



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

GUILHERME DA SILVA MIGUEL

**FUNDOS DE *VENTURE CAPITAL & PRIVATE EQUITY* NO CENÁRIO
BRASILEIRO DE *STARTUPS* DE 2020 A 2025**

Uberlândia - MG

2026

GUILHERME DA SILVA MIGUEL

**FUNDOS DE *VENTURE CAPITAL & PRIVATE EQUITY* NO CENÁRIO
BRASILEIRO DE *STARTUPS* DE 2020 A 2025**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Instituto de Economia e
Relações Internacionais da Universidade
Federal de Uberlândia como requisito
parcial para obtenção do título de
bacharel em Ciências Econômicas

Orientador: Professor Dr. Germano
Mendes de Paula

Uberlândia - MG
27 de Julho de 2026

GUILHERME DA SILVA MIGUEL

**FUNDOS DE *VENTURE CAPITAL & PRIVATE EQUITY* NO CENÁRIO
BRASILEIRO DE *STARTUPS* DE 2020 A 2025**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Instituto de Economia e
Relações Internacionais da Universidade
Federal de Uberlândia como requisito
parcial para obtenção do título de
bacharel em Ciências Econômicas

Orientador: Professor Dr. Germano
Mendes de Paula

Uberlândia – MG, 27 de Julho de 2026.

BANCA EXAMINADORA

Professor Dr. Germano Mendes de Paula (Orientador)

Professora Dra. Thaís Guimarães Alves Nonato

Professora Dra. Vanessa da Costa Val Munhoz

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, que são o alicerce de tudo o que sou e de tudo o que consegui construir até aqui. Se hoje concluo esta etapa, é porque antes de mim vieram duas pessoas que abriram mão de tanto para que eu pudesse ter o que eles próprios muitas vezes não tiveram. Cada linha desta monografia carrega, de alguma forma, o esforço silencioso que vocês fizeram por mim durante uma vida inteira. Se não fosse por vocês, eu literalmente não estaria aqui, nem como filho, nem como estudante, nem como profissional em formação. Nenhuma palavra escrita neste trabalho será suficiente para retribuir o que vocês me deram, mas dedico cada uma delas a vocês.

Ao meu irmão, que foi e continua sendo o meu maior exemplo. Antes de eu saber o caminho, você já o havia trilhado, e a cada passo que eu dava, encontrava suas pegadas mostrando por onde seguir. Cresci observando você e aprendi mais no exemplo do dia a dia do que em qualquer sala de aula. Obrigado pelos conselhos nas horas certas, pelo apoio incondicional nas horas difíceis e por, sem nunca precisar dizer, ter me mostrado o tipo de pessoa e de profissional que eu quero me tornar. Ter você como referência é um dos maiores privilégios da minha vida.

Ao Prof. Dr. Germano Mendes de Paula, que aceitou orientar este trabalho e me acompanhou com uma paciência que eu não sei se saberia ter. Obrigado por cada correção minuciosa, por cada comentário que me obrigou a repensar o texto, por cada insistência que, no momento, me pareceu exigente demais, mas que hoje se traduz na qualidade do que entrego. Ao longo desta orientação, o senhor foi muito mais do que um professor, foi um exemplo profissional que carregarei comigo por toda a carreira. É uma honra ter sido seu orientando.

À Ana Castro, meu grande amor, que caminhou ao meu lado em cada fase deste trabalho. Obrigado por ser presença nos dias em que a rotina parecia grande demais, e por transformar em leveza aquilo que, sozinho, teria sido apenas peso. Você foi paciência nas madrugadas de escrita, escuta nas frustrações, entusiasmo nas pequenas vitórias e certeza nos momentos em que eu próprio duvidei. Este trabalho tem um pouco de você em cada página, porque foi construído com o apoio de quem ama de verdade. Obrigado por estar comigo, sempre.

RESUMO

O presente trabalho avalia o desempenho dos fundos de *Venture Capital* (VC) e *Private Equity* (PE) no ecossistema brasileiro de *startups* entre os anos de 2020 e 2025. O recorte temporal compreende um ciclo completo composto por expansão acelerada, correção severa e estabilização de mercado. O objetivo deste trabalho é avaliar o desempenho dos fundos de *Venture Capital* (VC) e *Private Equity* (PE) no ecossistema brasileiro de startups nesse período, identificando em que medida esse desempenho decorreu de fatores estruturais do país, da conjuntura global de liquidez ou das decisões dos próprios gestores. Metodologicamente, adota-se o método hipotético-dedutivo, em uma pesquisa de natureza predominantemente qualitativa, com uso complementar de elementos quantitativos. A análise apoia-se em dados secundários consolidados por entidades governamentais e setoriais, utilizando como métricas centrais a Taxa Interna de Retorno (TIR) e o Múltiplo sobre o Capital Investido (MoIC), além de um estudo de caso focado no fundo *Headline XP VC 3*. Assim, tais resultados revelam que o forte influxo de capital global e a queda inicial da taxa Selic em 2020 inflacionaram os *valuations* e impulsionaram o surgimento de unicórnios. Entretanto, a reversão macroeconômica a partir de 2022 trouxe uma severa correção de preços, redução da eficiência de capital e o fechamento da janela de ofertas públicas iniciais (IPOs), tornando as fusões e aquisições (M&A) e o mercado secundário as principais rotas de desinvestimento. Além disso, evidencia-se o impacto crônico da volatilidade cambial, que reduziu os retornos em moeda estrangeira na maioria das transações. Diante de tal cenário, a competência dos gestores manifestou-se em uma expressiva dispersão de retornos de trinta pontos percentuais entre o primeiro e o último quartil de fundos. Conclui-se que o ecossistema brasileiro emergiu do ciclo institucionalmente mais maduro e seletivo, no qual mecanismos contratuais de governança e a atuação direta de parceiros operacionais (*Operating Partners*) tornaram-se determinantes para a mitigação de riscos e geração de valor real.

Palavras-chave: capital de risco; startups; governança corporativa; ciclos econômicos

ABSTRACT

This study evaluates the performance of Venture Capital (VC) and Private Equity (PE) funds within the Brazilian startup ecosystem between 2020 and 2025. The selected timeframe encompasses a full cycle consisting of accelerated expansion, severe correction, and market stabilization. Methodologically, a hypothetical-deductive approach is adopted, establishing a qualitative-descriptive research with quantitative elements. The analysis relies on secondary data consolidated by governmental and sector organizations, utilizing the Internal Rate of Return (IRR) and Multiple on Invested Capital (MoIC) as core metrics, supplemented by a case study of the Headline XP VC 3 fund. These results reveal that a strong influx of global capital combined with an initial drop in the Selic interest rate in 2020 inflated valuations and drove the rise of unicorns. However, the macroeconomic reversal starting in 2022 triggered a severe price correction, a decline in capital efficiency, and the complete closure of the initial public offering (IPO) window, turning mergers and acquisitions (M&A) and the secondary market into the primary exit routes. Additionally, the study highlights the chronic impact of exchange rate volatility, which eroded foreign currency returns in the majority of transactions. In this environment, manager competence manifested as a significant performance dispersion of thirty percentage points between the top and bottom quartiles of funds. The study concludes that the Brazilian ecosystem emerged from this cycle institutionally more mature and selective, where contractual governance mechanisms and the direct involvement of operating partners became crucial for risk mitigation and real value creation.

Keywords: venture capital; startups; corporate governance; economic cycles

SUMÁRIO

1. Introdução	11
2. Justificativa	14
3. Objetivos.....	16
4. Fundamentos Teóricos do Financiamento por Capital de Risco	17
5. Marco Teórico-Regulatório.....	21
5.1 Marco Legal das <i>Startups</i> — Lei 182/2021	22
5.2 O Papel da ABVCAP no Ecossistema Brasileiro de Venture Capital e Private Equity	24
6. Metodologia.....	26
7. Análise e Resultados	28
7.1 Panorama do Mercado Brasileiro de VC/PE (2020–2025)	31
7.2 Desempenho Financeiro: MOIC e TIR por Segmento	36
7.3 <i>Exits</i> : IPO, M&A e Mercado Secundário	40
7.4 Governança e <i>Operating Partners</i>	45
7.5 Impacto dos Fundos no Surgimento de Unicórnios	48
8. Conclusão	53
Referências	58

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Volume de investimentos em <i>Venture Capital</i> na América Latina (2020–2025).....	14
Gráfico 2 – Distribuição de retornos por segmento — VC vs. PE no Brasil	21
Gráfico 3 – Desconto de <i>valuations</i> de rodadas <i>seed</i> : Brasil vs. EUA.....	29
Gráfico 4 – Curva J Headline XP VC 3: evolução da cota (2T 2022 – 3T 2025)	30
Gráfico 5 – Selic × volume de <i>Venture Capital</i>	39
Gráfico 6 – M&A no Brasil × IPOs na B3	42
Gráfico 7 – TIR do 1º e do 4º quartil de fundos - 1994-2023.....	46
Gráfico 8 – Surgimento anual de unicórnios brasileiros (2018–2025).....	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Variação cambial na TIR, por nível de análise (p.p.)	37
Tabela 2 – Indicadores de desempenho de VC e PE no Brasil por segmento	40
Tabela 3 – Características das principais rotas de saída (<i>exits</i>)	44
Tabela 4 – Principais mecanismos contratuais de governança em VC e PE	47

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Principais unicórnios brasileiros por ano e setor (2018–2024)	51
Quadro 2 – Composição setorial dos unicórnios brasileiros	52

1. Introdução

O ecossistema de *startups* brasileiro passou por uma transformação acelerada entre 2020 e 2025. O movimento começou em 2020, quando a queda da Selic para patamares historicamente baixos e a alta liquidez global criaram um ambiente favorável ao investimento de risco. O ano de 2021 consolidou esse ciclo de expansão: o Brasil passou a concentrar mais de 47% dos investimentos em Venture Capital (VC) da América Latina e o número de unicórnios brasileiros de *startups* de capital fechado avaliadas em USD 1 bilhão ou mais (LAVCA, 2025). A partir de 2022, no entanto, o cenário se inverteu com a elevação dos juros globais, a retração da liquidez e a correção dos múltiplos de tecnologia. O canal de Oferta públicas iniciais de ações (IPO, no acrônimo em inglês) praticamente fechou, os *valuations* foram revistos e os fundos passaram a operar sob restrições significativamente mais severas. Compreender como o desempenho dos fundos de VC e *Private Equity* (PE) respondeu a essa janela de cinco anos é o objeto central deste trabalho.

Em sua forma mais elementar, VC e PE designam o aporte de capital em troca de participação acionária em empresas com alto potencial de crescimento, em geral acompanhado de suporte estratégico e operacional dos gestores. Diferentemente do crédito bancário, que exige garantias e pagamentos periódicos, o investidor em VC ou PE compartilha tanto as perdas quanto os ganhos com o empreendedor, o que viabiliza o financiamento de empresas que nenhum outro agente financeiro tradicional financiaria. A *startup* é o ativo típico do VC, ao passo que o PE opera em estágios mais avançados, com foco em criação de valor por meio de melhoria operacional, governança e, em alguns mercados, alavancagem financeira.

Para entender por que os retornos de VC e PE seguem essa dinâmica peculiar, é essencial compreender o conceito de Curva J. Trata-se da trajetória típica de rentabilidade desses fundos: nos anos iniciais, o desempenho costuma ser negativo em razão dos custos de estruturação, das taxas de administração e do longo período de maturação dos investimentos. Conforme as empresas investidas amadurecem e os *exits* começam a se materializar, a rentabilidade gradualmente se torna positiva, gerando o desenho gráfico que dá nome ao conceito. Essa tendência também pode ser observada no nível regional. Em 2024, o volume de investimentos em VC na América Latina se estabilizou em USD 4,5 bilhões após o ajuste pós-pico de 2021. Houve também ampliação do intervalo entre

rodadas, que chegou a aproximadamente 20 meses, o que obrigou as *startups* a adotarem maior disciplina financeira e a prolongarem o uso do próprio capital disponível.

Dessa maneira, para compreender plenamente o funcionamento desse ecossistema, é necessário considerar também as etapas iniciais de financiamento. O investimento-anjo continua sendo fundamental para a viabilização de *startups* em estágio inicial, mas no Brasil ainda apresenta limitações estruturais como baixa escala, dificuldades de acesso às oportunidades qualificadas e ausência de incentivos fiscais mais robustos (LAVCA, 2025).

À medida que as *startups* evoluem, passam a acessar rodadas maiores por meio de fundos de VC que assumem um papel mais estruturado e estratégico. Os investimentos se concentram em setores com maior previsibilidade e potencial de escala como *fintechs*, *software* corporativo e soluções tecnológicas baseadas em inteligência artificial. Esse perfil de aporte vai além do capital, envolve também governança, profissionalização da gestão e suporte estratégico para escalar operações. Os fundos passam a atuar como agentes ativos no desenvolvimento das empresas, e essa atuação é especialmente relevante em mercados emergentes, onde o ambiente de negócios apresenta maior complexidade regulatória, tributária e operacional (LAVCA, 2025).

Os fundos apresentam um estágio mais avançado ao longo de seu desenvolvimento, os principais movimentos que justificam essa análise envolvem variáveis específicas, que serão abordadas cuidadosamente ao longo do estudo. Quando o volume investido praticamente dobrou em relação ao início do período analisado, o número de empresas no portfólio aumentou de forma significativa e as métricas passaram a refletir, ainda que de forma parcial, o amadurecimento das investidas. A redução da rentabilidade negativa ao longo do tempo indica que os fundos começaram a atravessar a parte mais crítica da curva J, aproximando-se de um estágio em que a geração de valor se torna mais evidente como direcionado no gráfico (XP ASSET MANAGEMENT, 2025).

Três razões justificam o tempo do leitor neste trabalho. A primeira é a raridade do objeto: ciclos completos de expansão, colapso e estabilização costumam levar décadas para se formar, e o período 2020-2025 concentrou os três movimentos em apenas cinco anos, oferecendo uma janela de observação que a literatura brasileira ainda não consolidou. A segunda é a natureza da pergunta que o trabalho responde: o desempenho dos fundos no Brasil foi determinado pelas condições estruturais do país, pela maré global

de liquidez ou pela competência dos próprios gestores? A resposta interessa a quem investe, a quem empreende e a quem fórmula política pública, porque cada fator aponta para uma consequência prática diferente. A terceira é o material empírico mobilizado: além dos dados consolidados pelas principais fontes do setor, o trabalho acompanha a trajetória real de um fundo brasileiro, o Headline XP VC 3, cujos relatórios trimestrais permitem observar, com números concretos, o comportamento que a teoria descreve de forma abstrata (MINARDI; GALLUCCI, 2024).

