

Short Memo - Laplace 2

Este documento discute a performance do Fundo I da Laplace e a oportunidade de investimento no Fundo II, que tem a mesma tese de aquisição de NPLs *single name* com colateral no agronegócio.

1. Fundo I

O Fundo I tem um compromisso de R\$ 97m e recentemente completou uma chamada de ~R\$ 30m, levando o total chamado a R\$ 91m. Para analisar a performance do Fundo I, consideramos a data base de dez/24, até quando haviam sido chamados apenas R\$ 61m e reinvestidos R\$ 18m, totalizando R\$ 79m, conforme tabela abaixo.

ID	Caso	Operação	Desembolso	Data Desembolso	Data Acordo	Recebido	A Receber	Condições Acordo	Prazo Acordo	MOIC (Base)	IPCA + (Base)	MOIC	IPCA +
A	Leandro Mussi	NPL	R\$ 6,2	Jun-22	Dec-23	R\$ 11,6	R\$ -	2 Parcelas Sem Correção	Jan-24	3,1x	23%	1,9x	56%
C	Angelo Munari	NPL	R\$ 15,0	Mar-23	Jun-24	R\$ 13,2	R\$ 14,4	4 Parcelas @ CDI + 2,5%	Oct-25	3,6x	50%	1,8x	35%
D	Mario Nogueira	NPL	R\$ 1,8	Nov-23	Aug-24	R\$ 1,0	R\$ 2,1	3 Parcelas @IPCA + Levant. Depósito de R\$ 0,3mi	May-26	2,5x	37%	1,7x	40%
G	Agroterra	DIP	R\$ 8,3	May-24	Nov-24	R\$ 0,3	R\$ 10,7	5 parcelas Sem Correção	Dec-25	3,9x	26%	1,3x	35%
H	Seara	NPL	R\$ 16,7	May-24	Apr-24	R\$ 2,3	R\$ 30,1	Bullet, Com Juros Semestrais @IPCA+25%	Apr-27	1,8x	25%	2,0x	29%
J	Fábio Santos	NPL	R\$ 8,3	Oct-24	Oct-24	R\$ 1,2	R\$ 14,0	6 Parcelas @IPCA	Sep-27	1,7x	26%	1,8x	38%
L	Sinopoli	NPL	R\$ 3,5	Dec-24	Jan-25	R\$ -	R\$ 9,4	8 Parcelas @CDI	Sep-28	1,7x	25%	2,2x	52%
Performance Esperada FIDC Fitz Roy			R\$ 59,8			R\$ 29,6	R\$ 80,6					1,8x	42%
B	Copagri	NPL	R\$ 7,8	Feb-23	-	R\$ -	R\$ -	Em Andamento	-	2,6x	26%	1,6x	29%
E	Centropec	NPL	R\$ 3,4	Apr-24	-	R\$ -	R\$ -	Em Andamento	-	4,5x	37%	3,7x	37%
F	Regina Coutinho	NPL	R\$ 0,9	May-24	-	R\$ -	R\$ -	Em Andamento	-	3,1x	28%	2,9x	30%
I	Costa Sementes	NPL	R\$ 1,2	Sep-24	-	R\$ -	R\$ -	Em Andamento	-	2,3x	27%	1,7x	90%
K	Mascarello	NPL	R\$ 3,6	Nov-24	-	R\$ -	R\$ -	Em Andamento	-	3,7x	40%	3,8x	42%
Performance Esperada FIDC Fitz Roy			R\$ 76,7			R\$ 29,6	R\$ 80,6					2,0x	37%

Desse total, R\$ 77m foram investidos em 12 casos, perfazendo um cheque médio de R\$ 6m, valor bastante abaixo do radar de outras casas de Special Sits. Os R\$ 2m restantes focam alocados em despesas. Dentre esses 12 casos, já foram realizados 7 acordos, com ~R\$ 30m recebidos e ~R\$ 81m a receber, resultando em um retorno esperado de IPCA + 42%, 1,8x MOIC e um HP de ~1,5 ano. Quanto aos casos em andamento, a gestora estima um retorno base de IPCA + 36%, 2,5x MOIC e HP de ~2,7 anos. Assim, o retorno esperado de todos os investimentos realizados até o 4T24 é de IPCA + 37% e 2x MOIC.

