEA

**JANE APARECIDA MARQUES**

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO (USP)

# INVESTIMENTO DE IMPACTO: PERSPECTIVA HISTÓRICA E MARCOS EVOLUTIVOS

## 1. Introdução

O setor de investimentos de impacto cresce em resposta à busca por soluções para os desafios globais, em consonância com o cenário pós-pandemia da COVID-19, que impulsionou a demanda por uma retomada econômica mais sustentável e resiliente, tanto por parte da sociedade quanto dos investidores (CVM, 2022).

O crescimento acelerado do setor foi destacado pelo relatório da *Global Impact Investing Network* (GIIN) – organização referência no setor – que, em 2024, estimou que mais de 3.900 organizações ao redor do mundo administram cerca de US\$ 1,57 trilhão em ativos sob gestão, voltados ao investimento de impacto, o que reforça a relevância do tema no cenário global.

No entanto, apesar da ampla adoção e do crescente interesse demonstrado por investidores e pela sociedade quanto aos investimentos de impacto, no que tange à academia ainda há uma lacuna, visto ser baixo o número de estudos sobre essa temática (Garg & Arora, 2023), além de que a maioria dos existentes carece de uma perspectiva histórica coesa e até mesmo de uma discussão aprofundada sobre o conceito em si.

Diante deste contexto, o objetivo deste artigo é analisar a origem do conceito, o contexto histórico e institucional em que foi criado, bem como suas possíveis aproximações e distinções em relação a outros conceitos emergentes no campo dos investimentos orientados simultaneamente à geração de impacto social e ao retorno financeiro.

## 2. Fundamentação teórica

Embora o investimento de impacto seja um campo relativamente novo e em constante evolução (Nicholls, 2010), ele não deve ser compreendido como um fenômeno isolado ao longo da história (Nicholls, 2010; O'Donohoe, Leijonhufvud, & Saltuk, 2010), uma vez que a prática de investir com o objetivo de gerar impacto social tem raízes históricas e remonta a iniciativas anteriores de integração de valores nas decisões de investimento (Godeke & Briaud, 2020).

Bugg-Levine e Emerson (2011, p. 11, tradução nossa), pioneiros nos estudos sobre o setor, afirmaram que “de uma forma ou de outra, os aspectos do investimento de impacto têm se manifestado no cenário global há séculos. O que vemos no presente é simplesmente a sua mais recente iteração que liga a economia aos aspectos sociais e ambientais da experiência humana”. Essa perspectiva foi reforçada por Addis et al. (2013), que afirmaram que o investimento de impacto é resultado de uma tendência global de longo prazo.

Roundy (2017, 2019) reforçou a necessidade de aprofundar a compreensão das origens conceituais do investimento de impacto a partir de uma perspectiva integrada, que considere também os contextos institucionais e territoriais nos quais o campo se desenvolve. Assim, seus estudos indicaram que, embora haja consenso quanto à influência de abordagens anteriores como Investimento Socialmente Responsável e ESG, ainda é necessário investigar de forma mais sistemática como esses conceitos foram incorporados ou transformados na construção do campo do investimento de impacto, considerando também os fatores estruturais que possibilitaram sua consolidação.

A análise bibliométrica realizada por Chiappini et al. (2023) revelou que a literatura tem se concentrado, predominantemente, em instrumentos financeiros específicos e em

estudos de caso, deixando em segundo plano uma reflexão mais aprofundada sobre a trajetória conceitual do campo. Embora o termo “investimento de impacto” tenha ganhado visibilidade nos últimos anos, ainda são escassos os esforços acadêmicos voltados à sistematização de sua evolução histórica e às relações com conceitos predecessores, como investimento socialmente responsável (SRI), ESG e filantropia estratégica. Essa lacuna dificulta a compreensão das influências teóricas e institucionais que moldaram o campo, bem como dos processos de consolidação terminológica e de diferenciação em relação a outras abordagens. A bibliometria, portanto, evidencia um campo em expansão, porém marcado por fragmentação e pela ausência de consenso conceitual.

### **3. Discussão**

Assumindo as perspectivas defendidas pelos autores supramencionados, a revisão da literatura possibilitou identificar quatro fases que demonstram o retorno financeiro associado à geração de impacto socioambiental por meio de investimento, que culminou na criação do termo em 2007.

A identificação das fases apresentadas não objetivou traçar toda a história do mercado financeiro ou da filantropia, mas destacar os momentos críticos e as principais transformações da indústria ao incorporar questões sociais e ambientais, que contribuíram para formular o conceito de investimento de impacto e consolidar o setor.

Embora tenham sido apontados marcos temporais, essas fases não foram delimitadas por balizas cronológicas iniciais e finais precisas, pois se reconhece que alguns fenômenos ocorreram simultaneamente, enquanto outros ocorreram em ritmos distintos, dependendo do contexto de cada país ou região.

#### **3.1 Fase 1: Investimentos Baseados em Valores Éticos e Religiosos – Criação do conceito central “Não fazer mal”**

A história do dinheiro e das instituições financeiras remonta ao mundo antigo. Desde sua criação, alguns investidores vêm buscando alinhar seus princípios de investimento com suas crenças e/ou com sistemas de valores pessoais, o que permite afirmar que o setor financeiro é tão antigo quanto as considerações morais e éticas baseadas em princípios religiosos (McConnaughey, 2019).

Os bancos, enquanto instituições financeiras tal qual conhecemos atualmente, surgiram na Itália, na Idade Média. Naquele período, existiam duas perspectivas que guiavam o setor financeiro: a ética e a religiosa (Weber, 2013). A ética era baseada na prevenção da usura, enquanto a religiosa estabeleceu regras claras sobre quem podia receber empréstimos financeiros e como deveria ser a cobrança de juros. Ambas as perspectivas influenciavam fortemente a maneira como os investimentos eram realizados, uma vez que muitos bancos eram fundados a partir de doações e de contribuições de caridade, que exigiam respeitar tais diretrizes.