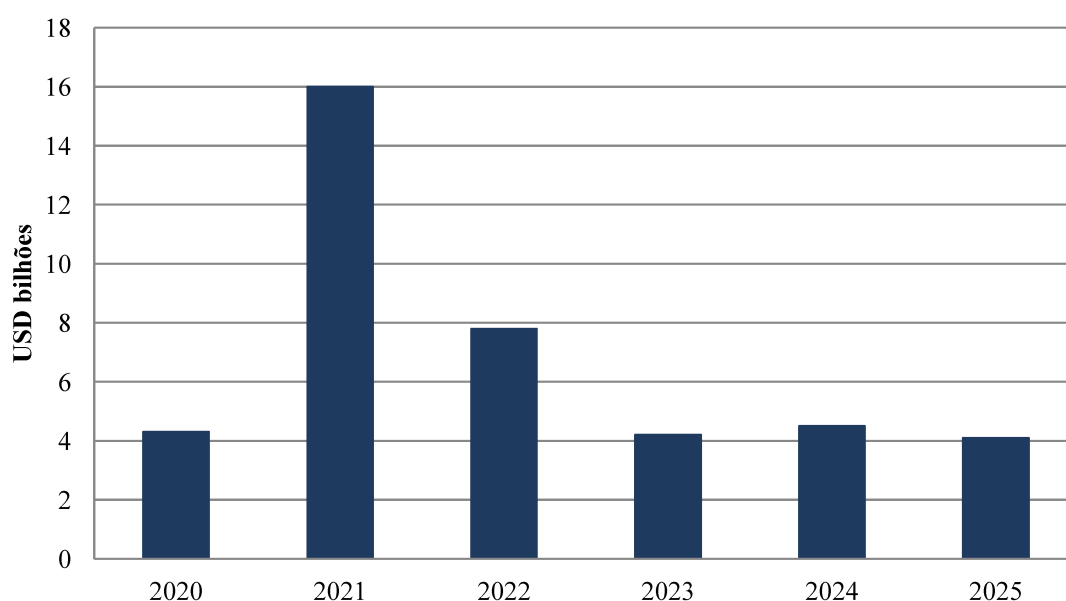
Quanto à sua natureza, esta pesquisa classifica-se como qualitativa com elementos quantitativos, da seguinte forma: os dados numéricos de desempenho, volume e preço são mobilizados como evidência central da análise, mas o tratamento dado a eles é interpretativo, voltado a explicar os mecanismos econômicos que os produziram, e não a testá-los por métodos estatísticos. A partir dessa abordagem, o trabalho está organizado da seguinte forma. Além desta introdução, a Seção 2 apresenta a justificativa da pesquisa, expondo a relevância empírica do ciclo 2020–2025 e os fatores que tornam o caso brasileiro singular. A Seção 3 estabelece o objetivo geral do trabalho, e a subseção 3.1 detalha os cinco objetivos específicos que o desdobram. A Seção 4 traz a revisão de literatura, reunindo os fundamentos teóricos sobre assimetria de informação, custos de agência, a estrutura institucional dos fundos e a natureza assimétrica dos retornos em capital de risco. A Seção 5 examina o marco teórico-regulatório: a subseção 5.1 analisa o Marco Legal das *Startups*, a Lei Complementar nº 182/2021, seus instrumentos e suas limitações, enquanto a subseção 5.2 discute o papel institucional da Associação Brasileira de *Private Equity e Venture Capital* (ABVCAP) no ecossistema brasileiro. A Seção 6 descreve a metodologia adotada, incluindo o método de referência, as métricas de desempenho utilizadas, as fontes de dados e o recorte temporal. A Seção 7 concentra a análise e os resultados, dividida em cinco subseções: o 7.1 traça o panorama do mercado brasileiro de VC e PE no período, com a dinâmica de preços e o ciclo de capital; o 7.2 mensura o desempenho financeiro por segmento por meio dos indicadores Múltiplo sobre o Capital Investido (MOIC) e Taxa Interna de Retorno (TIR), com ênfase no efeito do risco cambial sobre os retornos; o 7.3 examina as rotas de saída disponíveis aos fundos, a abertura de capital, as fusões e aquisições e o mercado secundário; o 7.4 analisa os mecanismos de governança e a atuação dos *Operating Partners* (OP) como resposta dos gestores ao ciclo de baixa; e o 7.5 avalia o impacto dos fundos no surgimento dos unicórnios brasileiros. A Seção 8 apresenta a conclusão do trabalho, retomando a pergunta

de pesquisa à luz dos resultados, reconhece as limitações da pesquisa e indica uma agenda de estudos futuros.

2. Justificativa

O mercado brasileiro de PE e VC atravessou, entre 2020 e 2025, um dos ciclos mais completos e instrutivos de sua história recente. Foi uma fase de expansão acelerada, seguida de correção severa e, posteriormente, de estabilização que redefiniu as condições estruturais de operação dos fundos no país. Compreender os mecanismos que determinaram o desempenho dos agentes ao longo desse ciclo é o ponto de partida que justifica o presente trabalho. Do ponto de vista da relevância empírica, os números do período são expressivos. O volume de VC investido na América Latina saltou de USD 4,3 bilhões em 2020 para USD 16 bilhões em 2021 salto amplificado pelo efeito pandemia, com juros globais historicamente baixos e aceleração da adoção digital, recuou para USD 4,2 bilhões em 2023 e se estabilizou em USD 4,5 bilhões em 2024, com alta de 8% sobre o gráfico 2.

Gráfico 1 - Volume de investimentos em *Venture Capital* na América Latina 2020-2025 (USD bilhões)



Fonte: LAVACA. Startup Ecosystem Insight (2025).

A posição de liderança do Brasil na região, contudo, não pode ser tomada como permanente. No primeiro semestre de 2025, *startups* mexicanas superaram as brasileiras em volume captado pela primeira vez em quinze anos (LAVCA, 2025). Esse dado não é apenas conjuntural: revela que a atratividade do mercado brasileiro para gestores e investidores institucionais é disputada e sensível a fatores estruturais que precisam ser compreendidos. Compreender como esses fatores estruturais condicionam o desempenho dos fundos que operam no Brasil é o que torna esse recorte temporal particularmente relevante para a pesquisa.

Um desses fatores estruturais é a volatilidade cambial. O ambiente macroeconômico brasileiro impõe aos fundos de PE e VC condicionantes que diferem das condições típicas descritas na literatura de referência sobre PE e VC (GOMPERS; LERNER, 1999; KAPLAN; STRÖMBERG, 2009), majoritariamente construída sobre economias com câmbio mais estável e mercados de capitais mais profundos. A taxa de câmbio BRL/USD oscilou entre R\$ 4,00 e R\$ 6,30 por dólar entre 2020 e 2024, e introduziu uma camada de risco que afeta tanto a precificação dos *deals* quanto a apuração dos retornos em moeda forte. Em análise empírica de 1.184 transações e 387 fundos entre 1994 e 2023, Minardi e Gallucci (2024) demonstraram que a Taxa Interna de Retorno (TIR) medida em dólares foi inferior à medida em Reais em 78% dos *deals* analisados, evidência direta de que o risco cambial não é periférico, mas central para a avaliação do desempenho dos fundos brasileiros.

Por fim, o ambiente de *fundraising* (o processo de captação de novos recursos pelos fundos) acrescenta uma dimensão de urgência prática ao debate. Em 2024, a captação de novos fundos focalizados na América Latina atingiu seu menor patamar em oito anos, com USD 548 milhões em apenas 52 veículos. O movimento foi pressionado por juros globais elevados, distribuições comprimidas e consolidação das relações entre *General Partners* e *Limited Partner* (GPs e LPs) que são os gestores ou a gestora do fundo (GP) e quem injeta dinheiro no fundo (LP). Nesse cenário, 85 gestores de primeira viagem avaliavam se seria viável levantar um segundo fundo (LAVCA, 2025).

A sustentabilidade do ecossistema de inovação brasileiro depende, em larga medida, da continuidade do fluxo de capital de risco. Se os fundos atuais não conseguirem demonstrar retornos competitivos em moeda forte, é possível que investidores institucionais internacionais reduzam sua exposição ao Brasil. Para evitar esse cenário, é fundamental que a academia e a indústria compreendam, com clareza, quais fatores

condicionam o desempenho dos fundos e como esses fatores podem ser gerenciados. Este trabalho se propõe a contribuir para essa compreensão.

3. Objetivos

O objetivo geral deste trabalho é avaliar o desempenho dos fundos de VC e PE no ecossistema brasileiro de *startups* entre 2020 e 2025. A análise examina como esse desempenho foi condicionado pela conjuntura macroeconômica do período, pelo arcabouço regulatório vigente e pelas estratégias adotadas pelos gestores diante das especificidades do mercado nacional. As métricas empregadas para mensurar esse desempenho, bem como suas limitações conceituais, são apresentadas na Seção 6 (Metodologia). Mais do que descrever o ciclo de expansão e correção observado no período, o trabalho busca compreender em que medida o desempenho dos fundos brasileiros decorre de fatores estruturais persistentes como a volatilidade cambial e a profundidade do mercado de capitais, e em que intensidade reflete decisões discricionárias dos gestores como o timing das aquisições e o desenvolvimento de competências de gestão macroeconômica. A escolha do recorte temporal não é arbitrária: o período 2020 a 2025 concentra, em apenas cinco anos, uma fase de expansão acelerada, uma correção severa e uma estabilização que redefiniu as condições estruturais de operação dos fundos no país, configurando uma janela analítica singular para o estudo do mercado brasileiro de capital de risco. Para alcançar esse objetivo geral, foram estabelecidos cinco objetivos específicos detalhados a seguir.

I. Caracterizar as modalidades de VC, em suas vertentes tradicional e *Corporate*, e de PE presentes no ecossistema brasileiro, distinguindo suas estratégias de investimento, perfis de risco e horizontes de retorno esperado.

II. Mapear a evolução do volume de capital captado, investido e desinvestido no mercado brasileiro de VC e PE entre 2020 e 2025, identificando as principais tendências, inflexões e fatores determinantes desse movimento.

III. Mensurar o desempenho financeiro dos fundos por meio dos indicadores TIR e MoIC, comparando os segmentos de tecnologia e não-tecnologia e analisando o impacto da volatilidade cambial BRL/USD sobre os retornos.

IV. Identificar e analisar os principais fatores de risco que condicionam o desempenho dos fundos no contexto brasileiro, com ênfase no risco cambial, na iliquidez

estrutural, no uso de alavancagem financeira e na sensibilidade aos ciclos macroeconômicos, especialmente às variações da taxa Selic.

V. Avaliar a contribuição dos fundos de VC e PE para o desenvolvimento e a consolidação de unicórnios brasileiros e para a profissionalização das *startups* do portfólio, verificando em que medida esses investimentos impulsionaram a escalabilidade operacional e a governança corporativa das empresas investidas.

4. Fundamentos Teóricos do Financiamento por Capital de Risco

O financiamento de empresas inovadoras em estágios iniciais é um desafio estrutural para os sistemas financeiros tradicionais. *Startups* dispõem de pouco colateral para garantir empréstimos, apresentam histórico operacional limitado e operam em mercados cujo potencial de crescimento é, por definição, incerto. Isso não significa que o VC substitua o crédito bancário tradicional; ao contrário, o VC costuma ser ainda mais seletivo e excludente, concentrando-se em um subconjunto específico de empresas com potencial de escala compatível com sua lógica de retorno. É para esse subconjunto de empresas inovadoras, inatendível pelo sistema bancário convencional, que o VC se consolidou como instrumento essencial de financiamento à inovação, tanto nos mercados desenvolvidos quanto, de forma crescente, em economias emergentes como a brasileira.

A explicação econômica para a existência do VC remonta ao problema clássico da assimetria informacional descrito por Akerlof (1970) em sua análise. Quando o vendedor de um ativo dispõe de mais informações sobre sua qualidade do que o comprador, o equilíbrio de mercado tende a se deteriorar, com a saída dos ativos de melhor qualidade e a permanência apenas dos de pior qualidade. Esse mecanismo, transposto para o financiamento de empresas inovadoras, ajuda a explicar por que o crédito bancário convencional não atende ao perfil de uma *startup*: o banco não dispõe de informações suficientes para distinguir, entre os empreendedores que solicitam financiamento, aqueles cujos modelos de negócio têm efetiva probabilidade de sucesso daqueles que não a têm. A consequência seria a precificação inadequada do risco ou, em casos extremos, a recusa generalizada de crédito ao segmento. Os custos de agência identificados por Jensen e Meckling (1976) acrescentam uma segunda camada ao problema: quando os interesses do principal, que é o financiador, e do agente, que é o empreendedor, não estão perfeitamente alinhados, o agente pode adotar comportamentos

que beneficiam a si próprio em detrimento do financiador, manifestando-se no excesso de gastos discricionários, na priorização de projetos de prestígio em detrimento da rentabilidade ou na resistência à disciplina de governança. O VC responde a essas duas falhas de mercado por meio de instrumentos contratuais sofisticados que reduzem tanto a assimetria informacional, mediante *due diligence* aprofundada e direitos amplos de informação, quanto os custos de agência, mediante participação acionária do gestor, marcos de desempenho, *vesting* de quotas (contrato que firma a aquisição de participação societária) e direitos diferenciados de governança (LAVCA, 2025).

A duração finita dos fundos, tipicamente de dez anos, e a remuneração assimétrica dos gestores, composta por taxa de administração fixa e *carried interest* (que funciona exatamente como parcela dos lucros de um fundo de investimentos para os GPs) contingente ao desempenho, configuram um arranjo que pressiona o GP a buscar retornos e a realizar saídas, em contraste com estruturas societárias permanentes em que esse alinhamento se dilui ao longo do tempo. Muito do que se observa empiricamente em fundos brasileiros, do comportamento de *fundraising* à pressão por *exits*, decorre diretamente dessa arquitetura institucional (Insper; Spectra 2023).

Em sua forma mais fundamental, o VC consiste na aquisição de participação acionária em empresas com alto potencial de crescimento, em troca de capital e, frequentemente, de suporte estratégico e operacional. Diferentemente do crédito bancário, que exige garantias e pagamentos periódicos, o VC assume o risco junto ao empreendedor e compartilha tanto as perdas quanto os ganhos (Hall; Lerner, 2010). Essa estrutura de risco compartilhado é o que permite ao VC financiar empresas que nenhum outro agente financeiro convencional financiaria. Gompers e Lerner (1999), em síntese empírica abrangente do mercado americano, demonstram que essa lógica é complementada por um ciclo característico denominado *VC cycle*, em que períodos de captação intensa de capital pelos fundos são seguidos por períodos de investimento, maturação e desinvestimento. Esse ciclo é sensível tanto aos fatores macroeconômicos quanto às inovações tecnológicas, e sua compreensão é fundamental para interpretar movimentos como o *boom* de captações ocorrido na América Latina entre 2020 e 2021, seguido pela retração observada a partir de 2022.

O ciclo de vida financeira de uma *startup* estrutura-se em etapas distintas com perfis próprios de risco, retorno e investidor. Na fase mais inicial, denominada *pré-seed* ou *seed*, o capital provém tipicamente de investidores-anjo, pessoas físicas que investem

capital próprio em troca de participação acionária. À medida que a *startup* valida seu modelo de negócio e demonstra tração inicial, passa a acessar rodadas estruturadas por fundos de VC que atuam nas fases denominadas *Early Stage* e *Growth Stage*. No *Early Stage*, o fundo apoia a aquisição dos primeiros clientes e a construção da equipe; no *Growth Stage*, financia a escalabilidade do negócio e sua expansão para novos mercados (LAVCA; Insper; Spectra 2023). O mercado de VC se divide ainda em duas modalidades principais. O VC tradicional opera por meio de fundos independentes cujo capital é captado junto a investidores institucionais como fundos de pensão, *endowments*, fundos soberanos e *family offices*, denominados *Limited Partners*. O *Corporate Venture Capital* (CVC) representa o braço de investimento em *startups* de grandes corporações estabelecidas, que utiliza capital do balanço patrimonial da empresa-mãe e persegue objetivos que vão além do retorno financeiro, como acesso às tecnologias disruptivas, inteligência de mercado e vantagem competitiva estratégica (Minardi; Gallucci, 2024).

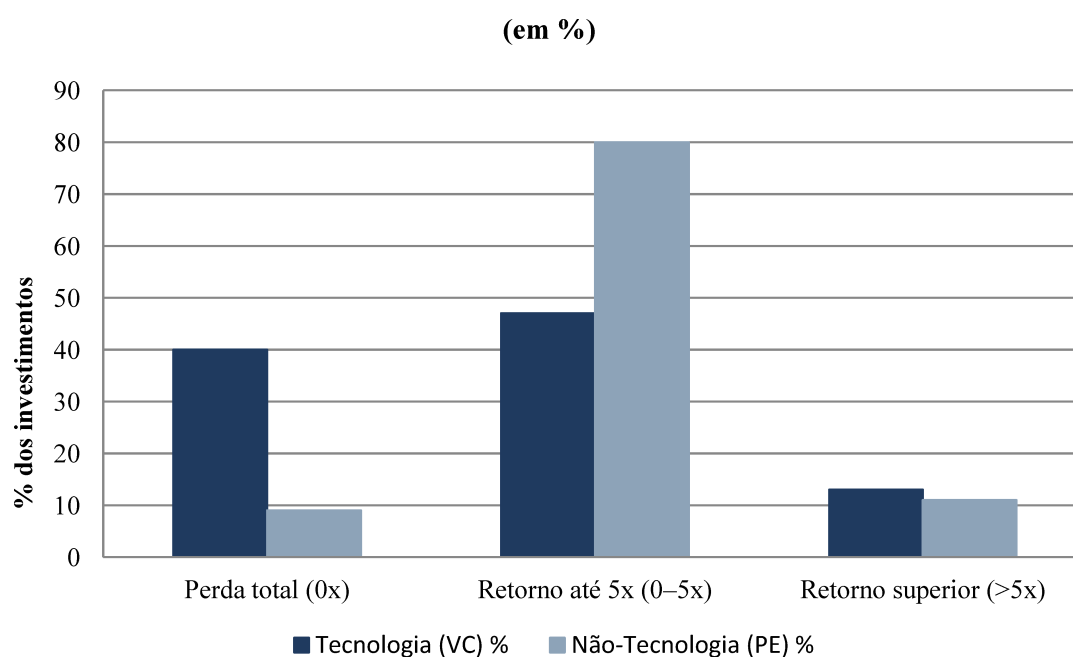
À medida que uma *startup* supera as fases iniciais e atinge maior maturidade operacional, o PE emerge como o instrumento mais adequado. O PE difere do VC não apenas pelo estágio das empresas investidas, mas pela lógica de criação de valor. Enquanto o VC busca identificar modelos disruptivos com potencial de escala exponencial, o PE aplica *expertise* gerencial ativa para profissionalizar operações, otimizar estruturas de custo, expandir mercados e melhorar a governança corporativa de empresas já consolidadas. O VC opera com maior probabilidade de perda total, compensada por retornos extraordinários nos casos de sucesso; o PE apresenta perfil de risco mais balanceado e retornos mais previsíveis (Insper; Spectra 2023).