A gestora tem conseguido fechar os acordos antes do previsto, o que tem gerado uma TIR significativamente acima do esperado, embora isso tenha penalizado o MOIC. Abaixo descrevemos os casos finalizados e em andamento com mais detalhes.

1.1. Casos Acordados

Caso Mussi (Caso A):

- Aquisição de crédito do Banco BOCOM BBM com Valor de Face de R\$ 24m, garantido por 9 imóveis no Mato Grosso avaliados em R\$ 51m, cujo credor estava em recuperação judicial. A compra do crédito foi dividida em três tranches: R\$ 5m à vista em junho de 2022 e duas parcelas de R\$ 1m cada (21% do VF e LTV de 10%), condicionadas à regularização dos imóveis.
- Embora a expectativa inicial fosse de um processo prolongado, no qual a gestora tinha como foco a consolidação dos imóveis para posterior venda em 2026, com retorno estimado de IPCA + 23% e 3,1x MOIC, a negociação foi antecipada para o fim de 2023, com pagamento de R\$ 16,6m em 2 parcelas sem correção distribuídas da seguinte forma: R\$ 13,5m em dez/23 e R\$ 3,1 em jan/24. A antecipação resultou em um retorno de IPCA + 56% e 1,9x MOIC.

Caso Munari (Caso C):

- Aquisição de crédito do Santander com Valor de Face de R\$ 34m, garantido por duas fazendas, avaliadas pela gestora em R\$ 64m. A compra do crédito foi realizada por ~R\$ 14m (40% do VF e LTV de 21%).
- Inicialmente, a estratégia da Laplace consistia na execução das garantias, com estimativa de retorno de IPCA + 50% e 3,6x MOIC no cenário base. Em jun/24, a gestora identificou uma oportunidade de *de-risking* e optou por fechar um acordo com pagamento de R\$ 26,4m dividido em 4 parcelas corrigidas a CDI + 2,5%, sendo a 1º no fechamento do acordo e as demais divididas semestralmente. O acordo resultou em um retorno estimado de IPCA + 35% e 1,8x MOIC.

Caso Nogueira (Caso D):

- Aquisição de crédito de instituição financeira contra pequeno produtor rural com Valor de Face de ~R\$ 11m, garantido por 4 fazendas e um imóvel urbano no interior de SP, avaliados em ~R\$ 5m. A compra do crédito foi realizada por ~R\$ 2m (15% do VF e LTV de 37%).
- A estratégia inicial consistia na execução da hipoteca e venda do colateral, com estimativa de retorno de IPCA + 37% e 2,5x MOIC no cenário base. Em ago/24, foi firmado um acordo com pagamentos de R\$ 1m à vista e R\$ ~2m em 2 parcelas (mai/25 e mai/26) corrigidas a IPCA, resultando em um retorno estimado de IPCA + 40% e 1,7x MOIC.

Caso Agroterra (Caso G):

- Aquisição de crédito de fornecedora de insumos agrícolas contra empresa produtora rural com Valor de Face de R\$ 66m, garantida por hipoteca de 1º grau sobre imóveis rurais avaliados em R\$ 32m. A compra do crédito foi realizada por R\$ 8m (12% do VF e LTV de 25%).
- A estratégia inicial consistia na execução dos bens dados em garantia e na perseguição de outros ativos do devedor até a quitação total da dívida, com expectativa de retorno de IPCA + 26% e 3,9x MOIC no cenário base. No entanto, as partes chegaram a um acordo em apenas 6 meses, com pagamento de R\$ 0,3m à vista e ~R\$ 10m em 5 parcelas sem correção até abr/25, e retorno estimado de IPCA + 35% e 1,3x MOIC.

Caso Seara (Caso H):

- *DIP Financing* no valor de ~R\$ 17m para financiar a operação do Grupo Seara, que está em RJ desde 2017. A dívida possui prazo de 36 meses, estrutura *bullet* e juros de IPCA + 25% a.a., acruados e pagos semestralmente. O MOIC esperado é de 1,9x, caso o DIP seja integralmente quitado. A operação conta como colateral uma fazenda avaliada em R\$ 35m (LTV 48%).
- O grupo é um conglomerado do setor agropecuário, que atua principalmente na produção e comercialização de insumos agrícolas, onde os recursos do DIP foram destinados ao financiamento de sua operação de alimentos. Em caso de inadimplemento, a gestora estima um retorno de IPCA + 31% e 2x MOIC através da execução do colateral. Até o momento o DIP segue adimplente.