Enquanto na Europa a criação dos bancos esteve fortemente associada à Igreja Católica, há evidências de que outras tradições religiosas também tenham influenciado significativamente o setor financeiro há séculos. Os escritos judaicos, por exemplo, há mais de três mil anos, já tinham estabelecido diversas diretrizes sobre como investir de forma ética (Martini, 2021).

No século XVIII, John Wesley, fundador da religião metodista, delineou os princípios básicos do investimento social; ele pregava sobre práticas empresariais responsáveis e

irresponsáveis, alertando para aquelas que poderiam prejudicar a saúde e a segurança dos trabalhadores (Schueth, 2003).

Em 1758, a *Quaker Society of Friends*, também baseada em seu conjunto de princípios éticos e religiosos, proibiu seus membros de participarem do comércio de armas e de escravos (Camilleri, 2020).

No mundo islâmico, a prática da Sharia impunha restrições à atuação financeira, condenando investimentos associados à agiotagem e limitando o envolvimento em setores como entretenimento adulto e jogos de azar (McConnaughey, 2019).

Esses exemplos presentes na literatura demonstram que, há séculos, alguns investidores já buscavam alinhar seus investimentos a princípios religiosos e/ou éticos (McConnaughey, 2019; Martini, 2021).

O princípio orientador de "Não fazer mal" por meio de decisões de investimentos caracterizou essa fase inicial, que pode ser considerada a base de fundação do que, posteriormente, evoluiria para a criação do conceito de investimento de impacto.

### 3.2 Fase 2: Investimentos com Filtros Negativos – Criação do conceito de Investimento Socialmente Responsável

O início do século XX foi marcado por grandes guerras mundiais e severas recessões econômicas. A partir da metade do século, o conceito de investimento com responsabilidade social ganhou destaque, impulsionado fortemente pelo ativismo político que culminou na ascensão do movimento anti-guerra do Vietnã e dos diversos movimentos sociais ao longo da década de 1960. Esse período foi caracterizado por ativismo por meio de boicotes e ações diretas voltadas a corporações específicas (Camilleri, 2020).

Nesse período surgiu, pela primeira vez, a discussão sobre o impacto social dos investimentos (Barreira, 2022) pela sociedade e a necessidade cada vez maior de se avaliar o risco não financeiro na tomada de decisões dos investidores (McConnaughey, 2019). Assim, em meados dos anos 1960, teve início a Fase 2 da evolução do conceito, que teve como marco inicial o surgimento do termo "Investimento Socialmente Responsável" (ISR).

Esse novo conceito, fundamentado no princípio de "Não fazer mal", identificado na fase anterior, passou a promover deliberadamente a ideia de que os investidores deveriam evitar investir em determinados produtos ou em indústrias envolvidas em atividades não sustentáveis ou não éticas (Townsend, 2020), reforçando, assim, sua responsabilidade ao se absterem de oferecer apoio financeiro a atividades empresariais consideradas indesejáveis (Busch, Bruce-Clark, & Derwall, 2021).

Um exemplo emblemático desse período ocorreu no final da década de 1960, quando os protestos contra o uso do "napalm", substância usada na produção de bombas na guerra do Vietnã, ganharam força nos Estados Unidos devido ao seu poder letal. A pressão não se restringia apenas ao governo, mas também recaía sobre o fabricante, a Dow Chemical. Embora o *board* da empresa tenha votado pela continuidade de fabricação deste produto, um dos acionistas apresentou uma proposta para interromper sua fabricação. Este episódio foi inédito e se tornou um marco significativo no debate sobre os direitos dos acionistas sobre as empresas (PRI, 2023).

A partir de 1970, a discussão sobre a responsabilidade social dos investimentos ficou cada vez mais relevante entre os investidores (Camilleri, 2020), resultando na exclusão das denominadas "*sin stocks*" (ações de empresas de jogos de azar, álcool e tabaco) do portfólio de muitos investidores.

As organizações religiosas nos EUA foram os primeiros investidores a excluírem as *sin stocks* (Von Wallis & Klein, 2015), reforçando o seu comprometimento com as diretrizes de atuação observadas na Fase 1 (Camilleri, 2020).

No entanto, ao longo da década de 1980, o número de investidores socialmente engajados cresceu significativamente, à medida que milhões de pessoas, igrejas, universidades, cidades e estados passaram a adotar estratégias de investimento voltadas a pressionar o governo de minoria branca da África do Sul a dismantelar o sistema racista do *apartheid* (Schueth, 2003).

Durante esse período houve o desenvolvimento de um setor robusto de investimento socialmente responsável, que resultou na padronização da remoção das “*sin stocks*” das carteiras de investimento (Naqvi & Jus, 2019). Essa abordagem ficou conhecida como “*negative screening*” ou triagem negativa dos investimentos, ou seja, os investidores assumiram diretrizes sobre os setores que eles não investiriam.

Na década de 1990, o objetivo passou a ser a construção de carteiras com retornos em linha de mercado, indo além da “*triagem negativa*”. Surgiram, então, mais dois tipos de abordagens: a “*positive screening*”, ou triagem positiva, que orientava que os investimentos seriam feitos apenas se cumprissem critérios específicos; e os investimentos em empresas consideradas “*best-in-class*” (“as melhores em sua classe”). Enquanto na estratégia de triagem positiva, o objetivo era escolher proativamente os setores e as causas com as quais se desejava trabalhar; o objetivo da abordagem “*best in class*” era evitar investimentos em empresas com padrões de comportamento flagrantes em relação ao ambiente de trabalho, à governança, ao meio ambiente, à justiça social e/ou a outras questões que pudessem ser quantificadas ou identificadas. Ou seja, não ocorria necessariamente a exclusão de algum setor específico, mas busca-se as empresas com as melhores práticas.