Kaplan e Strömberg (2009), em síntese da literatura empírica sobre PE no contexto americano, demonstram que a criação de valor nesse segmento ocorre por três canais principais: a engenharia financeira, especialmente o uso disciplinado de alavancagem; a melhoria operacional, decorrente da atuação direta dos gestores sobre custos, processos e estratégia; e a engenharia de governança, com renovação de conselhos, redesenho de incentivos executivos e maior pressão por desempenho. Essa tipologia tripartite é útil para avaliar os fundos brasileiros, ainda que o canal da alavancagem opere com intensidade significativamente menor no Brasil em razão do custo elevado de capital interno. A dimensão contratual da relação entre o GP e o empreendedor foi mapeada empiricamente por Kaplan e Strömberg (2003) a partir da análise de centenas de contratos de VC nos Estados Unidos: os autores demonstram que

esses contratos alocam separadamente, e de forma contingente, direitos sobre o fluxo de caixa, direitos de voto, direitos de conselho e direitos de liquidação, com cláusulas que se ajustam ao desempenho subsequente da empresa investida. No mercado brasileiro, parte dessa sofisticação contratual foi viabilizada apenas com a edição do Marco Legal das *Startups* em 2021, que introduziu instrumentos jurídicos compatíveis com a prática internacional (TAKADA, 2021)

A natureza dos retornos em VC é estruturalmente assimétrica. Conforme evidenciado pelo relatório da ABVCAP em parceria com o Insper e a *Spectra Investments* (2023) e explicito no gráfico 2, aproximadamente 40% dos investimentos em *startups* de tecnologia resultam em perda total, enquanto cerca de 13% atingem MoIC superior a 5x e 8% ultrapassam 10x. Essa distribuição, conhecida como *power law*, implica que o sucesso de um fundo depende criticamente da capacidade do gestor de identificar as poucas empresas que se tornarão *outliers*, capazes de compensar todas as perdas. No segmento de PE, apenas 9% dos investimentos em não-tecnologia resultam em perda total, enquanto 11% atingem MoIC superior a 5x, configurando uma distribuição menos assimétrica e retornos mais previsíveis.

Gráfico 2 - Distribuição de retornos por segmento — VC vs. PE no Brasil – 2020-2025



Fonte: ABVCAP; Insper; Spectra Investments (2023).

A iliquidez é uma característica estrutural de ambas as classes de ativo. O capital investido em fundos de VC e PE fica comprometido por longos períodos, em média de três a nove anos para tecnologia e de quatro a nove anos para não-tecnologia no Brasil, sem garantias de saída em prazos definidos (ABVCAP; Insper; Spectra, 2023). Apesar disso, as evidências brasileiras consolidam essas classes como geradoras de retornos superiores: o primeiro lote de IPOs de empresas de tecnologia registrou TIR média de 79% e MoIC de 4,5x, enquanto o MoIC médio para investimentos em tecnologia atingiu 3,9x em USD (ABVCAP; Insper; Spectra, 2023; Minardi; Gallucci, 2024). A literatura brasileira específica sobre o setor ainda é incipiente em comparação com a produção internacional, mas estudos como o de Tedesco (2019), que analisa as diferenças estruturais entre o modelo de PE americano e o brasileiro, contribuem para a construção de um arcabouço analítico adaptado às especificidades nacionais. Essa adaptação é necessária precisamente porque os condicionantes macroeconômicos e regulatórios do Brasil, examinados nas seções subsequentes, configuram um ambiente que não encontra paralelo direto na literatura produzida nos mercados desenvolvidos.

5. Marco Teórico - Regulatório

A análise do desempenho dos fundos de VC e PE no Brasil exige a compreensão do arcabouço regulatório que estrutura sua operação. Esse arcabouço não é um pano de fundo neutro: ele define as formas jurídicas dos veículos de investimento, as regras de governança e transparência aplicáveis aos gestores, os instrumentos contratuais disponíveis para a estruturação dos *deals* e os incentivos econômicos que orientam o comportamento dos agentes. Duas peças normativas são particularmente relevantes para o objeto desta pesquisa. A primeira é a Instrução CVM nº 578/2016, posteriormente atualizada pela Resolução CVM nº 175/2022, que estruturou o funcionamento dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs), instrumento jurídico predominante para a operação de fundos de PE e VC no país (Comissão de Valores Mobiliários, 2016). A segunda é a Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021, conhecida como Marco Legal das *Startups*, que introduziu instrumentos específicos voltados ao financiamento de empresas inovadoras em estágios iniciais e reorganizou o ambiente jurídico para o investimento em *startups*. Soma-se a esse arcabouço normativo o papel exercido pela

ABVCAP, entidade que, ao longo dos últimos vinte e cinco anos, tornou-se interlocutora central entre os agentes do setor, o regulador e o poder público, exercendo função relevante na produção de dados, na autorregulação e na formação de quadros profissionais para a indústria.

5.1 Marco Legal das Startups, Lei Complementar nº 182/2021

A Lei Complementar nº 182, promulgada em 1º de junho de 2021 e em vigor a partir de 31 de agosto do mesmo ano, instituiu o Marco Legal das *Startups* e do Empreendedorismo Inovador. A norma foi aprovada por unanimidade no Congresso Nacional, o que indica convergência política rara em torno do tema e reflete a percepção, consolidada ao longo da década anterior, de que o ambiente regulatório brasileiro precisava ser adequado às particularidades das empresas inovadoras. Antes da Lei Complementar, o conceito de *startup* não dispunha de definição jurídica formal no ordenamento brasileiro, o que gerava incertezas tributárias, societárias e contratuais que oneravam a estruturação de investimentos no segmento. A norma trouxe definição objetiva: considera-se *startup* a organização empresarial ou societária com até dez anos de inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ), receita bruta anual de até R\$ 16 milhões e modelo de negócios inovador aplicado a produtos ou serviços, ou ainda aquela enquadrada no regime especial Inova Simples. Essa definição é estruturante porque torna possível, a partir de critérios objetivos verificáveis, a aplicação de regimes diferenciados em matéria tributária, contratual e regulatória, e reduz discricionariedade administrativa e insegurança jurídica que historicamente afetavam o segmento (BRASIL, 2021).

Entre as inovações mais relevantes da norma está a regulamentação do investidor-anjo. A figura havia sido inicialmente tratada pela Lei Complementar nº 155/2016, mas a LC 182/2021 ampliou e consolidou seu regime jurídico. O investidor-anjo não é considerado sócio da empresa, não tem direito de gerência ou voto na administração e, fundamentalmente, não responde pelas obrigações da *startup*, inclusive em caso de recuperação judicial. O prazo máximo do contrato de investimento-anjo foi ampliado de cinco para sete anos, e fundos de investimento foram autorizados a atuar como investidores-anjo em microempresas e empresas de pequeno porte, conforme regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A norma também ampliou

os instrumentos jurídicos disponíveis para captação de recursos pelas *startups* e contemplou contratos de opção de subscrição de ações ou quotas, debêntures conversíveis, contratos de mútuo conversível, sociedade em conta de participação e o próprio contrato de investimento-anjo. Essa multiplicidade de instrumentos permite que as partes estruturem o investimento de forma adequada ao estágio da empresa e ao perfil de risco da operação, ampliando a sofisticação contratual disponível no mercado nacional.

A norma também introduziu o ambiente regulatório experimental, conhecido como *sandbox* regulatório. Trata-se de regime que permite a *startups* testar inovações sob condições simplificadas e sob supervisão direta dos reguladores, com regras provisórias adaptadas à natureza experimental da atividade. No Brasil, o instrumento foi adotado por reguladores setoriais como o Banco Central e a CVM para acomodar inovações em serviços financeiros e em mercado de capitais. Em paralelo, foi instituída a Contratação Pública de Soluções Inovadoras (CPSI), modalidade licitatória específica que facilita a aquisição de produtos e serviços inovadores pela administração pública, com duração máxima de doze meses prorrogáveis por igual período. Ambos os instrumentos foram desenhados para reduzir as fricções regulatórias que historicamente afastavam *startups* dos contratos públicos e das atividades regulatoriamente sensíveis.

A avaliação crítica da Lei 182/2021 reconhece sua importância como passo institucional, mas aponta limitações relevantes. Dois pontos vetados ou excluídos do texto final são particularmente significativos para a indústria de VC. O primeiro é a ausência de tratamento legal para as *stock options*, instrumento amplamente utilizado por *startups* para atrair e reter talentos. A indefinição quanto à natureza mercantil ou trabalhista das *stock options* no Brasil mantém uma fonte relevante de contingência fiscal e trabalhista para as empresas que adotam esse mecanismo, e cria assimetria competitiva em relação ao tratamento dado em outras jurisdições. O segundo é a manutenção de regime tributário desfavorável ao investidor-anjo pessoa física em comparação com instrumentos alternativos de aplicação financeira (TAKADA, 2021). A análise jurídica da norma feita por Takada (2021) e por outras fontes especializadas observa que o dispositivo originalmente previsto para permitir a compensação de prejuízos de investimentos malsucedidos com ganhos de capital posteriores foi vetado, o que manteve a perspectiva tributária do investidor-anjo brasileiro inferior à dos investidores em fundos de renda fixa ou em papéis isentos de imposto de renda. Esse desenho contraria a lógica declarada da norma, que era ampliar a oferta de capital para o empreendedorismo inovador, e tem

implicações diretas sobre o volume de capital disponível para o segmento de estágios iniciais no Brasil.

Apesar dessas limitações, os efeitos da Lei 182/2021 sobre o ecossistema podem ser observados em dados empíricos do período subsequente à sua entrada em vigor. Entre 2020 e 2021, o Brasil registrou expansão expressiva no número de unicórnios, com dez novas empresas atingindo essa marca apenas em 2021, ano de promulgação da norma. Atribuir esse movimento exclusivamente à Lei 182 seria simplificação indevida, já que o ano coincidiu com o pico do ciclo global de liquidez em capital de risco. Contudo, o arcabouço jurídico mais estável e a redução das fricções regulatórias seguramente contribuíram para que parte desse capital fosse efetivamente alocada no Brasil, em vez de direcionada para jurisdições com ambientes regulatórios mais previsíveis.

5.2 O Papel da ABVCAP no Ecossistema de *Venture Capital* e *Private Equity* Brasileiro

Constituída como associação privada sem fins lucrativos, com sede em São Paulo e escritório no Rio de Janeiro, a ABVCAP reúne gestores de fundos, investidores institucionais, investidores corporativos e prestadores de serviços que operam nos mercados de VC, PE, ativos imobiliários, recursos naturais, infraestrutura e situações especiais (ABVCAP, 2025).

A função institucional da entidade pode ser organizada em três frentes. A primeira é a representação coletiva dos interesses da indústria perante o regulador e o poder público. A ABVCAP atua sistematicamente em audiências públicas conduzidas pela CVM, pelo Banco Central e pelo Congresso Nacional, e contribui para a formulação de normas que afetam diretamente a operação dos fundos. Sua participação nos processos legislativos que culminaram tanto na Instrução CVM 578/2016 quanto na Lei Complementar 182/2021 ilustra essa atuação, com a entidade tendo apresentado propostas técnicas que foram parcialmente incorporadas aos textos finais. A segunda frente é a produção e divulgação de dados consolidados sobre o setor. Em parceria com a KPMG, e mais recentemente com a TTR Data, a ABVCAP publica relatórios trimestrais e anuais que consolidam informações sobre captação, investimento, desinvestimento e desempenho dos fundos brasileiros, e configura uma das principais fontes de dados agregados disponíveis sobre a indústria nacional. A terceira frente é a autorregulação e a

promoção de boas práticas, exercida por meio do Código de Ética da entidade, de manuais técnicos e da realização do Congresso ABVCAP, evento anual que reúne os principais agentes do setor.

A relevância dessas funções decorre de duas razões metodologicamente significativas. A primeira é que a indústria de PE e VC opera predominantemente em mercado privado, em que as informações sobre captação, alocação e desempenho dos fundos não são publicamente divulgadas com a mesma sistematicidade observada em mercados de capitais. A consolidação de dados feita pela ABVCAP supre, ainda que parcialmente, essa lacuna de transparência, e permite análises agregadas que de outra forma seriam inviáveis ou dependeriam exclusivamente de fontes internacionais menos sensíveis às particularidades brasileiras. A segunda razão é o papel da entidade na articulação técnica entre o regulador e o setor regulado. Em um mercado em que o arcabouço normativo evolui rapidamente, como observado entre a edição da CVM 578/2016, do Marco Legal das Startups em 2021 e da Resolução CVM 175/2022, a existência de uma interlocução institucionalizada reduz o custo de adaptação dos gestores e contribui para a previsibilidade do ambiente regulatório (ABVCAP, 2025).

A estrutura de governança da ABVCAP é organizada em torno de um Conselho Deliberativo composto majoritariamente por representantes dos Membros Efetivos, categoria que reúne os gestores de fundos com presença consolidada no mercado brasileiro. Conselhos consultivos temáticos e comitês setoriais complementam essa estrutura, com atuação em áreas específicas como regulação, tributação, VC, PE, CV e relações com investidores institucionais. Esse arranjo permite que a entidade combine representatividade ampla com capacidade técnica especializada, característica relevante para o exercício de suas funções de interlocução com o regulador. A produção acadêmica da ABVCAP, em parceria com instituições como o Insper e gestoras como a *Spectra Investments*, tem sido uma das principais fontes de evidência empírica utilizada nesta pesquisa. O relatório *Performance of Brazilian Private Equity and Venture Capital Investments 1994 a 2023*, publicado pela ABVCAP em 2023 em conjunto com o Insper e a *Spectra Investments*, é um dos estudos mais abrangentes já produzidos sobre o desempenho histórico dos fundos brasileiros, com base em amostra de 1.184 investimentos e 387 fundos analisados ao longo de quase três décadas. Estudos como esse, ainda que produzidos sob a responsabilidade institucional da associação setorial, têm sido referência metodológica para pesquisas acadêmicas e técnicas sobre o tema, em

razão da profundidade da base de dados utilizada e da consistência metodológica adotada nas análises (ABVCAP; Insper; Spectra, 2023; MINARDI; GALLUCCI, 2024).

6. Metodologia

A presente pesquisa adota o método hipotético-dedutivo como referência metodológica central. Esse método parte de premissas teóricas e observações empíricas previamente consolidadas na literatura para a formulação de hipóteses que são subsequentemente confrontadas com evidências concretas extraídas de fontes primordialmente secundárias. No contexto desta pesquisa, as hipóteses derivam da teoria econômica sobre falhas de mercado, assimetria de informação e risco cambial, e são testadas contra os dados empíricos disponibilizados pelos principais estudos e relatórios setoriais sobre o mercado brasileiro de PE e VC no período 2020–2025.

