

# Lexis Capital

Precatórios e Créditos Judiciais Lexis I FIDC NP (Adm. Vórtx DTVM)  
www.lexis.capital

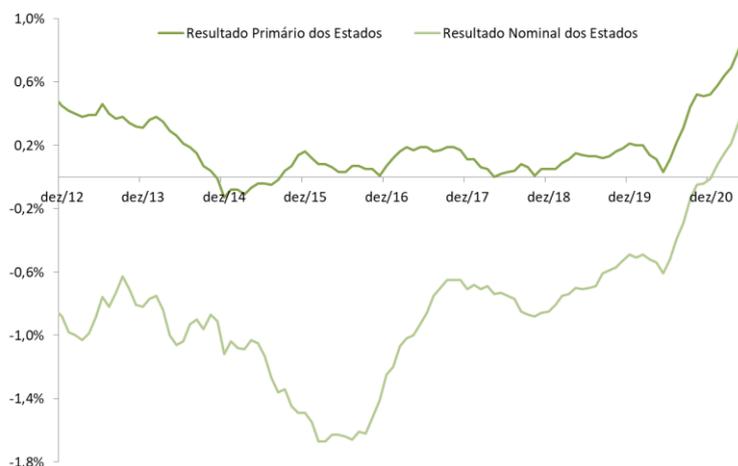
Carta Nº 3 - São Paulo, 25 de janeiro de 2022

Caros Cotistas,

Continuamos a Carta nº3, Parte II, com uma análise das finanças públicas estaduais, sua evolução, oportunidades e desafios.

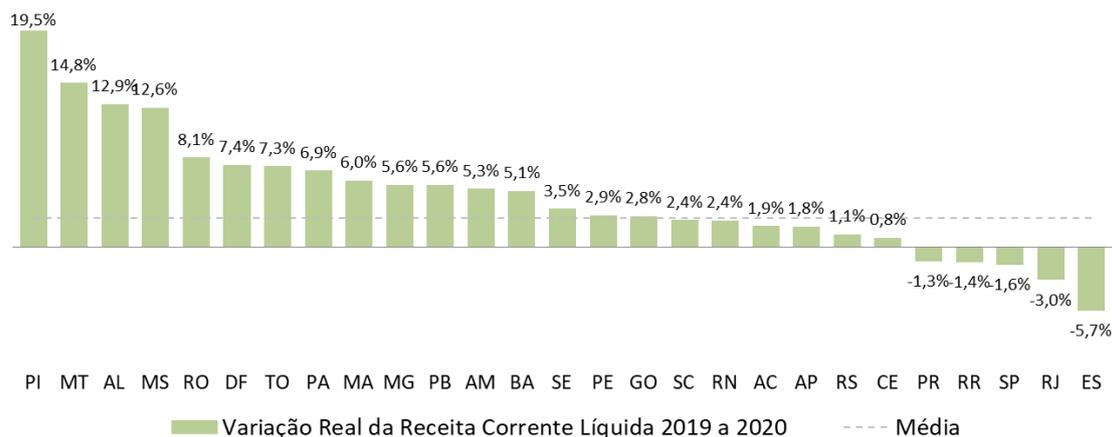
## Finanças Públicas Estaduais

As finanças públicas estaduais são ruins, mas apresentam uma tendência lenta de melhora. Dividimos nossa análise em dois ângulos. Vamos primeiro olhar os dados estaduais sob a ótica do "lucro líquido", equivalente ao resultado nominal das contas públicas, e como evoluíram ao longo dos últimos nove anos. O resultado nominal é tudo que sobra depois de pagas as despesas, incluindo juros. O resultado primário tem o mesmo conceito, mas exclui os juros. Em seguida vamos analisar o tamanho e as origens do endividamento.



**Gráfico 1: Resultado primário e nominal dos estados. Resultado dos estados se deteriorou até 2015, seguido por recuperação e estabilidade até 2019. Em 2020 os resultados foram impulsionados pelas medidas de combate à pandemia. Fonte: Carta de Conjuntura-IPEA.**

Diferente do governo federal, as contas públicas estaduais tiveram superávit primário na última década, exceto em 2015, conforme o Gráfico 1. O resultado primário teve queda acentuada de 2012 a 2014. De 2015 a 2019, os estados tiveram um período de estabilidade apoiado por diversos programas federais. Por fim, em 2020, os estados tiveram seu melhor ano (Gráfico 2). Mas o resultado recente requer cautela. A causa da melhora dos indicadores foram as transferências de recursos do governo federal promovidas no combate à pandemia. O aumento de arrecadação de tributos estaduais veio pela elevação da inflação, e não pelo aumento do volume de transações. Ou seja, não houve crescimento econômico real. Além disso, também devido à pandemia, algumas despesas com pessoal, como aumentos e promoções automáticas, foram congeladas até 2022.