A busca por empresas alinhadas à prática do investimento socialmente responsável, fortaleceu o setor e atraiu mais investidores, surgindo, então, em 1999, o Índice Dow Jones de Sustentabilidade (DJSI), primeiro índice global dedicado a mensurar a performance financeira de empresas líderes, considerando aspectos de sustentabilidade.

Apesar desses marcos relevantes, não é possível identificar uma data exata para o surgimento do conceito e nem mesmo afirmar que houve convergência em torno de uma definição única. No entanto, o Investimento Socialmente Responsável (ISR) transformou-se em uma indústria de investimento madura, impulsionada por preocupações ambientais e sociais crescentes, tendo um número expressivo de ativos sob gestão (Barreira, 2022). Foi a primeira vez que um conceito apresentou diretrizes claras sobre o papel dos investimentos, sua responsabilidade social e o desdobramento dessas reflexões para construir um portfólio de investimento. As abordagens adotadas por esses investidores, como triagem negativa, triagem positiva e *best-in-class*, formaram a base conceitual para a fase seguinte da evolução do conceito.

### 3.3 Fase 3: Investimentos Sustentáveis – Criação do conceito ESG

Os investimentos socialmente responsáveis (ISR) já estavam em consolidação no setor financeiro, quando em 2004, surgiu o termo ESG (*Environmental, Social and Governance*), no relatório “*Who cares Win*”, publicado pelo Secretário-Geral da ONU e pelo Pacto Global das Nações Unidas, em colaboração com o governo suíço. O relatório contou com o apoio de 23 das maiores instituições financeiras do mundo, incluindo o Banco Mundial e o IFC (IFC, 2008), e foi um marco por defender, pela primeira vez, a ideia de que abordar proativamente questões ambientais, sociais e de governança (ESG) traria vantagens para as empresas.

As empresas com melhor desempenho no que diz respeito a estas questões podem aumentar o valor para os acionistas, por exemplo, gerindo adequadamente os riscos, antecipando ações regulatórias ou acessando novos mercados, contribuindo ao mesmo tempo para o desenvolvimento sustentável das sociedades nas quais operam (Hill, 2020, p. 1, tradução nossa).

Assim teve início a Fase 3, tendo como marco o surgimento do conceito de Investimento Sustentável, definido como “uma abordagem de investimento que considera fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) na seleção e gestão de portfólio” (GSIA, 2016, p. 3). O novo conceito proposto foi além do investimento socialmente responsável, “porque se concentra[ou] não apenas na proteção de valor contra riscos, mas na criação de valor adicional, por meio da seleção de investimentos e gerenciamento de portfólio” (Bridges Fund Management, 2016, p. 2, tradução nossa).

Nessa perspectiva, ao enfatizar que os critérios ESG eram relevantes não apenas sob o ponto de vista ético, mas também financeiro, a sustentabilidade tornou-se cada vez mais relevante nos principais mercados financeiros (Busch, Bruce-Clark, & Derwall, 2021). A adoção do termo ESG foi impulsionada pela crise financeira de 2008-2009 e pela crescente conscientização pública quanto aos riscos das mudanças climáticas que intensificaram o debate público sobre o comportamento corporativo e a necessidade de incorporar a ética nas decisões de investimento.

Desde então, o investimento sustentável tem registrado um crescimento exponencial, representando mais de 35% do total de ativos sob gestão (GSIA, 2021). As evidências crescentes do desempenho financeiro positivo atrelado aos fatores ESG foram os principais impulsionadores do crescimento do interesse por parte dos investidores.

Mercereau, Melin e Lugo (2022), em um estudo referência no setor, demonstraram que o aprimoramento de variáveis ESG específicas para cada empresa do portfólio tende a aumentar o retorno. Os autores forneceram evidências empíricas sobre mais de 2.200 empresas listadas globalmente durante um período de 8 anos, de 2012 a 2020, e concluíram que a integração dos fatores ESG significa que empresas mais saudáveis são negociadas a preços mais elevados.

O crescimento do investimento sustentável reforçou a crença de que investir vai além de evitar causar danos por meio de investimentos. Trata-se também de ser capaz de alocar capital como estratégia para gerar mais benefícios sociais ou ambientais.

Os investimentos sustentáveis possuem raízes no ISR, mas se diferenciam destes por adotarem uma abordagem de inclusão, incorporando informações ambientais, sociais e de governança nos processos de decisão de investimento. Esses dados passaram a ser valorizados não apenas por razões éticas, mas também por sua relevância para a análise de riscos e retornos. Apesar disso, o conceito de exclusão ainda está presente no ESG, uma vez que considera os impactos negativos dessas questões no valor das empresas (Jong & Rocco, 2022).

Quanto a esta Fase 3, a literatura apontou que os investimentos sustentáveis alcançaram o *mainstream* do setor financeiro, embora não tenham sido realizados necessariamente em empresas que estão resolvendo os problemas socioambientais. A busca ativa, e não passiva, por impacto foi o que marcou o fim desta fase e o surgimento do conceito de investimento de impacto (Fase 4).

#### 3.4 Fase 4: Investimentos com Filtros Positivos de Impacto Social – Criação do conceito de Investimento de Impacto

A Fase 4 teve início em 2007, tendo como marco o surgimento do conceito de investimento de impacto, impulsionado pelas lentes dos investimentos das instituições financeiras que evoluíram da triagem negativa de ativos prejudiciais para a triagem positiva e proativa para investimentos que geram impacto social e/ou ambiental positivo (Höchstädter & Scheck, 2015). Esta fase também foi impulsionada pela busca dos atores filantrópicos que, a partir do objetivo de maximizar o impacto social das iniciativas apoiadas, começaram tanto a

experimentar instrumentos financeiros inovadores quanto a complementar os investimentos com apoios não financeiros (Hockerts et al., 2022; EVPA, [2020]).

Nessa quarta fase, foi identificado o papel fundamental da filantropia no desenvolvimento e na consolidação do conceito, com destaque para a atuação da Fundação Rockefeller, uma das maiores fundações globais.