Do ponto de vista da natureza da pesquisa, o trabalho se caracteriza como qualitativo-descritivo com elementos quantitativos. A dimensão qualitativa é predominante na revisão de literatura, na análise do marco regulatório e na interpretação dos fenômenos de mercado. A dimensão quantitativa se manifesta na utilização de indicadores financeiros, especialmente TIR e MoIC, para mensurar e comparar o desempenho dos fundos por segmento, por período e por exposição cambial. Esse caráter misto permite que a pesquisa combine rigor analítico com profundidade interpretativa, necessários para dar conta da complexidade do objeto estudado.

A estratégia de pesquisa utilizada é a revisão bibliográfica sistemática, complementada pela análise documental de relatórios setoriais, demonstrações financeiras de fundos e dados regulatórios. A revisão bibliográfica contemplou literatura científica especializada em PE e VC, com ênfase em autores clássicos, como Hall e Lerner (2010), Jensen e Meckling (1976) e Akerlof (1970), cujas contribuições fornecem o arcabouço teórico necessário para a compreensão das falhas de mercado que fundamentam a existência do capital de risco como instrumento de financiamento. A análise documental se apoiou em relatórios técnicos produzidos pela ABVCAP em parceria com o Insper e a *Spectra Investments*, pelos relatórios da LAVCA, pelo estudo empírico de Minardi e Gallucci (2024) sobre o impacto do risco cambial nos fundos brasileiros, pelo relatório de OP de Minardi, Gallucci e La Marca (2024), pela *Investment*

Letter da Spectra Investments de julho de 2024 e pelos relatórios trimestrais do fundo *XP Selection*.

Para a mensurar o desempenho dos fundos analisados, adotam-se as métricas de TIR e MoIC, por constituírem os indicadores consolidados pela indústria de PE e VC e tanto no Brasil quanto internacionalmente. A TIR mensura a rentabilidade anualizada do investimento ao longo de seu ciclo de vida, considerando o valor do dinheiro no tempo; o MoIC, por sua vez, expressa quantas vezes o capital investido foi multiplicado ao final do período, independentemente do prazo decorrido. Ambas as métricas são adotadas de forma padronizada pelas principais associações do setor, ABVCAP, LAVCA, ILPA, e utilizadas sistematicamente nas principais pesquisas empíricas sobre o mercado brasileiro, o que justifica sua escolha como base analítica deste trabalho.

É relevante reconhecer, contudo, que TIR e MoIC são métricas de desempenho financeiro, e não de risco em sentido estrito. Métricas mais sofisticadas de mensuração de risco, como o desvio padrão da TIR entre fundos, índices adaptados para ativos ilíquidos ou medidas de *downside risk*, ofereceriam uma análise mais granular, porém não estão disponíveis de forma sistematizada nas fontes secundárias acessíveis para o recorte temporal e geográfico desta pesquisa. Nesse sentido, TIR e MoIC são utilizados como indicadores de desempenho que permitem inferir, de forma indireta, sobre os riscos associados aos investimentos analisados, especialmente quando comparados entre segmentos, moedas ou períodos distintos (Minardi e Gallucci, 2024).

O recorte temporal da pesquisa abrange o período de 2020 a 2025, escolha que se justifica pela singularidade histórica desse intervalo para o mercado brasileiro de capital de risco. Esse período concentra, em apenas seis anos, um ciclo completo de expansão, correção e estabilização, cujas características e determinantes ainda carecem de análise sistemática na literatura acadêmica nacional. O recorte geográfico centra-se no Brasil, com referências comparativas à América Latina e aos Estados Unidos quando necessário para contextualizar os achados.

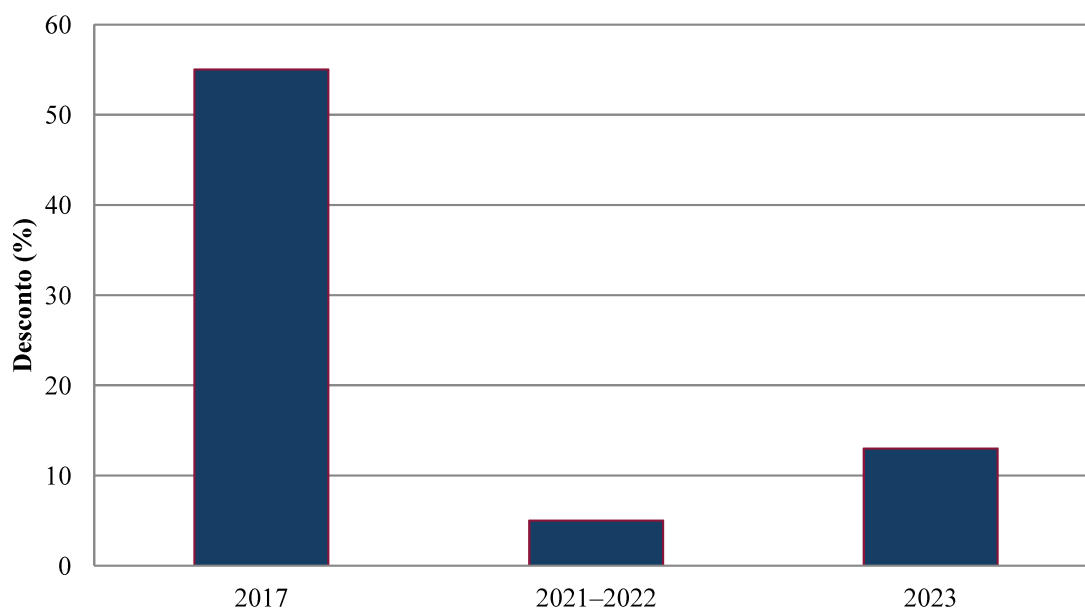
Por fim, cabe esclarecer que a pesquisa utiliza exclusivamente dados secundários, o que implica a aceitação das limitações inerentes a essa estratégia, especialmente no que diz respeito à disponibilidade, abrangência e comparabilidade das informações. Não foram realizadas entrevistas com gestores de fundos nem coleta de dados primários junto

às empresas investidas. Essa limitação é reconhecida e discutida na seção de conclusões, onde também são apresentadas sugestões para pesquisas futuras.

7. Análise e Resultados

O ecossistema brasileiro de *startups* viveu, entre 2020 e 2025, o ciclo mais intenso de sua história. Em 2020, a taxa Selic caiu para 2% ao ano, o menor patamar já registrado, e a combinação de juro baixo no Brasil com liquidez abundante no mundo direcionou um volume inédito de capital para o investimento de risco. O resultado apareceu rápido: em 2021, o Brasil concentrou 47% de todo o capital de VC investido na América Latina e viu dez empresas alcançarem a marca de unicórnio em um único ano. A reversão foi igualmente abrupta. Como demonstra no Gráfico 3 o comportamento do desconto de *valuation* em rodadas *seed* no Brasil, em comparação aos Estados Unidos, ilustra as flutuações de liquidez que impactaram o ecossistema nacional. Em 2017, a assimetria entre os mercados era profunda, registrando um desconto de 55% para os ativos brasileiros devido à menor maturidade e escassez de capital de risco local. Esse cenário inverteu-se drasticamente no biênio de expansão monetária global (2021–2022), no qual a abundância de capital estrangeiro direcionado a mercados emergentes reduziu esse desconto para apenas 5%, gerando uma convergência quase total de preços e *valuations* inflacionados, a forte queda do desconto entre 2017 e o biênio 2021–2022 coincide com o pico de liquidez global discutido na Seção 7.1, quando o excesso de capital em busca de ativos de risco comprimiu as diferenças de preço entre os mercados brasileiro e americano; a elevação subsequente para 13% em 2023 acompanha a correção geral de *valuations* do período (LAVCA, 2025).

Gráfico 3 – Desconto de *valuations* de rodadas *seed*: Brasil vs. EUA – 2017-2023

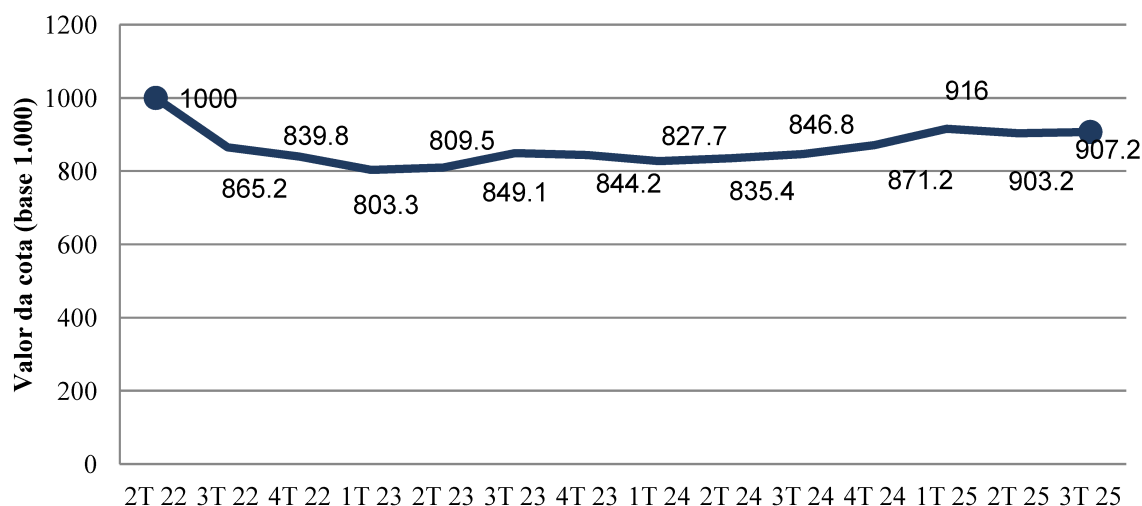


Fonte: Spectra Investments, 2024

Como o ciclo de retorno em VC é longo, a literatura especializada consagrou o conceito da Curva J para descrever esse comportamento. O fundo Headline XP VC 3, foco analítico deste trabalho, ilustra de forma concreta como essa lógica se manifesta no mercado brasileiro. Considerando que o investimento começou em 2020, o trabalho avaliará o desempenho do fundo até o terceiro trimestre de 2025. Para tanto, foram utilizados o quarto trimestre de 2023 e o terceiro trimestre de 2025 como pontos centrais de análise, em razão da disponibilidade dos relatórios trimestrais. Esses materiais permitem mapear a evolução do fundo em diferentes estágios, desde a fase inicial de estruturação até o momento atual em que se observam os primeiros sinais de recuperação

A trajetória do Gráfico 4 reproduz a primeira metade de uma Curva J clássica queda inicial da cota entre o 2T22 e o 1T23, em razão das taxas de administração e da marcação a mercado conservadora dos primeiros investimentos, seguida de recuperação gradual até o 3T25. Até o encerramento desta pesquisa a cota ainda não havia superado o valor inicial (base 1.000), de modo que o fundo se encontra na fase de recuperação da curva, e não em sua etapa final de valorização líquida (XP ASSET MANAGEMENT, 2023).

Gráfico 4 - Curva J Headline XP VC 3: Evolução da Cota - 2022 – 2025 (número índice base 1000)



Fonte: Headline XP VC 3 (2T 2022 e 3T 2025).

Essa evolução trimestral permite uma leitura mais ampla sobre o papel do VC no Brasil. Em um primeiro momento, os fundos atuam como agentes de formação de mercado, selecionando empresas e estruturando portfólios. Em seguida, passam a acompanhar o crescimento das investidas e a capturar valor por meio de reavaliações e novas rodadas. Por fim, aproximam-se de um estágio em que o retorno começa a se materializar, ainda que de forma gradual. Observa-se também aumento da diversificação dos portfólios ao longo do tempo, tanto em número de empresas quanto de setores. Esse movimento reflete uma estratégia mais madura de alocação de capital, baseada na diluição de riscos e na construção de teses mais robustas. Ao mesmo tempo, reforça a ideia de que o mercado brasileiro de *startups* deixou de operar de forma excessivamente concentrada e passou a apresentar maior complexidade e sofisticação (XP ASSET MANAGEMENT, 2025). O que antes era um mercado impulsionado majoritariamente por expectativas de crescimento passou a se orientar por critérios mais rigorosos de seleção, execução e sustentabilidade. O impacto do VC e PE sobre o ecossistema de *startups* não pode ser medido apenas pelo volume de recursos investidos, mas também pela forma como esses

agentes passaram a influenciar o comportamento das empresas. Ao impor maior disciplina, exigir modelos de negócio mais sólidos e priorizar eficiência operacional, os fundos contribuíram diretamente para o amadurecimento do ecossistema. Assim, o desenvolvimento recente do mercado brasileiro de *startups* revela um movimento duplo: de um lado, a continuidade da inovação e do estabelecimento de novas empresas; de outro, a consolidação de um ambiente mais exigente e mais seletivo. É justamente nesse ponto de equilíbrio entre crescimento e disciplina que se insere o papel dos fundos de VC e PE, que deixaram de atuar apenas como financiadores e passaram a exercer influência direta sobre a estrutura e a liquidez de longo prazo do mercado (Minardi; Gallucci, 2024). A relevância desse fenômeno vai muito além do noticiário financeiro. Os fundos de VC e PE financiam um subconjunto específico de empresas jovens que o sistema bancário tradicional tem maior dificuldade de atender sem prejuízo da ressalva de que parte desse universo também recorre a linhas de crédito subsidiado (BNDES, Finep, bancos de fomento estaduais) e de que apenas uma fração pequena das empresas jovens sem garantias efetivamente acessa capital de risco: negócios jovens, sem garantias reais e sem histórico, mas com potencial de transformar setores inteiros. Foi o capital direcionado a esse recorte específico que viabilizou empresas hoje presentes no cotidiano de milhões de brasileiros, de bancos digitais a plataformas de logística e comércio eletrônico. Compreender como esses fundos se comportaram em um ciclo completo de euforia e correção significa, portanto, analisar uma engrenagem central do financiamento da inovação no país (GOMPERS; LERNER, 2001).