Caso Santos (Caso J):

- Aquisição de crédito de duas instituições financeiras contra grupo produtor rural com Valor de Face de R\$ 59m, garantidos por imóveis rurais avaliados em R\$ 56m. A compra do crédito foi realizada por ~R\$ 16m (26% do VF e LTV de 57%).
- As expectativas de retorno eram de IPCA + 26% e 1,7x no cenário base. O crédito foi adquirido com termos pré acordados entre as partes, no qual a propriedade foi transferida ao fundo com uma opção de recompra pelo devedor. No caso base, o devedor exerce a opção de compra, que prevê pagamentos de ~R\$ 1m na entrada, recebimento do depósito judicial de R\$ 8m dentro de 12 meses e pagamento dos R\$ 16m restantes em 6 parcelas corrigidas a IPCA até dez/27, com retorno estimado em IPCA + 38% e 1,8x MOIC. Em caso de inadimplemento, o fundo vende a garantia, independente da quantia já paga.

Caso Sinopoli (Caso L):

- Aquisição de crédito de instituição financeira contra produtor rural com Valor de Face de ~R\$ 12m, garantido por imóveis rurais avaliados em R\$ 9m. O crédito foi adquirido por ~R\$ 4m (28% do VF e LTV de 39%).
- A gestora tinha como estratégia o recebimento via adjudicação da garantia e venda posterior, com possibilidade de acordo com o devedor. As expectativas de retorno eram de IPCA + 25% e 1,7x no cenário base. Em dez/24, as partes chegaram a um acordo de pagamento R\$ 7m em 8 parcelas semestrais corrigidas a CDI, com retorno estimado de IPCA + 52% e 2,2x MOIC. Até o momento, o caso segue adimplente.

1.2. Casos em Andamento

Caso Copagra (Caso B):

- Aquisição de crédito de 5 credores distintos (instituições financeiras e fornecedores de insumos) com Valor de Face de R\$ 34m, garantidas por um imóvel rural avaliado em R\$ 26m, além de outros colaterais que, somados, totalizam R\$ 46m. O devedor é uma cooperativa agroindustrial em liquidação extrajudicial desde 2018. A compra do crédito foi realizada por ~R\$ 7m (22% do VF e LTV de 16%).
- A estratégia da gestora consiste em cobrar os diretores da Copagra visando atingir o imóvel rural detido pelo ex-presidente e executar as garantias reais, com estimativas de retorno de IPCA + 29% e 2,6x MOIC no cenário base. O imóvel rural foi executado e arrematado por terceiro (vizinho) em leilão realizado em abr/25 por ~R\$ 23m. A gestora espera receber ~R\$ 17m provenientes da venda do imóvel em set/25. As demais garantias ainda estão em fase de avaliação, sem indicativos de acordo até o momento.

Caso Centropec (Caso E):

- Aquisição de crédito de uma empresa do Texas/EUA com Valor de Face de ~R\$ 13m contra uma *holding* familiar no MT que detinha operação de exportação de maquinários pesados seminovos, garantida por uma penhora judicial sobre ~11% de um imóvel rural avaliado em R\$ 100m. O crédito foi adquirido por ~R\$ 3m (26% do VF e LTV de 29%).
- A estratégia inicial consiste no pedido de leilão judicial do imóvel, com estimativas de retorno de IPCA + 37% e 4,5x MOIC no cenário base. O caso aguarda o deferimento do leilão do imóvel, enquanto as negociações com os devedores seguem em andamento. Segundo a gestora, há altas chances de um acordo ser firmado.

Caso Coutinho (Caso F):

- Aquisição de crédito de uma instituição financeira com Valor de Face de ~R\$ 2m, garantido por um imóvel rural, avaliado em ~R\$ 4m. A compra foi realizada por ~R\$ 1m (33% do VF e LTV de 21%).
- A gestora avalia que esse crédito apresenta boa probabilidade de acordo por se tratar do único passivo bancário do devedor com garantia hipotecária sobre seu imóvel. Com base nisso, projeta um retorno de IPCA + 30% e 3,1x MOIC. O caso aguarda o deferimento do laudo de avaliação do imóvel, e os termos do acordo seguem em discussão.