No início dos anos 2000, a Fundação Rockefeller redirecionou o seu foco de atuação para promover novas estratégias voltadas ao combate da desigualdade econômica no Sul Global. No decorrer da implementação dessa nova estratégia, duas percepções ficaram claras para a fundação: a primeira foi a constatação de que o alívio da pobreza e alguns problemas sociais foram resolvidos pela inclusão de pessoas vulneráveis no mercado; e a segunda foi o reconhecimento da necessidade de mobilizar recursos em escala disponível no mercado financeiro para enfrentar os desafios sociais e ambientais (Barman, 2015).

A partir da clareza de que não havia capital filantrópico e governamental suficiente para enfrentar os desafios sociais e ambientais que enfrentamos enquanto sociedade, a Fundação Rockefeller questionou: “onde, então, encontraremos o dinheiro para complementar a filantropia e o governo para trazer soluções em escala?” (Bugg-Levine & Emerson, 2011, p. 1, tradução nossa).

Judith Rodin, então presidente da Fundação Rockefeller, em uma entrevista concedida a Kozlowski (2012), explicou como essas percepções motivaram a instituição a pensar em novas estratégias de atuação. Segundo ela:

Reconhecemos que se você colocar um preço em todas as necessidades sociais e ambientais em todo o mundo, estará na casa dos trilhões (de dólares). Toda a filantropia do mundo é de apenas US\$490 bilhões. Assim, as necessidades excedem em muito os recursos. O único lugar onde há centenas de trilhões de dólares é nos mercados de capitais privados. Então nós, e outros, começamos a nos perguntar se existiam maneiras de atrair financiamento privado para algumas dessas necessidades (Rodin. In: Kozlowski, 2012, p. 1, tradução nossa).

Essa reflexão da presidente da Fundação Rockefeller quanto à perspectiva filantrópica foi ao encontro do crescimento do investimento socialmente responsável que o setor financeiro estava vivenciando com o lançamento dos Princípios de Investimento Responsável (*Principles for Responsible Investment - PRI*), em 2006, e com a ascensão do termo ESG no mercado financeiro, a partir de 2004.

Apesar de, no início, a ideia ter parecido interessante, não existiam definições conceituais ou clareza sobre o que de fato era investir buscando retorno financeiro e impacto social. Naquele momento, havia pelo menos treze definições utilizadas pelos diversos atores para traduzir esse duplo objetivo, comprovando a pouca clareza das distinções e das semelhanças entre elas (Fulton & Freireich, 2009).

Devido à falta de clareza, a Fundação Rockefeller convocou reuniões em seu centro em Bellagio (*The Rockefeller Foundation Bellagio Center*), na Itália, com líderes em finanças, filantropia e desenvolvimento. A finalidade foi explorar as necessidades, as formas e os meios de construir uma indústria global para investimentos com impacto social e ambiental (Barman, 2015). Havia consenso entre os atores de que o compromisso de investimento com impacto social deveria ser maior que uma lente financeira passiva (Bugg-Levine & Emerson, 2011). No entanto, os termos utilizados naquele momento capturavam precisamente os interesses dos investidores.

“Investimento socialmente responsável” e o “investimento ético” pareciam sobrecarregados com obrigações morais, julgamento pessoal e um histórico de triagem que se concentrava no tipo de empresas a evitar. “Finanças sustentáveis” pareciam estreitamente centradas nas preocupações ambientais e não no conjunto mais amplo de questões de justiça social e de desenvolvimento, e também parecia

abafar o entusiasmo que estes investidores sentiam relativamente às suas possibilidades de investimento significativo (Bugg-Levine & Emerson, 2011, p. 12, tradução nossa).

A busca por um termo que refletisse o interesse de usar o capital para fazer algo positivo, levou à criação do termo “investimento de impacto”, em 2007 (Bugg-Levine & Emerson, 2011). O termo foi então definido como “investimentos realizados com o intuito de gerar retorno financeiro e impacto social” (Madsbjerg, 2018, p. 2, tradução nossa). O objetivo foi atrair novas fontes de capital “para complementar a caridade e o governo para trazer soluções em escala” (Bugg-Levine & Emerson, 2011, p. 12, tradução nossa). Bugg-Levine e Emerson (2011, p. 12, tradução nossa) explicaram que a criação do termo “evocou otimismo e ação para o grupo (...) e proporcionou um amplo guarda-chuva teórico sob o qual uma ampla gama de investidores poderia se reunir (...) e começar a colaborar para resolver os desafios semelhantes que enfrentavam”.

O duplo sentido que o termo “intencional” trazia expandiu também para um novo grupo de investidores que desejavam integrar o que já faziam nos campos financeiro e filantrópico, mas que até então não havia nenhum termo que permitisse articulá-los (Bugg-Levine & Emerson, 2011).

Naquele momento, estava claro que, para que o mercado de investimento de impacto atingisse seu potencial, seria necessário progredir do nicho de investidores para o de investimento *mainstream* (WEF, 2013).

Como parte dessa estratégia, em 2009, o ex-presidente norte-americano Bill Clinton anunciou a criação do *Global Impact Investing Network* (GIIN), organização sem fins lucrativos dedicada a promover investimentos de impacto mais eficazes em todo o mundo. A GIIN tem como membros fundadores a Fundação Rockefeller, o J. P. Morgan Chase e a *United States Agency for International Development* (USAID) (GIIN, 2009).

O lançamento dessas iniciativas foi referência importante para o setor, porque endereça a principal barreira encontrada até então para o crescimento do investimento de impacto: a falta de transparência e a credibilidade em como os fundos definem, monitoram e reportam a performance social e ambiental de seus investimentos (GIIN, 2009).