7.1 Panorama do Mercado Brasileiro de VC/PE (2020–2025)

A compreensão do desempenho dos fundos de VC no Brasil entre 2020 e 2025 exige uma análise cuidadosa da dinâmica de precificação das *startups* brasileiras e de sua evolução ao longo do tempo. Um dos fenômenos mais relevantes desse período foi a inflação dos *valuations*, processo pelo qual o preço de entrada nos investimentos se elevou de forma significativa, comprimindo os retornos prospectivos e alterando estruturalmente a equação de risco e retorno do mercado local. A *Spectra Investments*, gestora com mais de R\$ 7 bilhões sob gestão e histórico de investimentos em VC no Brasil desde 2013, documentou esse fenômeno de forma sistemática em sua *Investment Letter* de julho de 2024. Com base em dados coletados desde 2017, a gestora demonstrou que o *valuation* médio de rodadas *seed* no Brasil passou de R\$ 14 milhões em 2017 para

R\$ 67 milhões em 2023, representando uma elevação de 4,7 vezes em termos nominais em BRL. Essa trajetória de alta, concentrada especialmente entre 2019 e 2021, coincidiu com o período de maior liquidez global e menor custo de capital, evidenciando a sensibilidade do mercado brasileiro de VC aos ciclos macroeconômicos internacionais. (SPECTRA INVESTMENTS, 2024)

Essa inflação de *valuations* não ocorreu de forma isolada. Ela foi acompanhada por um processo de convergência entre os preços praticados no Brasil e nos Estados Unidos, mercado de referência global para o setor. Esse movimento de convergência de preços, contudo, não foi acompanhado por uma convergência equivalente nos fundamentos que justificariam tal equiparação. A Spectra aponta que o principal determinante do valor final de uma *startup* é o tamanho do mercado endereçável, o *Total Addressable Market (TAM)*, que basicamente representa a oportunidade global de receita anual que uma startup poderia atingir caso conquistasse 100% de eficiência e faturamento no seu setor de atuação em que ela opera. Dado que o PIB brasileiro equivale a aproximadamente 1/14 do PIB americano, e que *startups* brasileiras raramente conseguem competir em escala global, o TAM natural de uma empresa brasileira é estruturalmente inferior ao de uma empresa americana em estágio equivalente. Estimativa ilustrativa do autor, a validar com a fonte primária: uma fintech de crédito americana endereçando o mercado de crédito ao consumidor dos EUA pode mirar um TAM da ordem de USD 500 bilhões/ano; uma concorrente brasileira equivalente, endereçando o mercado doméstico, mira um TAM proporcionalmente próximo à razão entre os PIBs ($\sim 1/14$), ou seja, da ordem de USD 35 bilhões/ano. Para que o desconto entre os *valuations* americanos e brasileiros fosse de apenas 13%, seria necessário que a probabilidade de sucesso das *startups* locais fosse aproximadamente 12 vezes superior à das americanas, hipótese que a própria gestora considera implausível, ainda que reconheça que o menor nível de competição no Brasil favorece as empresas locais em alguma medida. (SPECTRA INVESTMENTS, 2024)

Essa distorção de preços tem implicações diretas e mensuráveis sobre os retornos prospectivos dos fundos. A Spectra demonstrou, por meio de exercício matemático baseado em caso real, que uma *startup* de tecnologia financeira investida em rodada *seed* a um *valuation post-money* de R\$ 200 milhões, equivalente a 40 vezes sua receita anual de R\$ 5 milhões, necessitaria crescer a uma taxa composta anual de 140% ao longo de seis anos para gerar um retorno de 10x ao investidor, considerando três rodadas adicionais

de captação com diluição média de 20% cada. Para um retorno considerado modesto de 3x, a taxa de crescimento necessária ainda seria de 97% ao ano. Esses números evidenciam que, em um ambiente de *valuations* inflacionados, mesmo o investimento em empresas de alta qualidade pode resultar em retornos insuficientes para justificar o risco assumido. (SPECTRA INVESTMENTS, 2024)

O fenômeno da inflação de *valuations* está diretamente associado ao ciclo de capital que caracterizou o período 2019–2021. Retornos extraordinários atraíram capital novo para o setor, que por sua vez elevou a competição por ativos e pressionou os preços para cima. Paralelamente à inflação de *valuations*, o mercado brasileiro de VC enfrentou no período uma deterioração consistente da eficiência de capital das *startups* investidas. A Spectra define eficiência de capital como a variação de receita que uma empresa consegue gerar entre duas rodadas de investimento dividida pelo capital captado, uma métrica que captura a capacidade da empresa de transformar investimento em crescimento real. Os dados revelam que a eficiência mediana em rodadas *seed* começou a declinar a partir de 2019, enquanto em rodadas Série A o declínio se iniciou ainda em 2017. (SPECTRA INVESTMENTS, 2024). Quatro fatores explicam essa queda de eficiência.

O primeiro é a redução do impacto médio dos negócios: com os mercados mais óbvios já endereçados pelas primeiras ondas de *startups*, as empresas mais recentes tendem a atacar nichos menores, com menos demanda orgânica e maior necessidade de investimento em aquisição de clientes. O segundo é o aumento da competição, que eleva os gastos com marketing e reduz as margens. O terceiro é a escassez de desenvolvedores de *software* qualificados, que inflacionou os custos de pessoal. O quarto, especialmente pronunciado em 2021, foi a mentalidade de capital abundante e barato, que induziu gastos excessivos em um ambiente que não mais os justificava. (SPECTRA INVESTMENTS, 2024)

Essa combinação de *valuations* elevados e eficiência de capital decrescente configura o que a Spectra denomina de dupla pressão sobre os retornos prospectivos do setor. Do lado da entrada, o investidor paga mais pelo mesmo ativo. Do lado da operação, o ativo cresce menos por real investido. O resultado é uma compressão estrutural dos múltiplos esperados que, segundo a gestora, tende a reverter o mercado ao padrão anterior ao *boom*, em que apenas os gestores com acesso privilegiado aos melhores

empreendedores e capacidade de selecionar os verdadeiros *outliers* conseguem gerar retornos consistentemente superiores. (SPECTRA INVESTMENTS, 2024).

Esse diagnóstico é corroborado pelo posicionamento do *Brazil Journal* que, em janeiro de 2024 reportou a visão da Spectra de que os múltiplos de VC haviam deixado de fazer sentido no Brasil. Em síntese, a análise dos *valuations*, da eficiência de capital e do TAM no contexto brasileiro revela uma tensão estrutural que marcou o período 2020–2025: a entrada de volumes crescentes de capital em um mercado cujas empresas apresentavam, em média, capacidade decrescente de transformar esse capital em crescimento real e cujos preços de entrada não refletiam adequadamente as limitações impostas pelo tamanho da economia local. Compreender essa tensão é fundamental para avaliar o desempenho real dos fundos no período e para identificar os gestores que, por meio de especialização em nichos ou acesso diferenciado aos empreendedores, conseguiram superar essa condição estrutural adversa.

A avaliação do ecossistema brasileiro de VC e PE exige, necessariamente, uma perspectiva comparativa que situe o Brasil em relação aos mercados de referência internacionais. Essa comparação não tem como objetivo estabelecer hierarquias ou concluir que um mercado é superior ao outro, mas sim identificar as especificidades estruturais do Brasil que condicionam o desempenho dos fundos e que precisam ser consideradas na interpretação dos dados empíricos apresentados nas seções seguintes.

O mercado americano de PE e VC é o mais desenvolvido do mundo e serve como principal parâmetro de comparação. Estruturalmente, os Estados Unidos dispõem de um conjunto de vantagens que não encontram paralelo direto no Brasil: um mercado de capitais profundo e líquido, com histórico de décadas de IPOs tecnológicos bem-sucedidos; uma base ampla de compradores estratégicos e financeiros que amplia significativamente as rotas de saída disponíveis; um mercado secundário de cotas de fundos muito mais desenvolvido; e um ambiente macroeconômico historicamente marcado por taxas de juros baixas, que reduzem o custo de oportunidade do capital e ampliam o apetite por ativos de risco e longo prazo. A combinação desses fatores explica, em parte, por que *deals* de PE americanos são precificados em média a 15x EBITDA, contra 7x no Brasil, um desconto estrutural que reflete não apenas o risco diferencial, mas também a menor liquidez e as maiores fricções do mercado local (SPECTRA INVESTMENTS, 2024; BRAZIL JOURNAL, 2024).

É importante destacar, contudo, que atribuir esse diferencial exclusivamente às variáveis macroeconômicas como juros e câmbio seria uma simplificação metodológica questionável. O mercado de *exits* americano é mais desenvolvido por um conjunto multivariado de causas que inclui maturidade histórica do mercado de capitais, densidade do ecossistema de investidores institucionais, cultura empreendedora consolidada e profundidade das redes de relacionamento entre gestores e empreendedores. O risco cambial e as taxas de juros são fatores relevantes e bem documentados, mas atuam em conjunto com esses outros determinantes, e não isoladamente. Qualquer análise comparativa que desconsidere essa multiplicidade de causas corre o risco de superestimar o impacto de variáveis individuais (SPECTRA INVESTMENTS, 2024).

No contexto da América Latina, o Brasil ocupa posição de destaque, investido na região no período 2020–2025 (LAVCA, 2025). Essa liderança, contudo, não pode ser tomada como permanente ou estrutural, o que de certa forma sinaliza que a atratividade relativa dos mercados da região está sujeita às alterações significativas em função de variáveis como estabilidade regulatória, ambiente macroeconômico e percepção de risco por parte dos investidores internacionais. (LAVCA, 2025)

A comparação com outros mercados emergentes também oferece perspectivas relevantes. A Índia, por exemplo, compartilha com o Brasil a condição de economia emergente de grande porte com mercado interno expressivo, mas apresenta dinâmica de captação de VC significativamente superior em termos absolutos. Entre os fatores que explicam essa diferença estão a maior disponibilidade de mão de obra qualificada em tecnologia, o mercado interno com potencial de expansão global, especialmente no segmento de *software*, e um ambiente regulatório que evoluiu de forma mais sistemática para acomodar o crescimento do setor de *startups* (LAVCA, 2025).

Apesar das diferenças estruturais identificadas, há razões sólidas e empiricamente sustentadas para que o investimento em PE e VC no Brasil persista e se expanda mesmo em um ambiente macroeconômico adverso. O retorno potencial elevado, evidenciado por MoIC médio de 3,9x em USD para investimentos em tecnologia e TIR média de 79% nos primeiros IPOs do setor (ABVCAP; Insper; Spectra, 2023), constitui o argumento central. A esse se somam: a existência de demanda reprimida em setores estratégicos como serviços financeiros, saúde e educação, que ainda apresentam baixo nível de digitalização e grande potencial de crescimento; o menor nível de competição entre *startups* em relação aos mercados desenvolvidos, que aumenta a probabilidade de sucesso das empresas bem

posicionadas; e o papel do Brasil como maior e mais desenvolvido mercado da América Latina, que o torna destino preferencial do capital regional (SPECTRA INVESTMENTS, 2024; LAVCA, 2025).

Em síntese, o posicionamento comparativo do Brasil revela um mercado que combina, de forma singular, alto potencial de retorno com desafios estruturais não encontrados em mercados desenvolvidos. Essa combinação não invalida o investimento, mas impõe aos gestores e investidores uma compreensão aprofundada das especificidades locais, especialmente no que diz respeito ao risco cambial, à dinâmica de *valuations* e às limitações de mercado endereçável, como condição para a construção de portfólios com desempenho sustentável ao longo do tempo.

7.2 Desempenho Financeiro: MoIC e TIR por Segmento

A volatilidade cambial representa um dos fatores de risco mais relevantes e estruturais para investidores em PE e VC em economias emergentes, e o Brasil oferece um dos casos mais ilustrativos desse fenômeno. Ao longo das últimas três décadas, o BRL brasileiro experimentou oscilações significativas frente ao Dólar americano, reflexo direto das sucessivas transformações políticas e econômicas que marcaram o país. Para compreender a dimensão desse impacto de forma empírica, o estudo de Minardi e Gallucci (2024), conduzido em parceria entre o Insper e a Spectra Investments, constitui a referência mais abrangente disponível sobre o tema no contexto brasileiro. A pesquisa analisou uma base de 1.184 investimentos de PE e VC realizados entre 1994 e 2021 e liquidados até 2023, além de 387 fundos captados no mesmo período. Os resultados revelam que 78% das transações individuais registraram uma TIR em USD inferior à TIR em BRL, com uma diferença média de 7,5% e mediana de 8,1%. Isso significa que, na maior parte dos casos, a desvalorização do BRL corroeu de forma substancial, a tabela 1 a seguir exemplifica o impacto da variação do câmbio no retorno financeiro, comparando a perda gerada pelo câmbio quando olhamos para um único negócio isoladamente versus uma carteira de investimento (nível do fundo). Conforme os dados apresentados, a perda cambial média na TIR atinge 7,5 pontos percentuais quando analisada estritamente no nível da transação. Por outro lado, ao observar o desempenho consolidado no nível do

fundo, esse impacto é reduzido para 5,8 pontos percentuais. Essa diferença evidencia o efeito amortecedor da diversificação de ativos (MINARDI; GALLUCCI, 2024).

Tabela 1 - Variação cambial na TIR, por nível de análise (p.p.)

Nível de análise	Diferença média TIR BRL – TIR USD (p.p.)
No nível da transação (deal)	7,5
No nível do fundo	5,8

Fonte: Minardi, Galluci (2024). Nota: os valores representam o efeito da variação cambial sobre a TIR (pontos percentuais), e não os níveis da taxa de câmbio BRL/USD, apresentados ao longo desta seção.

Esse fenômeno não ocorre de forma linear nem homogênea ao longo do tempo. O estudo evidencia que o *timing* do investimento em relação ao ciclo cambial exerce papel determinante sobre o desempenho em USD. Investimentos realizados entre 1994 e 1998, quando o BRL estava sobrevalorizado, sofreram impacto negativo acentuado com a subsequente desvalorização cambial. Em contrapartida, investimentos realizados entre 2002 e 2006, período de subvalorização do BRL, beneficiaram-se de retornos superiores quando convertidos para USD. Essa assimetria temporal reforça a importância do gerenciamento ativo do risco cambial como competência central das equipes de gestão (MINARDI; GALLUCCI, 2024). No que diz respeito ao período mais recente, aproximadamente 60% dos investimentos analisados foram realizados e desinvestidos a partir de 2010, justamente o período em que o BRL iniciou um longo ciclo de depreciação frente ao Dólar. Entre 2010 e 2022, a taxa de câmbio passou de aproximadamente R\$ 1,70 para R\$ 5,50, representando uma desvalorização superior a três vezes. Esse movimento inevitavelmente penalizou os retornos em USD de grande parte dos fundos ativos nesse intervalo, com reflexos diretos sobre as distribuições aos LP estrangeiros. Entretanto, uma das contribuições mais relevantes do estudo reside na demonstração de que os gestores de fundos brasileiros desenvolveram mecanismos concretos de mitigação desse risco. A análise em nível de fundo revela uma diferença média entre a TIR em BRL e a TIR em USD de apenas 5,8%, consideravelmente inferior aos 7,5% verificados em nível de deal. Além disso, 94% dos fundos apresentaram uma diferença entre as duas métricas dentro do intervalo de -20% a +20%, indicando que a diversificação temporal e setorial dos

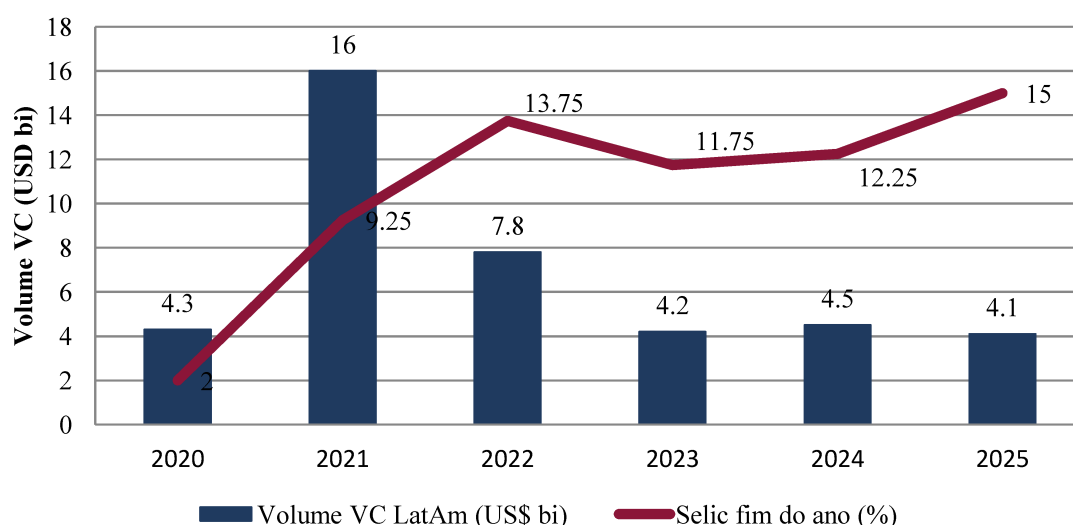
portfólios atua como amortecedor natural da exposição cambial (MINARDI; GALLUCCI, 2024).

Essa capacidade de mitigação decorre de duas estratégias principais adotadas pelos GP. A primeira consiste no escalonamento temporal das aquisições ao longo do período de investimento, evitando concentração excessiva em momentos de câmbio desfavorável. A segunda compreende o monitoramento ativo das condições cambiais para a realização de desinvestimentos, priorizando saídas em períodos de apreciação relativa do BRL. Fundos com *vintages* a partir de 2020 apresentaram retornos mais favoráveis em USD, sugerindo que parte dos gestores aprimorou sua capacidade de navegar ciclos cambiais adversos (MINARDI; GALLUCCI, 2024).

Do ponto de vista macroeconômico, o estudo aponta que a inflação explica aproximadamente 66% das variações cambiais observadas no período. A diferença acumulada de inflação entre Brasil e Estados Unidos respondeu por uma variação de 27% na taxa de câmbio ao longo do prazo médio de detenção dos investimentos, enquanto a oscilação cambial total foi de 45%. Esse resultado indica que parte relevante do risco cambial está estruturalmente incorporada no diferencial de inflação entre as duas economias, o que reforça a necessidade de gestão proativa por parte dos fundos (MINARDI; GALLUCCI, 2024).