Caso Sementes (Caso I):

- Aquisição de crédito de uma fornecedora de insumos contra produtor rural com Valor de Face de ~R\$ 62m, garantida por uma hipoteca sobre imóvel rural e uma alienação fiduciária, avaliadas em ~R\$ 8m. A compra do crédito foi por ~R\$ 1m (2% do VF e LTV de 15%).
- A gestora tem como estratégia o recebimento via adjudicação da garantia, com possibilidade de acordo com o devedor. Com base nisso, projeta um retorno de IPCA + 90% e 1,7x MOIC. O caso está em final de negociação, com confissão de dívida atualizada e possível pagamento no valor de ~R\$ 2m em 3 parcelas, distribuídas da seguinte forma: ~R\$ 1m em abr/25, ~R\$ 0,7m em ago/25 e ~R\$ 0,4m em mar/26. Em caso de inadimplemento, o acordo prevê a execução dos imóveis hipotecados com opção de compra por terceiro.

Caso Mascarello (Caso K):

- Aquisição de crédito de *trading* agrícola contra produtores rurais com Valor de Face de ~R\$ 8m, com garantia em hipotecas preferenciais sobre imóveis rurais, avaliados em ~R\$ 45m. O crédito foi adquirido por ~R\$ 4m (44% do VF e LTV de 8%).
- A gestora tem como estratégia a execução da hipoteca e monetização via leilão judicial, com retorno estimado em IPCA + 42% e 3,7x MOIC no cenário base. O caso está aguardando a homologação do laudo do imóvel e deferimento do leilão, com discussões ainda iniciais para um acordo.

1.3. Cenários Performance Fundo I

Até o momento, os acordos estão adimplentes, mas é cedo para dizer se todos se manterão dessa forma. Assim, realizamos o exercício de atrasar os recebimentos em 6 e 12 meses, mantendo o MOIC esperado, para entender o efeito sobre o retorno do fundo.

1.3.1. Atraso de 6 Meses

Com o atraso de 6 meses no recebimento das parcelas, tanto nos casos já acordados com fluxos programados quanto nas projeções de recebimento dos casos ainda em andamento, a expectativa é de que a performance consolidada do fundo seja de IPCA + 30% e 2x MOIC. Com o atraso apenas nos casos ainda em andamento, a expectativa é de IPCA + 35% e 2x MOIC.

ID	Caso	Operação	MOIC	IPCA +	IPCA + *
A	Leandro Mussi	NPL	1,9x	56%	54%
C	Angelo Munari	NPL	1,8x	30%	35%
D	Mario Nogueira	NPL	1,7x	32%	40%
G	Agroterra	DIP	1,3x	22%	35%
H	Seara	NPL	1,9x	22%	29%
J	Fábio Santos	NPL	1,8x	27%	37%
L	Sinopoli	NPL	2,2x	37%	52%
B	Copagra	NPL	1,6x	22%	22%
E	Centropec	NPL	3,7x	32%	32%
F	Regina Coutinho	NPL	2,9x	25%	25%
I	Costa Sementes	NPL	1,7x	46%	46%
K	Mascarello	NPL	3,8x	36%	36%
Performance Esperada FIDC Fitz Roy I			2,0x	30%	35%

*Atraso no recebimentos apenas dos casos em andamento

1.3.2. Atraso de 12 Meses

Com o atraso de 12 meses no recebimento das parcelas, a expectativa é de que a performance consolidada do fundo seja de IPCA + 25% e 2x MOIC. Com o atraso apenas nos casos ainda em andamento, a expectativa é de IPCA + 32% e 2x MOIC.

ID	Caso	Operação	MOIC	IPCA +	IPCA + *
A	Leandro Mussi	NPL	1,9x	56%	54%
C	Angelo Munari	NPL	1,8x	26%	35%
D	Mario Nogueira	NPL	1,7x	26%	40%
G	Agroterra	DIP	1,3x	15%	35%
H	Seara	NPL	1,9x	18%	29%
J	Fábio Santos	NPL	1,8x	21%	37%
L	Sinopoli	NPL	2,2x	29%	52%
B	Copagra	NPL	1,6x	17%	17%
E	Centropec	NPL	3,7x	28%	28%
F	Regina Coutinho	NPL	2,9x	22%	22%
I	Costa Sementes	NPL	1,7x	30%	30%
K	Mascarello	NPL	3,8x	30%	30%
Performance Esperada FIDC Fitz Roy I			2,0x	25%	33%

*Atraso no recebimentos apenas dos casos em andamento

2. Fundo II

A Laplace busca levantar R\$ 300m para seu novo veículo, dos quais 5% de GP commitment. A priori, o veículo terá duração de 6 anos, prorrogáveis por mais um, com o período de investimento concentrado nos 3 primeiros anos. O novo

fundo terá um cheque médio de R\$ 5-30m, teto ligeiramente superior ao do primeiro, de R\$ 20m, mas ainda dentro do tamanho de cheque considerado atrativo na nossa visão, dado o menor nível de competição.