Essas iniciativas também foram importantes para apoiar a evolução do entendimento sobre o que é investimento de impacto e para propor uma definição em comum que refletisse o entendimento do campo sobre o assunto. Definir exatamente o que caracteriza, ou não, um investimento de impacto passou a ser cada vez mais relevante à medida que o termo passou a ser amplamente utilizado (Bugg-Levine & Emerson, 2011). Assim, em 2010, O’Donohoe, Leijonhufvud e Saltuk propuseram uma nova definição:

Investimento de impacto são investimentos destinados a criar impacto positivo além do retorno financeiro. Os investimentos de impacto fornecem capital, esperando retornos financeiros para negócios (gestores de fundos ou empresas) concebidos com a intenção de gerar impacto social e/ou ambiental positivo (O’Donohoe, Leijonhufvud, & Saltuk (2010, p. 7, tradução nossa).

Essa definição captou os principais temas que caracterizavam, até então, os investimentos de impacto e apresentou pela primeira vez não apenas a combinação de retornos financeiros com os sociais como característica, mas também a exigência de que os investidores deveriam ser intencionais em seus esforços para gerá-los.

Em 2012, muito entusiasmo havia sido gerado em torno do termo “investimento de impacto” (WEF, 2013), mas, segundo vários autores, a definição para este tipo de investimento ainda era genérica.

No relatório do *European Sustainability Forum* (Eurosif), esse tipo de investimento era caracterizado como uma filosofia.

O Eurosif incluiu pela primeira vez uma seção separada sobre o investimento de impacto. Esta seção concentra muita atenção em aspectos de definição, uma vez que o investimento de impacto atualmente se caracteriza mais como uma filosofia de investimento que como um processo distinto, e há diferentes visões no mercado sobre como equilibrar objetivos financeiros e sociais. Essa maneira empolgante de buscar resultados que beneficiem a sociedade por meio de investimentos tem sido do alcance de poucos, mas agora está ganhando atenção tanto no mercado institucional quanto no mercado de varejo e é a mais comentada nova estratégia de investimento na indústria de ISR (Eurosif, 2012, p. 7, tradução nossa).

Apesar do aumento do interesse sobre o tema, tanto por parte da academia quanto do setor, e das tentativas de algumas organizações, como J. P. Morgan, Fundação Rockefeller e o GIIN, ainda não havia uma definição comumente aceita. O que havia até aquele momento era a crença de que, ao investir em modelos de negócios que lidam com desafios sociais e ambientais, esses investimentos poderiam gerar retornos financeiros à taxa de mercado e, ao mesmo tempo, gerar um impacto mensurável quanto ao problema em questão (Treslstad, 2016).

A partir de então, diversas definições e extensões de investimento de impacto foram surgindo na literatura acadêmica e no campo profissional (Busch, Bruce-Clark, & Derwall, 2021), levando à evolução do conceito, com o propósito de promover maior convergência em direção a uma definição comumente aceita (Agrawal e Hockerts, 2019). Em 2009, o GIIN chegou à seguinte definição:

Investimentos de impacto são investimentos realizados com a intenção de gerar impacto social e ambiental positivo e mensurável, juntamente com um retorno financeiro. Os investimentos de impacto podem ser feitos tanto em mercados emergentes quanto desenvolvidos e visam a uma variedade de retornos, desde abaixo do mercado até à taxa de mercado, dependendo dos objetivos estratégicos dos investidores (GIIN, 2019, p. 1, tradução nossa).

Para dar mais clareza ao conceito, o GIIN (2019) identificou quatro características que diferenciam o investimento de impacto de outros investimentos, conforme apresentado no Quadro 1.

Quadro 1: Características dos Investimentos de Impacto

1. Intencionalidade	Contribuição intencional para soluções sociais e ambientais. Isso os diferencia de outras estratégias, como investimento ESG, investimento responsável e estratégias de triagem.
2. Mensuração de Impacto	Compromisso do investidor em medir e reportar o desempenho social e ambiental dos investimentos subjacentes.
3. Retornos Financeiros	Busca por retorno financeiro sobre o capital, que pode variar desde taxas abaixo do mercado até taxas de mercado, ajustadas ao risco, o que os distingue de filantropia.
4. Gama de Classes de Ativos	Possibilidade de serem realizados em todas as classes de ativos.

Fonte: GIIN (2019, p. 2, tradução nossa).

A primeira característica definida pelo GIIN, a intencionalidade, está no cerne daquilo que diferencia os investimentos de impacto de outras abordagens de investimentos que podem incorporar considerações de impacto em sua avaliação (GIIN, 2019).

A segunda característica está relacionada com a mensuração do impacto gerado por meio de investimentos. A mensuração era uma demanda dos investidores que precisavam

saber “pelo que estavam pagando em termos de atingirem seus objetivos sociais ou ambientais” (Fulton & Freireich, 2009, p. 37, tradução nossa). No início, o setor de investimentos de impacto enfrentava abordagens fragmentadas de mensuração, falta de comparabilidade de desempenho entre os investimentos e ausência de análises setoriais (Bouri, 2011).

Para enfrentarem esses desafios, a Fundação Rockefeller, a Acumen e o B Lab esforçaram-se para criar métricas padronizadas para reportarem o desempenho do capital de impacto. Assim, em 2009, foi criado o catálogo IRIS, que pode ser usado por investidores para mensurar o impacto dos investimentos dentro de suas carteiras (GIIN, 2011), com o objetivo de incorporar e de desenvolver esforços específicos. A finalidade deste catálogo foi estabelecer uma linguagem comum que permitisse a comparação e a comunicação entre as organizações do setor (Bouri, 2011).

Desde então, a mensuração de impacto tornou-se um método comum para avaliar o retorno financeiro e social gerado por investimentos de impacto e é relevante para todas as partes interessadas, sejam investidores e intermediários de impacto, sejam empresas investidas e sociais, ou mesmo administrações públicas e governos (Strano, Rizzello, & Trotta, 2023).