Essa dinâmica possui implicações diretas para o período 2020–2025, recorte central desta pesquisa. Nesse intervalo, o Brasil atravessou simultaneamente a crise sanitária da Covid-19, um ciclo de alta acelerada da taxa Selic, que passou de 2% ao ano em 2020 para 13,75% em 2022 e permaneceu em patamares elevados nos anos seguintes, como ilustra o Gráfico 5, que relaciona a trajetória da Selic ao volume de VC no período. Esses fatores combinados exerceram pressão persistente sobre o Real, criando um ambiente particularmente desafiador para investidores em fundos de PE e VC denominados em moeda estrangeira. O relatório *XP Selection* Alternativo referente ao segundo trimestre de 2025 ilustra essa realidade ao evidenciar que a variação cambial constituiu um dos quatro principais vetores de oscilação da cota do fundo, ao lado da remarcação dos ativos, das despesas operacionais e da performance das empresas listadas em bolsa (XP ASSET MANAGEMENT, 2025).

Gráfico 5 – Selic x Volume de *Venture Capital* 2020 – 2025 (USD bilhões)



Fonte: LAVCA (2025); Banco Central do Brasil (2026)

Também é relevante observar que o impacto cambial não é uniforme entre os segmentos de tecnologia e não-tecnologia. O MoIC médio em BRL para o segmento de não-tecnologia atingiu 3,5x, valor 35% superior ao mesmo indicador calculado em USD (2,6x), evidenciando que a desvalorização cambial comprime de forma mais significativa os retornos de fundos com portfólios concentrados em empresas de receita predominantemente doméstica como mostra na Tabela 2. No caso dos fundos de VC em tecnologia, a capacidade de algumas empresas de expandir internacionalmente ou ser adquiridas por compradores estrangeiros pode reduzir parcialmente essa assimetria cambial no momento do *exit*. Em síntese, a volatilidade cambial no Brasil configura-se não apenas como um risco financeiro pontual, mas como uma variável estrutural que exige dos gestores de PE e VC competências específicas de gestão macroeconômica. As evidências empíricas demonstram que, embora esse risco não possa ser completamente eliminado, especialmente em um ambiente de juros elevados que inviabiliza o *hedge* tradicional de longo prazo, sua mitigação é possível e observável na prática, sendo um diferencial competitivo relevante entre os gestores que atuam no mercado brasileiro (MINARDI; GALLUCCI, 2024).

A tabela 2 detalha essas diferenças de desempenho entre os segmentos. O MoIC médio em USD foi de 3,9x nos fundos de tecnologia (VC) contra 2,6x nos de não-

tecnologia (PE), enquanto em BRL o segmento de não-tecnologia alcançou 3,5x confirmando o efeito cambial discutido acima, já que a desvalorização do real infla o multiplicador medido em moeda local sem alterar o retorno efetivo em dólar. A diferença mais expressiva, contudo, está no perfil de risco: 40% dos investimentos em tecnologia resultaram em perda total, contra apenas 9% no segmento de não-tecnologia. Ainda assim, o VC entregou multiplicador médio superior em USD porque seus retornos são concentrados na cauda superior da distribuição: os 13% de investimentos com MoIC acima de 5x geraram ganhos grandes o suficiente para absorver as perdas e elevar a média dinâmica ilustrada pela TIR média de 79% do primeiro lote de IPOs. No PE, a proporção de grandes acertos é semelhante (11%), mas o resultado se sustenta pela baixa incidência de perdas, e não por retornos extremos. Por fim, os prazos médios de detenção são próximos (3 a 9 anos no VC e 4 a 9 anos no PE), o que indica que a diferença de desempenho entre os segmentos decorre da natureza dos ativos e da assimetria dos retornos, e não do horizonte de investimento (MINARDI; GALLUCCI, 2024).

Tabela 2 – Indicadores de desempenho de VC e PE no Brasil por segmento 2020-2025

Indicador	Tecnologia (VC)	Não-Tecnologia (PE)
MoIC médio em USD	3,9x	2,6x
MoIC médio em BRL	n.d.	3,5x
Investimentos com perda total	40%	9%
Investimentos com MoIC acima de 5x	13%	11%
TIR média do primeiro lote de IPOs	79%	n.d.
Prazo médio de detenção	3 a 9 anos	4 a 9 anos

Fonte: Spectra Investments (2023); Minardi; Galluci (2024).

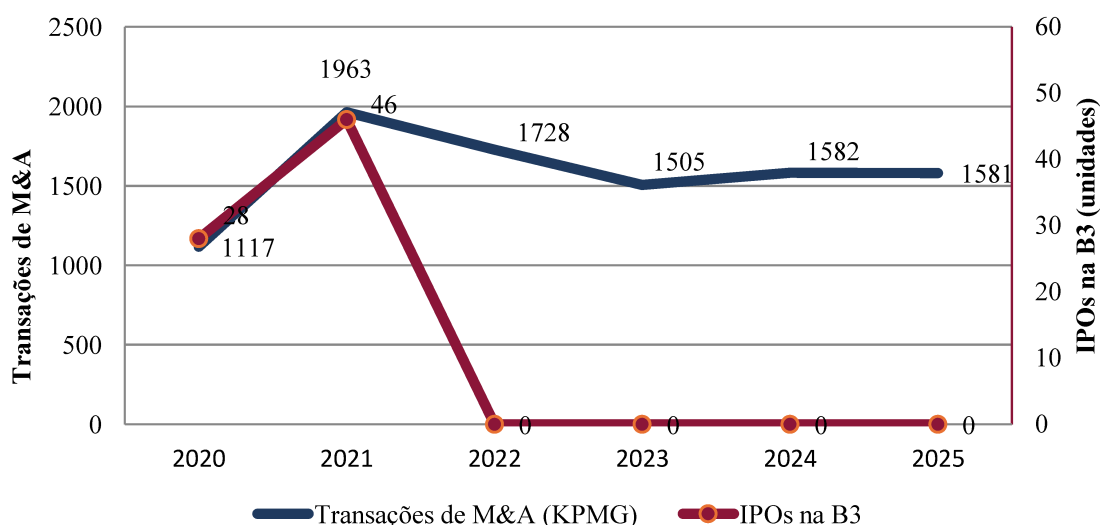
7.3 Exits: IPO, M&A e Mercado Secundário

Até o momento da venda, todo o retorno de um fundo de VC ou PE existiu apenas no papel. As valorizações registradas nas cotas ao longo dos trimestres refletiram reavaliações contábeis das empresas do portfólio, e não dinheiro efetivamente devolvido ao investidor. Foi somente no *exit*, a venda da participação, que o retorno se tornou concreto. Por essa razão, a saída não representou um detalhe operacional do ciclo de

investimento, mas o seu momento decisivo: um fundo que acertou na seleção das empresas, mas não encontrou comprador ao final do ciclo, entregou ao cotista um resultado apenas teórico. Três rotas de saída estiveram disponíveis aos fundos brasileiros no período analisado: a abertura de capital em bolsa, as fusões e aquisições (*Mergers and Acquisitions*, M&A) e o mercado secundário de participações. A disponibilidade de cada uma dessas rotas variou de forma drástica entre 2020 e 2025, e essa variação condicionou diretamente o desempenho realizado pelos fundos.

A janela de aberturas de capital de 2020 e 2021 foi consequência direta do ambiente de juros da época. Com a Selic em 2% ao ano, a renda fixa deixou de remunerar o poupador, e um volume expressivo de recursos migrou para a bolsa em busca de retorno. Esse fluxo aumentou a demanda por ações, inclusive as de empresas estreantes, e criou as condições para que companhias de tecnologia abrissem capital com avaliações elevadas. O resultado foi registrado pela própria B3: 28 ofertas públicas iniciais em 2020 e 46 em 2021, o maior número desde 2007 (B3, 2025). Para os fundos de VC, essa janela representou a rota de saída mais rentável já observada no mercado brasileiro: o primeiro lote de IPOs de empresas de tecnologia investidas por fundos gerou TIR média de 79% e múltiplo de 4,5 vezes o capital investido (ABVCAP; INSPER; SPECTRA, 2023). O Gráfico 6 apresentou a evolução anual das aberturas de capital na B3 e evidenciou tanto o pico do biênio 2020-2021 quanto o que veio depois.

Gráfico 6 – M&A no Brasil x IPO na B3 2020 - 2025



Fonte: KPMG (2020-2025); B3 (2025); Insper; Spectra, (2023)

As transações de M&A (eixo à esquerda) e as IPOs na B3 (eixo à direita, em unidades) são lidas em escalas diferentes; o valor "zero" de IPOs em 2022-2025 refere-se à ausência de qualquer abertura de capital de empresa investida por fundos de VC/PE na B3 nesse intervalo, conforme registrado pela própria B3. O fechamento da janela foi tão abrupto quanto a sua abertura, e a explicação passou pelo mesmo mecanismo, agora em sentido inverso. Com a Selic elevada a 13,75% ao final de 2022, o investidor voltou a encontrar retorno alto na renda fixa, sem risco e com liquidez diária. Os fundos de ações perderam captação, a demanda por novas ofertas desapareceu e, sem comprador, nenhuma empresa teve condições de abrir capital. Somou-se a isso a correção global dos múltiplos de tecnologia, que derrubou os preços de referência internacionais. O resultado foi o fechamento completo do canal: nenhuma abertura de capital ocorreu na B3 entre 2022 e 2025, a interrupção mais longa da série histórica recente (B3, 2025). Para os fundos, a consequência foi dupla. A primeira e mais evidente: os retornos de portfólios maduros ficaram adiados, sem data para realização. A segunda, menos visível e igualmente danosa: desapareceu a referência pública de preço que orientava as demais negociações, o que ampliou a incerteza e o poder de barganha dos compradores nas vendas privadas.

Nesse ambiente, as fusões e aquisições se tornaram a rota dominante de saída. Os dados da KPMG, que acompanha o mercado brasileiro de M&A desde 1994, mostraram o comportamento da rota ao longo do ciclo: após o recorde histórico de 2021, as transações caíram 12% em 2022 e mais 13% em 2023, quando totalizaram 1.505

operações, e voltaram a crescer em 2024, com 1.582 transações, patamar mantido em 2025, com 1.581 (KPMG, 2026). A leitura desses números exigiu atenção ao contraste com a bolsa. O M&A também sentiu o aperto de juros, e a razão foi simples: aquisições frequentemente dependem de financiamento, e a incerteza econômica adia decisões de compra. A diferença é que essa rota nunca fechou por completo, porque o comprador estratégico adquire uma empresa por razões de longo prazo, como acesso a tecnologia, clientes ou mercado, e não pelo humor da janela de mercado. Assim, quando a atividade de M&A se recuperou em 2024 e 2025 enquanto a bolsa permanecia fechada, toda a liquidez recente do ecossistema passou a fluir por essa única porta.

Dois dados da mesma pesquisa confirmaram que essa porta foi ocupada, em grande medida, pelos próprios fundos. O setor de tecnologia da informação liderou o *ranking* setorial de fusões e aquisições em todos os anos do período, concentrando cerca de 40% das transações em 2025, e a participação dos fundos de PE e VC no total de operações do país subiu de 43% para 50% nesse mesmo ano (KPMG, 2026). Em outras palavras, metade de todo o mercado brasileiro de fusões e aquisições passou a envolver fundos, e o setor mais transacionado foi exatamente aquele em que os fundos de VC concentram seus portfólios. O caso mais emblemático do período foi a aquisição da Pismo pela Visa, concluída em 2023 por aproximadamente USD 1 bilhão: uma empresa brasileira de infraestrutura financeira, investida por fundos locais e internacionais, que alcançou liquidez integral por meio de venda estratégica em um momento em que a rota de bolsa estava indisponível. O episódio demonstrou que o M&A foi capaz de gerar saídas relevantes mesmo no ciclo de baixa, mas com uma diferença fundamental em relação ao IPO: o preço foi negociado entre as partes, sem a competição de mercado que caracteriza uma oferta pública (KPMG, 2026).

A terceira rota, o mercado secundário de participações, cresceu justamente como resposta ao travamento das demais. Nessa modalidade, um fundo vende sua posição em uma empresa, ou uma carteira inteira, a outro fundo especializado. O mecanismo que explicou seu crescimento foi a pressão de prazo: fundos de VC têm duração contratual definida, em geral de dez anos, e não podem esperar indefinidamente pela reabertura da bolsa. Quando o prazo aperta e as rotas tradicionais estão fechadas, o gestor aceita vender com desconto sobre o valor patrimonial das cotas para devolver capital aos investidores. A *Spectra Investments* documentou a expansão dessa modalidade nos períodos de estresse do mercado primário, quando a distância entre o preço pedido pelos vendedores e o preço

ofertado pelos compradores se tornou o principal fator das negociações (SPECTRA INVESTMENTS, 2024). O secundário cumpriu, portanto, a função de válvula de liquidez do sistema, mas com um custo embutido: o desconto aceito pelo vendedor foi, na prática, uma transferência de retorno do fundo vendedor para o fundo comprador. A Tabela 3 sintetizou as características das três rotas de saída disponíveis no período.

Tabela 3 – Característica das principais rotas de saída (*Exits*)

Característica	IPO	M&A	Mercado Secundário
Natureza da operação	Abertura de capital em bolsa	Venda a comprador estratégico ou financeiro	Venda de participação a outro fundo
Disponibilidade no período	Restrita a 2020–2021	Contínua	Crescente
Liquidez para o fundo	Parcial e gradual (lock-up)	Integral no fechamento	Integral, com desconto
Precificação	Definida pelo mercado público	Negociada entre as partes	Negociada, com desconto sobre o valor patrimonial

Fonte: Insper; Spectra (2023)

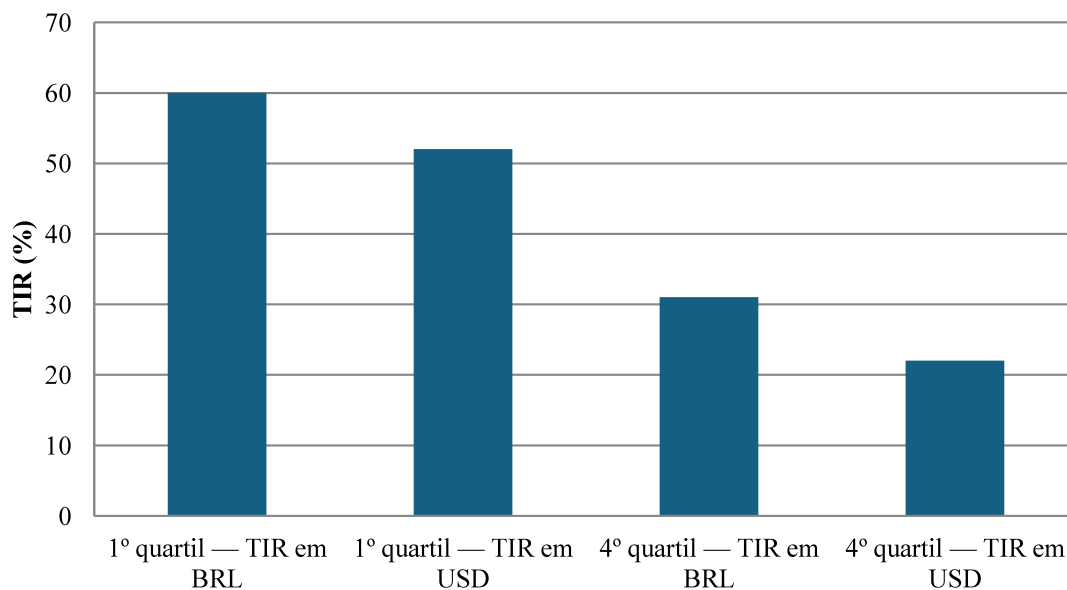
O quadro geral sugeriu uma inversão completa na hierarquia das saídas. A rota que, no ciclo observado, concentrou os maiores retornos, a bolsa ainda que sua rentabilidade dependa do momento de listagem e do ciclo de mercado, tema debatido na literatura de PE, permaneceu indisponível por quatro anos consecutivos, o M&A absorveu a maior parte das transações, com um deslocamento do poder de barganha para o comprador, e não uma métrica diretamente mensurada nos dados analisados; e o secundário se consolidou como alternativa para gestores pressionados pelos prazos de seus veículos. Essa recomposição teve efeito direto sobre o desempenho: sem a competição da bolsa, os múltiplos negociados nas vendas privadas tenderam, por esse mecanismo, a ser inferiores, e o retorno efetivamente realizado plausivelmente ficou abaixo daquele registrado contabilmente nos períodos de remarcação positiva, inferência analítica a partir do fechamento do canal de bolsa, já que os dados secundários utilizados nesta pesquisa não permitem mensurar diretamente o desconto médio nas vendas privadas. Desse raciocínio decorre uma conclusão dupla. De um lado, a dependência de janelas de bolsa raras e curtas constituiu uma fragilidade estrutural do mercado brasileiro,

sobre a qual o gestor individual teve pouco controle. De outro, a migração bem-sucedida de parte dos fundos para a rota de M&A não foi automática: exigiu empresas preparadas para a venda, com governança organizada e números auditados, o que antecipou o tema da seção seguinte.