Quanto à tese de investimento, de acordo com a gestora, o aumento no número de RJs no país gerou um crescimento da oportunidade de DIPs. Atualmente, dos R\$ 130m no pipeline, R\$ 60m correspondem a DIPs. No entanto, como o *turnover* dessa classe é maior do que o dos NPLs, a Laplace considera que uma boa proxy para o fundo seria uma divisão de 60/40 em NPLs e DIPs. Ainda assim, a gestora reforçou que não possui uma meta pré-estabelecida e que pretende tomar as decisões de investimento com base na qualidade de cada ativo, desde que a TIR projetada seja superior a IPCA + 25% no cenário base.

De forma bastante simplista, a principal diferença entre o investimento em DIP e NPL é que o primeiro acrescenta uma pequena camada de complexidade ao processo de investimento, que é se assegurar de que o crédito terá tratamento preferencial aos demais, que depende da homologação do DIP pelo juízo da RJ. Após esse procedimento, o restante da análise é bastante similar ao de NPL.

2.1. Estrutura e Retorno Esperado Fundo II

Com base nos resultados observados no primeiro fundo, consideramos um retorno bruto de 2x MOIC e um *holding period* de 2 anos para modelar diferentes cenários para o Fundo II.

2.1.1. Cenário Sem Reciclagem

Apenas 1 ciclo de investimento, sem reciclagem.

Cenários	TIR	MOIC	TIR Líquida	MOIC Líquido	HP (Anos)	Ano do último recebimento
Sem Reciclagem	41%	2,0x	37%	1,8x	2	6

2.1.2. Cenário Com Reciclagem e Mesmo HP

Consideramos o mesmo ritmo de desembolso do Fundo I (chamada de 5, 21, 57 e 7% do capital subscrito do 1º ao 4º ano, perfazendo 91% do total). Assumindo que a gestora conseguirá reciclar o capital desinvestido até o 4º, 5º e 6º ano à mesma taxa de retorno e HP, estimamos os seguintes retornos:

Com Reciclagem	TIR	MOIC	TIR Líquida	MOIC Líquido	HP (Anos)	Ano do último recebimento
Até Ano 4	41%	2,6x	37%	2,4x	2,7	7
Até Ano 5	41%	3,9x	37%	3,4x	3,9	8
Até Ano 6	41%	4,0x	37%	3,5x	4,0	9

2.1.3. Cenário com Reciclagem e Atraso na Saída

Neste cenário, consideramos a mesma modelagem do item anterior, mas que as saídas do ciclo de reinvestimento atrasam em 1 ano, mantendo o mesmo MOIC.

Com Reciclagem, atraso saída, mantendo MOIC	TIR	MOIC	TIR Líquida	MOIC Líquido	HP (Anos)	Ano do último recebimento
Até Ano 4	36%	2,6x	32%	2,4x	3,1	7
Até Ano 5	32%	3,9x	29%	3,4x	4,8	8
Até Ano 6	32%	4,0x	29%	3,5x	5,0	9

3. Mudanças na Equipe

Abaixo detalhamos as movimentações na equipe:

Saída de Guilherme Justi e Marina Arantes:

- **Guilherme Justi:** apesar de não ter ocorrido por conflitos internos com a equipe, abre uma lacuna relevante na estrutura do time, considerando seu papel de liderança e sua atuação hands-on na execução dos casos do primeiro fundo. Tivemos algumas conversas com ele para entender melhor os motivos de sua decisão. Nessas trocas, Justi mencionou fatores pessoais, como o nascimento de sua filha e o desconforto com a rotina de

cobrança de devedores, incluindo ameaças recebidas em algumas tentativas de acordo. No entanto, ficou claro para nós que o principal motivador de sua saída foi a limitação da receita gerada pelo núcleo de gestão de fundos da Laplace, o que, segundo ele, demandaria mais tempo do que o inicialmente esperado para alcançar uma remuneração compatível com a que recebia como sócio da boutique, especialmente diante da dificuldade de escalar o produto.