A terceira característica definida pelo GIIN foi quanto ao retorno financeiro dos investidores de impacto. O retorno pode variar desde taxas abaixo das utilizadas pelo mercado até taxas de mercado ajustadas ao risco, como mencionado. No entanto, a premissa do retorno do investimento é fundamental, pois os diferencia de doações.

A quarta característica definida por Hand, Sunderji e Pardo (2023) refere-se ao fato de investimentos de impacto serem considerados “lentes” que podem ser aplicadas a todas as classes de ativos, tanto em mercados públicos quanto privados. Nas discussões iniciais do setor, havia dúvida quanto ao fato de o investimento de impacto ser considerado uma classe de ativos separada. Contudo, com a evolução do setor e a distribuição de capital, esta questão mostrou-se superada para o desenvolvimento do campo.

Essas quatro características dos investimentos de impacto reforçam a premissa fundamental de que o capital privado pode ser investido com a intenção deliberada de gerar impacto social, ao mesmo tempo em que proporciona retornos financeiros. Portanto, pode-se afirmar que o conceito de investimento de impacto partiu do pressuposto de que existe uma relação causal entre o aporte financeiro e a geração de impacto social (Busch, Bruce-Clark, & Derwall, 2021), o que o diferencia do conceito de investimento sustentável. Essas características diferenciam o investimento de impacto e reforçam seu potencial superior de gerar transformações sociais, em comparação com os investimentos baseados exclusivamente por critérios ESG (Schlütter et al., 2025; Carroux, Busch, & Paetzold, 2021).

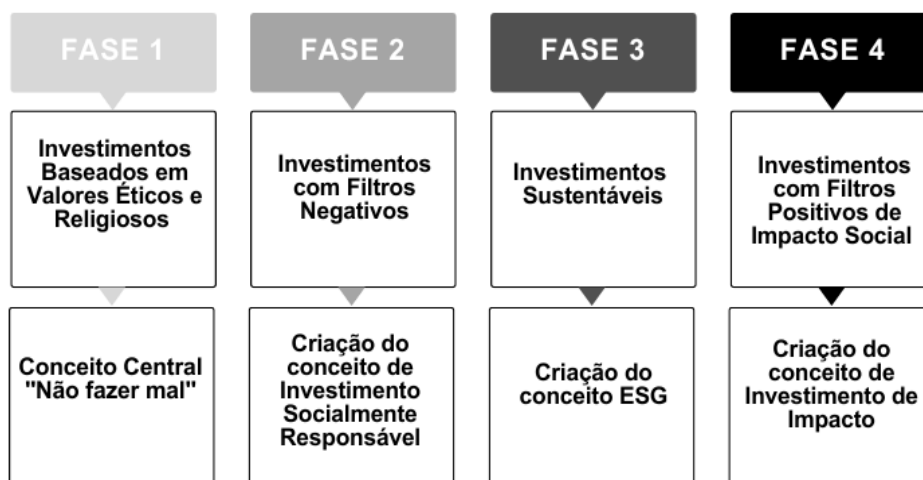
Investimentos de impacto têm a intenção explícita de contribuir para a solução de desafios sociais e ambientais críticos, diferentemente dos demais tipos de investimentos em relação aos seguintes aspectos (Andrikopoulos, 2020): (1) a intencionalidade em gerar impacto social ou ambiental é inerente a essa abordagem de investimento, ao invés de evitar externalidades negativas e focar em fatores ESG (Orminston et al., 2015; Nicholls, 2010); (2) trata-se de uma abordagem de investimento e não de uma classe de ativos, ou seja, pode ser entendida como uma lente por meio da qual as decisões de investimentos são tomadas; e (3) o retorno financeiro pode variar amplamente, desde a recuperação do capital principal até as taxas de retorno acima do mercado (WEF, 2013).

#### 4. Conclusão

Este artigo propôs que o conceito de investimento de impacto seja percebido como uma evolução conceitual, resultante da busca pelo alinhamento entre retorno financeiro e impacto social, e não apenas como um conceito isolado, desvinculado do contexto financeiro e das próprias transformações da sociedade.

Assim sendo, foram identificadas quatro fases de evolução do conceito de investimentos que buscam criar valor social e financeiro, como demonstra a Figura 1.

Figura 1: Perspectiva Histórica sobre a evolução do conceito de Investimentos de Impacto



Fonte: Elaborada pelas autoras.

A primeira fase foi fundamentada no conceito de "não fazer mal" por meio dos investimentos e teve suas raízes ancoradas em valores éticos e religiosos. Nessa fase inicial, ainda não havia menção a um termo específico para esse tipo de investimento e tampouco uma orientação para gerar impacto social. No entanto, podemos identificar as primeiras diretrizes sobre como os investimentos deveriam ser feitos para evitar possíveis consequências na sociedade.

A segunda fase marcou o surgimento de um primeiro alinhamento conceitual em torno do termo "Investimento Socialmente Responsável (ISR)". Embora não haja um marco temporal preciso de quando surgiu o conceito, foi a primeira vez que foi questionada a responsabilidade sobre os investimentos realizados. Nessa fase também surgiram estratégias de portfólio, que incluíram os filtros negativos, mas também expandiram a escolha das empresas para a adição de filtros positivos e para a abordagem *best-in-class*.

A terceira fase foi caracterizada pela criação do termo "Investimento Sustentável" e dos critérios ESG como fatores relevantes na análise de investimentos.

A quarta fase teve início com a criação do termo "Investimento de Impacto", em 2007, que se diferenciou por buscar retorno financeiro e também por gerar impacto positivo na vida das pessoas e/ou no meio ambiente.

A comparação entre as quatro fases permitiu identificar semelhanças entre o investimento de impacto, o investimento sustentável e o investimento socialmente responsável, embora o primeiro se revele inquestionavelmente distinto. Essa distinção é fundamental para compreender o investimento de impacto a partir de uma perspectiva histórica, evidenciando sua natureza orientada pela intencionalidade e pela ambição de gerar retorno social e/ou ambiental positivo por meio dos investimentos realizados.