7.4 Governança e *Operating Partners*

A pergunta que orientou esta seção foi direta: em um mesmo país, sob o mesmo câmbio, a mesma taxa de juros e as mesmas janelas de saída, por que alguns fundos entregaram resultados muito superiores a outros? Os dados de dispersão de retornos ofereceram a medida do problema. O levantamento conduzido pela *Spectra Investments* em parceria com o Insper e a ABVCAP, cobrindo 387 fundos captados entre 1994 e 2023, mostrou que os fundos do primeiro quartil, o grupo dos 25% melhores, alcançaram TIR média de 60% em Reais e 52% em dólares, enquanto a distância entre o primeiro e o último quartil foi de 29 pontos percentuais em BRL e 30 em dólares (ABVCAP; INSPIER; SPECTRA INVESTMENTS, 2023). O Gráfico 7 ilustra essa dispersão, comparando o primeiro e o último quartil em BRL e em USD; a diferença de oito pontos percentuais entre a TIR do primeiro quartil em moeda local e em dólares reflete o efeito cambial discutido na Seção 7.3. O raciocínio que esse número sustentou é o seguinte: se os fatores estruturais do Brasil explicassem sozinhos o desempenho, todos os fundos sofreriam de forma parecida e os retornos seriam próximos. Uma diferença de quase 30 pontos de TIR entre os extremos, evidenciada no Gráfico 7, dentro do mesmo ambiente, só pôde ser atribuída ao que diferencia um fundo do outro: a qualidade da gestão.

Gráfico 7 – TIR do 1º e do 4º quartil de fundos - 1994-2023 (em %)



Fonte: ABVCAP; Insper; Spectra Investments (2023)

Estabelecido que a gestão diferencia, a questão seguinte foi identificar por quais mecanismos ela opera. A literatura ofereceu o mapa. Kaplan e Strömberg (2009) organizaram a criação de valor em PE em três canais: a engenharia financeira, baseada no uso de dívida para ampliar retornos; a melhoria operacional, decorrente da atuação direta sobre custos, processos e estratégia das empresas; e a engenharia de governança, que redesenha conselhos, incentivos e controles. No Brasil, o primeiro canal operou com intensidade reduzida, e a razão foi o custo do dinheiro: com a taxa básica de juros em dois dígitos durante a maior parte do período, financiar aquisições com dívida tornou-se proibitivamente caro, ao contrário do que ocorre no mercado americano, onde o crédito barato historicamente sustentou as aquisições alavancadas. Essa restrição teve uma consequência direta sobre o perfil do gestor brasileiro: sem a alavancagem como fonte de retorno, restaram a operação e a governança. O gestor que atua no Brasil precisou, portanto, ser mais operador e menos financista do que seu equivalente americano (Spectra Insper, 2024).

No plano da governança, os fundos brasileiros incorporaram progressivamente os instrumentos consagrados pela prática internacional, movimento facilitado pela edição do

Marco Legal das *Startups* em 2021, que introduziu no ordenamento jurídico nacional figuras contratuais antes juridicamente incertas. A lógica econômica desses instrumentos foi mapeada por Kaplan e Strömberg (2003) a partir da análise de centenas de contratos Reais de VC: cada cláusula existe para resolver um problema específico de desalinhamento entre o fundador e o investidor. O assento no conselho de administração garantiu ao fundo o acompanhamento das decisões estratégicas; os direitos de veto protegeram o capital contra decisões unilaterais; o *vesting* condicionou a participação do fundador à sua permanência, alinhando os horizontes de ambos; as ações preferenciais com prioridade de liquidação asseguraram que, em um desfecho ruim, o investidor recuperasse capital antes da distribuição aos demais sócios e as cláusulas de *tag along* e *drag along* coordenaram as condições de venda entre os acionistas. O *tag along* garante ao sócio minoritário o direito de vender sua participação nas mesmas condições negociadas pelo controlador, impedindo que ele fique preso na empresa após a saída do majoritário; o *drag along*, no sentido inverso, permite que o acionista majoritário obrigue os minoritários a venderem junto com ele, impedindo que uma participação pequena trave uma venda aprovada pela maioria. Juntas, as duas cláusulas evitaram que uma saída fosse travada por interesses divergentes. A Tabela 4 sintetizou esses mecanismos e suas funções.

Tabela 4 – Principais mecanismos contratuais de governança em VC e PE

Mecanismo	Função econômica
Assento em conselho de administração	Monitoramento contínuo das decisões estratégicas
Direitos de veto sobre matérias relevantes	Proteção contra decisões unilaterais do fundador
<i>Vesting</i> da participação dos fundadores	Retenção de talentos e alinhamento de longo prazo
Ações preferenciais com prioridade de liquidação	Proteção do capital investido em cenários adversos
Cláusulas de <i>tag along</i> e <i>drag along</i>	Coordenação das condições de saída entre acionistas
Marcos de desempenho vinculados a aportes	Vinculação da liberação de capital a resultados verificáveis

Fonte: Galluci; Minard (2024).

No plano operacional, a inovação organizacional mais relevante do período foi a difusão da figura do OP. O levantamento de Minardi, Gallucci e La Marca (2024), primeiro estudo sistemático sobre o tema no Brasil, definiu o OP como o profissional

sênior da gestora dedicado exclusivamente à criação de valor nas empresas do portfólio, com atuação em frentes como estruturação financeira, recrutamento de executivos, desenho de incentivos, eficiência comercial e preparação para a venda. A origem da função remonta às grandes gestoras americanas de aquisições alavancadas, mas sua chegada ao Brasil ocorreu em um momento específico, e o momento explicou o motivo. Enquanto os preços de entrada subiam e os múltiplos se expandiam, como ocorreu até 2021, o fundo podia gerar retorno simplesmente comprando e esperando o mercado reprecificar o ativo. Quando os múltiplos pararam de subir e passaram a cair, a partir de 2022, essa fonte de retorno desapareceu, e a única forma de valorizar a empresa passou a ser melhorá-la de fato: aumentar receita, cortar custo, organizar a operação. A contratação de OP pelas gestoras brasileiras foi a resposta institucional a essa mudança.

O elo entre a governança e o desempenho fechou o argumento da seção. A preparação de uma empresa para a venda, tema que encerrou a seção anterior, não ocorre no momento da venda: ela é construída ao longo dos anos de investimento, por meio de auditoria, conselho ativo, controles financeiros e disciplina de gestão. Os compradores do ciclo recente, mais seletivos e com maior poder de barganha, passaram a exigir exatamente esses atributos, e as empresas que os possuíam alcançaram transações melhores. Nesse sentido, a governança deixou de ser um custo burocrático imposto pelo fundo e revelou-se um ativo econômico: ela reduziu o risco percebido pelo comprador e, com isso, sustentou o preço de venda. A conclusão parcial desta seção somou-se às anteriores: se a Seção 7.3 mostrou que o ambiente de saída foi uma restrição estrutural fora do controle do gestor, esta seção mostrou o espaço de ação que restou dentro do seu controle, e os dados de dispersão provaram que esse espaço foi suficiente para separar, de forma expressiva, os melhores fundos dos demais (Galluci; Minardi, 2024).

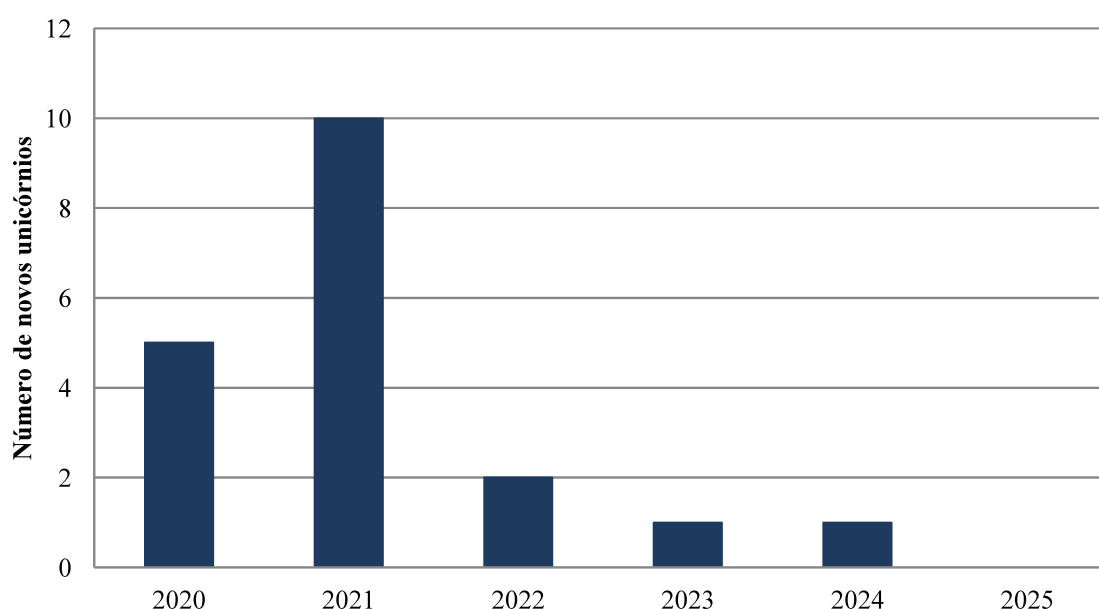
7.5 Impacto dos Fundos no Desenvolvimento de Unicórnios

Como apresentado na Introdução, o termo unicórnio designa, no vocabulário do setor, a *startup* de capital fechado avaliada em USD 1 bilhão ou mais. A pergunta que esta seção respondeu foi se o desenvolvimento de unicórnios mediu a qualidade das empresas brasileiras ou, principalmente, a disponibilidade de capital para pagá-las. A distinção importa porque uma empresa não "vira" unicórnio por atingir um resultado operacional: ela recebe essa classificação quando um investidor aceita pagar, em uma rodada de

captação, um preço que avalia a companhia em USD 1 bilhão. O unicórnio é, portanto, um evento de precificação, e precificação depende de quem está disposto a pagar (LAVCA, 2025).

A trajetória anual do fenômeno no Brasil sustentou essa leitura com precisão. O país não possuía nenhum unicórnio até o início de 2018, quando Nubank e 99 alcançaram a marca. O ritmo acelerou em 2019 e 2020, com cinco novos casos em cada ano, e atingiu o pico em 2021, quando dez empresas alcançaram a avaliação bilionária em um único ano. A partir de 2022, o movimento praticamente cessou: dois casos em 2022, um em 2023, um em 2024 e nenhum até o encerramento desta pesquisa (DISTRITO, 2023; LAVCA, 2025). A sobreposição dessa curva com o ciclo de liquidez descrito na Seção 7.1 não foi coincidência. Como mostra no gráfico 8, pico de unicórnios ocorreu exatamente no ano de maior volume de capital de risco da história da região como mostrado no gráfico a seguir, e o desaparecimento do fenômeno coincidiu com a retração desse capital. As empresas brasileiras não se tornaram coletivamente piores em 2022; o que mudou foi a disposição dos investidores de pagar avaliações bilionárias (LAVCA, 2025).

Gráfico 8 – Novos unicórnios brasileiros (2020 – 2025)



Fonte: LAVCA (2025).

O papel dos fundos nesse processo foi direto e documentável. As rodadas que elevaram empresas brasileiras à condição de unicórnio foram lideradas, em sua maioria,

por gestoras internacionais de grande porte, e o caso mais representativo foi o do SoftBank, que lançou em 2019 um fundo de USD 5 bilhões dedicado exclusivamente à América Latina (LAVCA, 2025). O raciocínio econômico do efeito desse capital é o seguinte: rodadas de estágio avançado, aquelas capazes de avaliar uma empresa em bilhões, exigem cheques de dezenas ou centenas de milhões de dólares, e pouquíssimos investidores no mundo têm capacidade de emití-los. Quando um único agente com USD 5 bilhões decide alocar na região, a demanda por participações nas melhores empresas aumenta de forma abrupta, e o preço dessas participações sobe em consequência. Parte relevante dos unicórnios brasileiros do período foi, nesse sentido, precificada por esse fluxo específico de capital, o que confirmou o diagnóstico discutido na Seção 7.1: o consenso dos investidores institucionais internacionais de acessar mercados emergentes por meio de VC sustentou avaliações elevadas em estágio avançado (BRAZIL JOURNAL, 2024). O quadro 1 relaciona os principais unicórnios brasileiros do período, com o ano em que alcançaram a marca e o respectivo setor de atuação.

Quadro 1 – Principais unicórnio brasileiros por ano e setor (2018 – 2024)

Empresa	Ano	Setor de atuação
Nubank	2018	Serviços financeiros
99	2018	Mobilidade urbana
Gympass (Wellhub)	2019	Bem-estar corporativo
QuintoAndar	2019	Mercado imobiliário
Loggi	2019	Logística
Ebanx	2019	Pagamentos
Wildlife Studios	2019	Jogos digitais
VTEX	2020	Comércio eletrônico
Loft	2020	Mercado imobiliário
Creditas	2020	Serviços financeiros
C6 Bank	2020	Serviços financeiros
MadeiraMadeira	2021	Comércio eletrônico
Nuvemshop	2021	Comércio eletrônico
Hotmart	2021	Economia digital
Mercado Bitcoin	2021	Criptoativos
Único	2021	Identidade digital
CloudWalk	2021	Pagamentos
Frete.com	2021	Logística
Neon	2022	Serviços financeiros
Dock	2022	Infraestrutura financeira
Pismo	2023	Infraestrutura financeira
QI Tech	2024	Infraestrutura financeira

Fonte: LAVCA (2025).

A composição setorial dos unicórnios brasileiros revelou onde esse capital enxergou as maiores oportunidades. O agrupamento dos setores financeiros, somando bancos digitais, pagamentos, criptoativos e infraestrutura financeira, respondeu por cerca de 45% dos casos, seguido pelo comércio eletrônico, pelo mercado imobiliário e pela logística. Essa concentração teve explicação econômica clara: o sistema bancário brasileiro combinou, por décadas, alta concentração, tarifas elevadas e digitalização lenta, criando uma demanda reprimida por serviços financeiros melhores e mais baratos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2025). As *startups* que atacaram esse espaço encontraram milhões de clientes insatisfeitos e dispostos a migrar, o que se traduziu em crescimento acelerado, e o crescimento acelerado foi exatamente o que o capital de risco buscou precificar. O unicórnio brasileiro típico do período não nasceu de uma inovação

tecnológica de fronteira, mas da aplicação competente de tecnologia existente sobre uma ineficiência histórica do mercado local (LAVCA, 2025). O Quadro 2 apresenta essa composição setorial, evidenciando a predominância do setor financeiro entre os unicórnios brasileiros.

Quadro 2 – Composição setorial dos unicórnios brasileiros

Grupo setorial	Nº de unicórnios
Setor financeiro (bancos, pagamentos, cripto, infraestrutura)	10
Comércio eletrônico	3
Mercado imobiliário	2
Logística	2
Outros	5

Fonte: LAVCA (2025).

O caso do Nubank sintetizou o ciclo completo e seus dois lados. A empresa recebeu aportes sucessivos de fundos de VC desde 2013, alcançou a condição de unicórnio em 2018, tornou-se o banco digital mais valioso do mundo e realizou sua abertura de capital na bolsa de Nova Iorque em dezembro de 2021, avaliada em mais de USD 40 bilhões. A data importou tanto quanto o valor: a operação ocorreu no auge exato da janela de liquidez, semanas antes do início do ciclo de correção global. O episódio demonstrou, de um lado, o potencial de retorno extraordinário do modelo de VC quando seleção de empresa e momento de saída coincidem; de outro, a dependência desse desfecho em relação ao timing de mercado, variável sobre a qual nem a empresa nem os fundos tiveram controle. Poucos meses depois, a mesma operação não teria encontrado as mesmas condições (LAVCA, 2025).