- **Marina Arantes:** a Marina está de saída temporária para cursar um MBA. Embora seja uma integrante mais júnior da equipe e sua substituição seja, em tese, mais simples do que a de Justi, entendemos que ela demonstrava um engajamento relevante em todas as etapas do processo de análise e tomada de decisão de investimento. Por esse motivo, vale acompanhamos de perto se a lacuna deixada por sua ausência será efetivamente preenchida.

Entrada de Novo Integrantes

- **Paulo Capato, CFA:** duplo graduado em Engenharia Química pela POLI e em Engenharia de Processos pela ENSGTI, na França. Anteriormente, trabalhou por 3 anos na mesa de crédito do Credit Suisse, com passagens mais breves pela Red Ventures e pela Sanofi. Vem para suprir a lacuna de modelagem. Parece bastante inteligente, motivado, solícito e por dentro de todos os casos.
- **Stephan Mancini, CFA:** graduado em Administração pela HEC Paris, Stephan atuou como *Vice President* no Crédit Agricole e como *Director* na área de Corporate Advisory do UBS. Mancini está na gestora há mais de oito anos e, atualmente, ocupa o cargo de sócio.
- **Giuliano Giusti:** graduado em Administração pela FAAP, com MBA em Finanças pelo IBMEC e mestrado em Estratégia e Finanças pela London Business School, Giusti liderou a área de tesouraria corporativa no Goldman Sachs e no Merrill Lynch no Brasil entre 2005 e 2017. Além disso, atuou como *Managing Director* na Ladino Capital, atuando como *advisory* para *single family offices*, e foi responsável por iniciar a distribuição dos fundos da Cypar Investimentos. Atualmente, Giusti é o responsável pela área de *Investor Relations* da gestora.

3.1. Participação do Renato no Fundo I

Um ponto de atenção que tínhamos após a primeira diligência era o nível de envolvimento do Renato. Inicialmente, a percepção era de que ele ficaria mais afastado do dia a dia do fundo, atuando apenas no Conselho de Investimento e sendo responsável pelas conexões com os donos de terra. No entanto, Renato tem se mostrado bastante engajado não apenas na originação dos casos, mas também na análise e no monitoramento do fundo, o que na nossa visão vem sendo bastante positivo.

4. Conclusão

- A ideia inicial de que a gestora está em um nicho de baixa competição, dado o tamanho dos cheques que busca, tem se comprovado e se mostrado bastante promissora. Além disso, tem demonstrado um processo de *underwriting* conservador e profundo dos ativos investidos, apresentando retornos bastante atrativos mesmo sem o uso de alavancagem.

5. Pontos a Aprofundar

- Descasamento de Timing de Alocação: a Laplace pretende ter o *first closing* do Fundo II em jun/25 em R\$ 100m. Como estávamos considerando fazer esse investimento por meio do Spectra VII, precisamos avaliar as possíveis abordagens para viabilizar a alocação.
- Termos de Ancoragem: não temos nenhum acordo de ancoragem com o gestor, uma vez que, na época do investimento no primeiro fundo, não acreditávamos que a tese teria potencial de escala. Dado o cenário atual, acreditamos que eventualmente faça sentido retomar essa conversa, considerando que a tese tem se mostrado escalável, pela relação próxima que mantemos com a gestora e valor que enxergam na Spectra.

- Dinâmica da Nova Equipe: apesar da dinâmica da gestora com a nova equipe aparentar estar fluindo bem, vale aprofundarmos a análise sobre como a posição de liderança anteriormente ocupada pelo Justi está sendo preenchida, mas principalmente como roda a operação após a saída efetiva da Marina. Caso necessário, podemos eventualmente testar essa percepção com a Ana Petry.
- Capacidade de Execução em DIPs: como a gestora realizou apenas dois investimentos nessa estratégia no Fundo I (sendo um ainda em processo de investimento), e considerando que essa tese pode ganhar relevância no Fundo II, acreditamos que vale aprofundar a análise sobre a capacidade de execução da equipe nesse tipo de ativo.