Este artigo atingiu o objetivo proposto ao analisar a origem do conceito de investimento de impacto, contextualizando historicamente e institucionalmente seu surgimento e identificando aproximações e diferenças em relação a outros conceitos que também conciliam retorno financeiro com impacto social.

Ao propor uma leitura evolutiva em quatro fases, desde os investimentos guiados por valores ético-religiosos até a criação do conceito de investimento de impacto, a análise contribuiu para uma maior clareza conceitual em um campo ainda marcado por sobreposições e ambiguidades terminológicas. A principal contribuição deste estudo reside, portanto, em oferecer uma sistematização teórica que permite compreender o investimento de impacto não apenas como mais uma estratégia no espectro dos investimentos sustentáveis, mas como uma inflexão que amplia a intencionalidade e a mensuração dos resultados, direcionando capital para iniciativas concebidas desde a origem com o propósito de gerar impacto social combinado com retorno financeiro.

## Referências Bibliográficas

- Agrawal, A. & Hockerts, K. (2019). Impact investing strategy: Managing conflicts between impact investor and investee social enterprise. *Sustainability*, 11(15), 4117. <https://doi.org/10.3390/su11154117>.
- Andrikopoulos, A. (2020). Delineating social finance. *International Review of Financial Analysis*, 70, Article 101519. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101519>.
- Barreira, J. L. G. (2022). *Is Socially Responsible Investment worth it? The (In) efficiency of ISR Mutual Funds*. [Master 's thesis] (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Portugal.
- Barman, E. (2015). Of principle and principal: Value plurality in the market of impact investing. *Valuation studies*, 3(1), 9–44. <https://doi.org/10.3384/vs.2001-5592.15319>.
- Bouri, A. (2011). How standards emerge: The role of investor leadership in realizing the potential of IRIS. *Innovations Technology Governance Globalization*, 6(3), 117–131. [https://doi.org/10.1162/inov\\_a\\_00088](https://doi.org/10.1162/inov_a_00088).
- Bridges Fund Management. (2016). *The Bridges Spectrum of Capital: How we define the sustainable and impact investment market*. <https://www.bridgesfundmanagement.com/wp-content/uploads/2017/08/Bridges-Spectrum-of-Capital-print.pdf>.
- Bugg-Levine, A., & Emerson, J. (2011). Impact investing: Transforming how we make money while making a difference. *Innovations Technology Governance Globalization*, 6(3), 9–18. [https://doi.org/10.1162/inov\\_a\\_00077](https://doi.org/10.1162/inov_a_00077).
- Busch, T., Bruce-Clark, P., & Derwall, J. (2021). Impact investments: A call for (re)orientation. *SN Business & Economics*, 1(2), Article 33. <https://doi.org/10.1007/s43546-020-00033-6>.
- Carroux, S. L., Busch, T., & Paetzold, F. (2021). Unlocking the black box of private impact investors. *Qualitative Research in Financial Markets*, 14(1), 149–168.

- Camilleri, M. A. (2020). The market for socially responsible investing: A review of the developments. *Social Responsibility Journal*, 17(3). <https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2019-0194>.
- CVM - Comissão de Valores Mobiliários. (2022). *O impacto dos seus investimentos* (Série Educacional – Finanças Sustentáveis, Volume 1). <https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cvm-sustentavel/volume-1-o-impacto-dos-seus-investimentos-1.pdf/>.
- Chiappini, H., Marinelli, N., Jalal, R.N.-U., & Birindelli, G. (2023). Past, present and future of impact investing and closely related financial vehicles: a literature review. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(7), 232-257. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-09-2022-0471>.
- EUROSIF - European Sustainability Forum. (2012). *Eurosif report 2012*. <https://www.eurosif.org/news/eurosif-report-2012/>.
- EVPA – European Venture Philanthropy Association. ([2020]). *EVPA Annual Report 2020*. <https://www.evpa.ngo/insights/evpa-annual-report-2020>
- Fulton, K., & Freireich, J. (2009). *Investing for social and environmental impact*. Washington, DC: Monitor Institute.
- Garg, A., & Arora, S. (2023). The challenges of impact investing: A systematic review of literature and future research agenda. *Russian Law Journal*, 11(3), 760–785. [https://www.researchgate.net/publication/371675305\\_THE\\_CHALLENGES\\_OF\\_THE\\_IMPACT\\_INVESTING\\_A\\_SYSTEMATIC\\_REVIEW\\_OF\\_LITERATURE\\_AND\\_FUTURE\\_RESEARCH\\_AGENDA](https://www.researchgate.net/publication/371675305_THE_CHALLENGES_OF_THE_IMPACT_INVESTING_A_SYSTEMATIC_REVIEW_OF_LITERATURE_AND_FUTURE_RESEARCH_AGENDA).
- GIIN - Global Impact Investing Network. (2024). *Sizing the Impact Investing Market 2024*. <https://www.thegiin.org/research/sizing-the-impact-investing-market-2024>.
- GIIN - Global Impact Investing Network. (2019, abr. 3). *Core Characteristics of Impact Investing* [Comunicado]. <https://thegiin.org/publication/post/core-characteristics-of-impact-investing>
- GIIN - Global Impact Investing Network. (2009). *Global Impact Investing Network*. <https://thegiin.org/assets/GIIN%20Launch%202009.pdf>.
- Godeke, S., & Briaud, P. (2020). A modern history of impact investing: The concept of integrating values into investment decisions is not at all new. In *Impact Investing Handbook: An Implementation Guide for Practitioners*. Rockefeller Philanthropy Advisors.
- GSIA - Global Sustainable Investment Alliance. (2021). *Global Sustainable Investment Review 2020*. <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>.
- GSIA - Global Sustainable Investment Alliance. (2016). *Global Sustainable Investment Review 2016*. [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR\\_Review2016.F.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf)