A leitura conjunta dos dados permitiu responder à pergunta que abriu a seção. O desenvolvimento de unicórnios brasileiros foi função de dois fatores simultâneos: a existência de empresas com fundamentos capazes de justificar apostas de grande porte e a disponibilidade de capital disposto a precificá-las em bilhões. Quando o segundo fator se retraiu, a partir de 2022, o fenômeno desapareceu, ainda que empresas de qualidade continuassem existindo e crescendo. Isso não significou que os fundos criaram valor artificial em todos os casos, mas significou que a marca de USD 1 bilhão, isoladamente,

mediu mais o estado do mercado de capital do que o estágio das empresas. O impacto duradouro dos fundos sobre o ecossistema, contudo, não se limitou à precificação do ciclo de alta: ao impor, no ciclo de baixa, disciplina de custos, governança e foco em geração de caixa, os fundos redefiniram o padrão de empresa apta a alcançar essa marca no futuro, o que sugeriu que a próxima geração de unicórnios brasileiros, quando o ciclo de capital se reabrir, tende a ser construída sobre fundamentos mais sólidos do que a geração de 2021 (Spectra Investments, 2024).

8. Conclusão

Este trabalho avaliou o desempenho dos fundos de VC e PE no ecossistema brasileiro de *startups* entre 2020 e 2025, período que concentrou, em apenas seis anos, um ciclo completo de expansão, correção e estabilização do mercado de capital de risco. A pergunta que orientou a pesquisa foi em que medida esse desempenho resultou de fatores estruturais do país, da conjuntura global de liquidez ou das decisões dos próprios gestores. A resposta, construída ao longo da análise, foi que nenhum desses fatores explicou o período isoladamente: o desempenho observado resultou da interação entre os três, e a evidência dessa interação esteve na própria tensão entre os resultados das seções analíticas. Os fatores estruturais mostraram seu peso em duas frentes principais. A primeira foi o câmbio: a taxa interna de retorno medida em dólares ficou abaixo da medida em Reais em 78% das transações analisadas entre 1994 e 2023, com a inflação diferencial entre Brasil e Estados Unidos explicando cerca de 66% da variação cambial do período, o que sugere um problema estruturalmente recorrente, e não meramente acidental (MINARDI; GALLUCCI, 2024). A segunda foi a fragilidade do mercado de saída: a bolsa brasileira alternou uma janela excepcional, com 46 aberturas de capital em 2021, e um fechamento absoluto, sem nenhuma oferta entre 2022 e 2025, deixando a realização dos retornos dependente de fusões e aquisições e do mercado secundário, rotas em que o poder de barganha esteve com o comprador (B3, 2025; KPMG, 2026). Sobre nenhuma dessas duas condições o gestor individual teve controle.

A conjuntura global de liquidez, por sua vez, explicou a amplitude do ciclo. Como discutido na Seção 2, o volume de capital de risco investido na América Latina saltou de USD 4,3 bilhões em 2020 para USD 16 bilhões em 2021 e recuou para USD 4,2 bilhões em 2023, movimento sincronizado com o ciclo internacional de juros, e não com qualquer

transformação da economia real da região. A inflação dos preços de entrada, com rodadas *seed* 4,7 vezes mais caras em 2023 do que em 2017, e o surgimento de dez unicórnios em um único ano, seguido do desaparecimento quase completo do fenômeno, foram manifestações do mesmo mecanismo: o preço dos ativos acompanhou a disponibilidade de capital, e não apenas os fundamentos das empresas (SPECTRA INVESTMENTS, 2024; DISTRITO, 2023). O ciclo global, portanto, criou tanto a euforia quanto a correção, e os fundos brasileiros operaram dentro dessa maré, sem capacidade de alterá-la.

A competência de gestão, por fim, revelou-se o fator que separou os resultados dentro das condições dadas. A distância de aproximadamente 30 pontos percentuais de TIR entre os fundos do primeiro e do último quartil, operando no mesmo país e no mesmo ciclo, é consistente com a hipótese de que as escolhas do gestor tiveram consequência mensurável (ABVCAP; INSPER; SPECTRA INVESTMENTS, 2023). Os mecanismos dessa diferenciação foram identificados ao longo da análise: a diversificação temporal dos investimentos, que amorteceu o efeito do câmbio, reduzindo a perda cambial média de 7,5% no nível da transação para 5,8% no nível do fundo; a governança contratual, que protegeu o capital e preparou as empresas para a venda; e a atuação operacional direta, institucionalizada na figura do OP, que se tornou condição de sobrevivência quando a expansão dos múltiplos deixou de sustentar os retornos (MINARDI; GALLUCCI, 2024; MINARDI; GALLUCCI; LA MARCA, 2024). O dado de que os fundos brasileiros de primeiro quartil desempenharam em linha com o primeiro quartil mundial sugere que o ambiente adverso não impediu a excelência: possivelmente tornou-a mais rara e mais valiosa. O estudo de caso do fundo Headline XP VC 3 ilustrou a interação dos três fatores em um único veículo. A cota do fundo registrou rentabilidade de -15,58% no quarto trimestre de 2023 e de -9,28% no terceiro trimestre de 2025, trajetória consistente com a fase de transição da Curva J, em que os custos iniciais e a imaturidade do portfólio deprimem o resultado antes que a maturação das investidas o recupere (XP ASSET MANAGEMENT, 2023; XP ASSET MANAGEMENT, 2025).

O fundo alocou capital ao longo de um período que atravessou o pico e a correção do ciclo, diversificou o portfólio entre setores e empresas e permaneceu, ao encerramento desta pesquisa, na fase intermediária de seu ciclo de vida. O caso reforça a lição metodológica central da tríade risco, retorno e liquidez aplicada ao capital de risco: a avaliação de fundos dessa natureza exige horizonte longo, e conclusões extraídas de janelas curtas tendem a confundir a posição na curva com o resultado.

A síntese da pesquisa comportou, assim, uma formulação direta. O Brasil do período analisado combinou condições estruturais que drenaram retorno e liquidez, um ciclo global que primeiro inflou e depois contraiu os preços, e um conjunto heterogêneo de gestores, dos quais uma parcela apresentou resultados consistentes com padrões internacionais de desempenho, ainda que uma conclusão mais forte exigisse investigação comparativa mais robusta apesar do ambiente. O ecossistema que emergiu do ciclo foi institucionalmente mais maduro do que o que entrou nele: mais seletivo na alocação, mais sofisticado nos contratos, mais exigente em governança e mais dependente de geração real de valor do que de reprecificação de mercado. Para o investidor, a implicação prática foi que a seleção do gestor se consolidou como a decisão mais importante da alocação em capital de risco no Brasil; para as empresas, que o acesso ao capital passou a exigir fundamentos que o ciclo anterior dispensava e para a pesquisa acadêmica, que o mercado brasileiro de VC e PE ofereceu, nesse ciclo curto e completo.

A primeira limitação decorreu da estratégia de dados. A pesquisa utilizou exclusivamente fontes secundárias, o que subordinou as conclusões à disponibilidade, à abrangência e à metodologia dos estudos consolidados pelas instituições do setor. Não foram realizadas entrevistas com gestores nem coleta de dados primários junto às empresas investidas, o que impediu o exame de dimensões qualitativas relevantes, como os processos internos de decisão dos fundos e os critérios efetivos de seleção de investimentos. As bases utilizadas, ainda que constituam as mais completas disponíveis sobre o mercado brasileiro, foram construídas com finalidades distintas e metodologias próprias, o que impôs cautela nas comparações diretas entre fontes.

A segunda limitação foi métrica. A TIR e o MoIC, indicadores centrais da análise, mensuraram desempenho financeiro, e não risco em sentido estrito. O raciocínio dessa distinção é simples: dois fundos podem apresentar a mesma TIR tendo assumido níveis de risco muito diferentes, e as métricas utilizadas não capturam essa diferença. Medidas como o desvio padrão dos retornos entre fundos, indicadores de perda máxima ou comparações com carteiras equivalentes de mercado público permitiriam conclusões mais robustas sobre a relação entre risco e retorno, mas não estavam disponíveis de forma sistematizada para o recorte temporal e geográfico desta pesquisa.

A terceira limitação foi temporal, e derivou diretamente da natureza do objeto. Os fundos com safras a partir de 2020, incluindo o caso analisado, não completaram seu ciclo de vida até o encerramento desta pesquisa, de modo que os indicadores disponíveis

refletiram posições intermediárias da Curva J, sujeitas a revisão substancial até a liquidação final dos veículos. Conclusões definitivas sobre o desempenho dessas safras só serão possíveis ao final da década. Adicionalmente, as amostras históricas utilizadas pelas fontes estiveram sujeitas a viés de sobrevivência: fundos malsucedidos tendem a interromper a divulgação de dados ou a não integrar as bases voluntárias, o que pode ter inflado os retornos médios reportados.

A quarta limitação referiu-se ao estudo de caso. O fundo Headline XP VC 3 foi utilizado como ilustração da dinâmica da Curva J no mercado brasileiro, e não como amostra representativa da indústria. Um único veículo, de uma única gestora, com uma única safra, não permite generalização estatística, e sua trajetória pode conter particularidades que não se repetem no conjunto do mercado. A função metodológica do caso foi conectar os padrões agregados, estabelecidos pelas fontes setoriais, a uma manifestação concreta e verificável, e suas conclusões devem ser lidas dentro desse limite. Essas limitações delimitaram uma agenda natural de pesquisas futuras: o acompanhamento das safras de 2020 a 2022 até sua maturação, quando o desempenho final do ciclo poderá ser efetivamente medido; a incorporação de métricas de risco ajustadas para ativos ilíquidos; a realização de estudos primários com gestores e investidores institucionais sobre os processos de decisão e de gestão cambial; e a análise comparativa do desempenho dos fundos brasileiros frente a mercados emergentes de perfil semelhante, como México e Índia, que permitiria isolar com mais precisão o peso dos fatores especificamente brasileiros identificados neste trabalho.

A última limitação decorreu da própria natureza do objeto estudado. As empresas investidas pelos fundos de VC e PE são, em sua quase totalidade, companhias de capital fechado, e isso teve duas consequências diretas sobre a pesquisa. A primeira referiu-se à precificação: diferentemente de uma empresa listada em bolsa, cujo valor é testado diariamente pelo mercado, uma empresa fechada só tem seu valor verificado nos momentos de rodada de captação ou de venda. Entre esses eventos, as avaliações registradas nas cotas dos fundos refletiram estimativas contábeis conduzidas pelos próprios gestores, e não preços de mercado, de modo que os indicadores intermediários de desempenho analisados neste trabalho carregaram, por construção, um componente de julgamento. A segunda consequência referiu-se à transparência: companhias fechadas não têm obrigação de divulgar demonstrações financeiras ao público, e as informações disponíveis sobre elas dependeram do que as próprias empresas e seus investidores

optaram por comunicar. As bases de dados setoriais utilizadas nesta pesquisa foram construídas sobre esse conjunto informacional parcial, o que impôs um limite estrutural à verificação independente dos dados, limite esse que nenhuma metodologia baseada em fontes secundárias teria condições de superar.

Referências

ABVCAP. **Sobre Nós**. São Paulo: Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital, 2025. Disponível em: <https://abvcap.com.br/sobre/>. Acesso em: 22 jun. 2026.

ABVCAP; INSUPER; SPECTRA INVESTMENTS. **Performance of Brazilian Private Equity and Venture Capital Investments 1994–2023**. São Paulo, 2023. Disponível em: <https://spectrainvest.com>. Acesso em: 09 set. 2025.

B3. Estatísticas de ofertas públicas iniciais (IPO) na B3. São Paulo: B3 S.A. — Brasil, Bolsa, Balcão, 2025. Disponível em: <https://www.b3.com.br>. Acesso em: [a confirmar pelo autor].

BRASIL. **Lei Complementar nº 182, de 1º de junho de 2021**. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador. Brasília, DF: Presidência da República, 2021. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp182.htm. Acesso em: 22 jun. 2026.

BRAZIL JOURNAL. **Múltiplos de venture capital não fazem sentido no Brasil**, diz Spectra. São Paulo, 9 jan. 2024. Disponível em: <https://braziljournal.com>. Acesso em: 09 set. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Rio de Janeiro: CVM, 2016. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br>. Acesso em: 22 jun. 2026.

DISTRITO. **Corrida dos Unicórnios**: levantamento anual sobre startups brasileiras com potencial para atingir valuation de USD 1 bilhão. São Paulo: Distrito, 2023. Disponível em: <https://www.distrito.me>. Acesso em: 25 jun. 2026.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. **The Venture Capital Cycle**. Cambridge: MIT Press, 1999.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh. **The venture capital revolution**. *Journal of Economic Perspectives*, v. 15, n. 2, p. 145–168, 2001.

HALL, Bronwyn H.; LERNER, Josh. **The financing of R&D and innovation**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2009. (NBER Working Paper, n. 15325). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w15325>. Acesso em: 20 jul. 2026.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305–360, out. 1976. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).

KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. Financial contracting theory meets the real world: an empirical analysis of venture capital contracts. **Review of Economic Studies**, v. 70, n. 2, p. 281–315, abr. 2003. DOI: <https://doi.org/10.1111/1467-937X.00245>.

KAPLAN, Steven N.; STRÖMBERG, Per. Leveraged buyouts and private equity. **Journal of Economic Perspectives**, v. 23, n. 1, p. 121–146, Winter 2009. DOI: <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.121>.

KPMG. Pesquisa de Fusões e Aquisições no Brasil. São Paulo: KPMG, 2026. Disponível em: <https://kpmg.com.br>. Acesso em: [a confirmar pelo autor].

LAVCA. **Startup Ecosystem Insights 2025**. New York: Association for Private Capital Investment in Latin America, 2025. Disponível em: <https://www.lavca.org>. Acesso em: 09 set. 2025.

LEE, Aileen. Welcome To The Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups. TechCrunch, 2 nov. 2013. Disponível em: <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/>. Acesso em: [a confirmar pelo autor].

MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca; GALLUCCI NETTO, Humberto. **Impact of exchange rate on returns in private equity and venture capital**. São Paulo: Insper; Spectra Investments, 2024. Disponível em: https://spectrainvest.com/wp-content/uploads/2024/08/exchange_rate_pevc-1.pdf. Acesso em: 08 set. 2025.

MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca; GALLUCCI, Humberto; LA MARCA, Natasha. **Operating Partners no Brasil**. São Paulo: Insper; Spectra Investments; Heidrick & Struggles, 2024.

SAHLMAN, William A. **The structure and governance of venture-capital organizations**. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 473–521, 1990.

SPECTRA INVESTMENTS. **Investment Letter — julho de 2024: VC grade inflation, TAM e eficiência de capital no mercado brasileiro**. São Paulo: Spectra Investments, 2024. Disponível em: <https://spectrainvest.com>. Acesso em: set. 2025.

TAKADA, Thalles Alexandre. **Análise jurídica do Marco Legal das Startups: Lei Complementar nº 182/2021**. São Paulo, 2021.

TEDESCO, Luiz Eugenio. **Private equity no Brasil: análise comparativa com o modelo americano**. 2019. Tese (Doutorado) - Universidade de São Paulo, São Carlos, 2019.

XP ASSET MANAGEMENT. **XP Selection Alternativo FIP Multiestratégia: Relatório Trimestral — 3º Trimestre de 2025**. São Paulo: XP Asset Management, 2025. Disponível em: <https://www.xpasset.com.br/fips/xpselectionalternativo/>. Acesso em: [a confirmar pelo autor].

XP ASSET MANAGEMENT. **XP Selection Alternativo FIP Multiestratégia: Relatório Trimestral — 4º Trimestre de 2023**. São Paulo: XP Asset Management, 2023. Disponível em: <https://www.xpasset.com.br/fips/xpselectionalternativo/>. Acesso em: [a confirmar pelo autor].