- Hand, D., Sunderji, S., & Pardo, N. M. (2023, jun. 27). *2023 GIINsights*. Global Impact Investing Network. <https://thegiin.org/publication/research/2023-giinsight-series/ft.com+9thegiin.org+9impactprinciples.org+9>.
- Hill, J. (2020). *Environmental, Social, and Governance (ESG) investing: A balanced analysis of the theory and practice of a sustainable portfolio*. [S.l.]: Academic Press.
- Höchstädter, A. K., & Scheck, B. (2015). What's in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449–475. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2327-0>.
- Hockerts, K., Hehenberger, L., Schaltegger, S., & Farber, V. (2022). Defining and conceptualizing impact investing: Attractive nuisance or catalyst? *Journal of Business Ethics*, 179(4), 937–950. <https://doi.org/10.1007/s10551-022-05157-3>.
- IFC - International Finance Corporation. (2008). *Who cares wins: Future proof?* Embedding environmental, social and governance issues in investment markets (Final report of the Who Cares Wins initiative 2004–2008). International Finance Corporation / UN Global Compact.
- Jong, M., & Rocco, S. (2022). ESG and impact investing. *Journal of Asset Management*, 23, 547–549. <https://doi.org/10.1057/s41260-022-00297->
- Kozlowski, L. (2012, out. 2). *Impact Investing: The power of two bottom lines*. <https://www.forbes.com/sites/lorikozlowski/2012/10/02/impact-investing-the-power-of-two-bottom-lines/?sh=6a88b3261edc>.
- Madsbjerg, S. (2018). *Bringing scale to the impact investing industry*. New York: The Rockefeller Foundation.
- Martini, A. (2021). Socially responsible investing: From the ethical origins to the sustainable development framework of the European Union. *Environment, Development and Sustainability*, 23, 16874–16890. <https://doi.org/10.1007/s10668-021-01375-3>.
- McConnaughey, R. K. (2019). Expanding the Impact Investing Toolkit with Long/Short Public Equity Strategies. Dissertação (Mestrado em Economia) – Nicholas School, Environment of Duke University. Durham, North Carolina. United States of America. <https://dukespace.lib.duke.edu/server/api/core/bitstreams/238e05e9-9533-48c8-a709-874b4f1800ab/contente>.
- Mercereau, B., Melin, L., & Lugo, M. M. (2022). Creating shareholder value through ESG engagement. *Journal of Asset Management*, 23(7), 550–566. <https://doi.org/10.1057/s41260-022-00270-4>.
- Naqvi, M., & Jus, M. (2019). *The Benchmark that Changed the World: Celebrating 20 Years of the Dow Jones Sustainability™ Indices*. S&P Dow Jones Indices.
- Nicholls, Alex. (2010). The institutionalization of social investment: The interplay of investment logics and investor rationalities. *Journal of Social Entrepreneurship*, 1(1), 70–100. doi:10.1080/19420671003701257.
- O'Donohoe, N., Leijonhufvud, C., Saltuk, Y., Bugg-Levine, A., & Brandenburg, M. (2010, nov.). *Impact investments. An emerging asset class*, 96, 1–96.

<https://aliancapeloimpacto.org.br/wp-content/uploads/2020/02/impact-investments-an-emerging-asset-class.pdf>.

- Ormiston, J., Charlton, K., Donald, M. S., & Seymour, R. G. (2015). Overcoming the challenges of impact investing: Insights from leading investors. *Journal of Social Entrepreneurship*, 6(3), 352–378. <https://doi.org/10.1080/19420676.2015.1049285>
- PRI – Principles for Responsible Investment. (2023). *PRI Annual Report 2022*. <https://www.unpri.org/annual-report-2022> website: <https://www.unpri.org/annual-report-2022>.
- Roundy, P. T. (2019). Regional differences in impact investment: a theory of impact investing ecosystems. *Social Responsibility Journal*, 16(4), 467–485. <https://doi.org/10.1108/srj-11-2018-0302>.
- Roundy, P. T. (2017). Hybrid organizations and the problem of mission drift, *Social Business*, 7(1), 1–20.
- Schueth, S. (2003). Socially Responsible Investing in the United States. *Journal of Business Ethics*, 43(3), 189–194. <http://www.jstor.org/stable/25074988>.
- Schlütter, D., Schätzlein, L., Hahn, R., & Waldner, C. (2024). Missing the impact in impact investing research – A systematic review and critical reflection of the literature. *Journal of Management Studies*, 61(6), 2694–2718. <https://doi.org/10.1111/joms.12978>.
- Strano, E., Rizzello, A., & Trotta, A. (2023). *Impact Investments Measurement: Bridging Research and Practice*. In La Torre, M., & Leo, S. (Eds.). *Contemporary Issues in Sustainable Finance*, 33–60. Palgrave Macmillan. [https://doi.org/10.1007/978-3-031-22539-0\\_3](https://doi.org/10.1007/978-3-031-22539-0_3).
- Townsend, B. (2020). From ISR to ESG: The origins of socially responsible and sustainable investing. *The Journal of Impact and ESG Investing*, 1(1), 10–25. <https://doi.org/10.3905/jesg.2020.1.1.010>.
- Trelstad, B. (2016). Impact investing: A brief history. *Capitalism & Society*, 11(2). <https://ssrn.com/abstract=2886088>.
- Von Wallis, M., & Klein, C. (2015). Ethical requirement and financial interest: A literature review on socially responsible investing. *Business Research*, 8(1), 61–98. <https://doi.org/10.1007/s40685-014-0015-7>.
- Weber, O. (2013, fev. 14). Measuring the impact of socially responsible investing. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2217784>.
- WEF - World Economic Forum. (2013). *From the Margins to the Mainstream: Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors*. 1-36. [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_II\\_FromMarginsMainstream\\_Report\\_2013.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_II_FromMarginsMainstream_Report_2013.pdf).