**Gráfico 2: Variação da Receita Corrente Líquida de 2019 a 2020. A RCL dos estados foi impulsionada pelas medidas de combate à pandemia apesar da queda na arrecadação federal. Fonte: SICONFI, STN.**

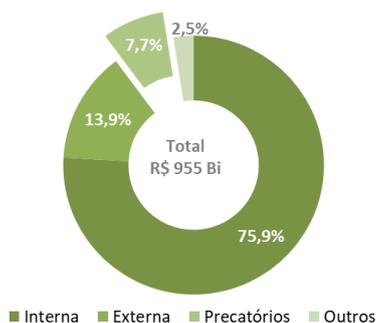
O superávit primário no gráfico indica que os governos estaduais arrecadaram mais do que gastaram, mas não o suficiente para honrar os juros de suas dívidas. A diferença entre o resultado primário e o nominal varia de acordo com o montante de dívida em cada período e a taxa de juros incidente sobre ele.

A reversão do déficit a partir de 2014 foi impulsionada por uma gama de medidas extraordinárias do governo federal. Em 2014, a Lei Complementar 148/14 concedeu descontos sobre o saldo devedor da dívida estadual com a União no âmbito do Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal (PAF) e reduziu os juros das dívidas para 4% ao ano ou SELIC (destes, o menor). No ano seguinte, em 2015, a Lei Complementar 151/15 introduziu a possibilidade dos estados sacarem 70% dos depósitos judiciais e administrativos nos quais sejam parte. O governo federal adota a mesma prática sobre seus depósitos judiciais e projeta uma contribuição para a receita de R\$ 10 bilhões em 2022 (R\$ 21 bilhões em novos depósitos menos R\$ 11 bilhões em saques).

O envolvimento do Judiciário também foi notável. Os estados frequentemente recorrem ao STF para defender a aplicação de juros simples versus juros compostos nos encargos da dívida, ou para vedar a execução de garantias em razão de não pagamento. Em 2016, um novo conjunto de leis permitiu a renegociação das dívidas com o governo federal, bem como de 88 contratos de dívida com o Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES) através da Lei Complementar 156/16. Ainda em 2016, os estados e municípios foram beneficiados no âmbito do Regime Especial de Regularização Cambial e Tributária (RERCT, mais conhecido como Lei da Repatriação). A repatriação gerou R\$ 46,8 bilhões de receita extraordinária, sendo que 22,5% foram distribuídos para os estados e 22,5% para os municípios.

Um cálculo aproximado feito pela Instituição Fiscal Independente (IFI), órgão do Senado Federal, estimou em R\$ 94,6 bilhões o impacto total das medidas adotadas até 2016. Uma redução do valor presente do débito com o governo federal em montante estimado em 2,4% do PIB. Apesar destas medidas, elas ainda se mostraram insuficientes para sanear todos os estados.

A dívida dos estados em 2020 foi de R\$ 995 bilhões, 13,4% do PIB nacional, um crescimento de 21% desde 2017. A dívida é composta 75,9% por empréstimos e financiamentos internos com o governo federal e municípios, 13,9% por empréstimos e financiamentos externos, 7,7% de



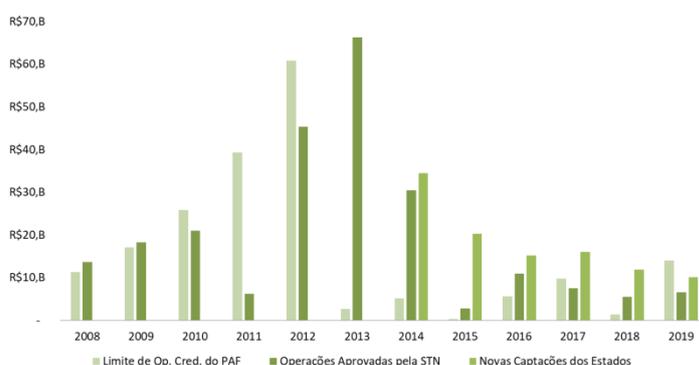
**Gráfico 3: Composição da dívida consolidada líquida dos estados. SICONFI, STN.'**

precatórios vencidos e não pagos, e o restante por outras dívidas, de natureza contratual e parcelamentos. Ver Gráfico 3.

A origem do endividamento dos estados tem causas variadas, como políticas públicas do governo federal, o aumento dos gastos com servidores públicos e má gestão financeira. De 2008 a 2012 houve uma política de incentivo ao endividamento dos estados pelo aumento do volume de operações de crédito aprovadas pelo Tesouro Nacional, Gráfico 4. Essa política permitiu que diversos entes subnacionais aumentassem seu nível de endividamento ainda que não apresentassem

solidez fiscal. Algumas operações foram autorizadas em caráter de excepcionalidade com destaque para o Rio de Janeiro (R\$ 17,6 bilhões), São Paulo (R\$ 17,3 bilhões), Minas Gerais (R\$ 6,2 bilhões), e ainda Pernambuco, Bahia, Santa Catarina, Goiás, Maranhão e Rio Grande do Sul. Vários destes hoje figuram no topo do ranking de endividamento.

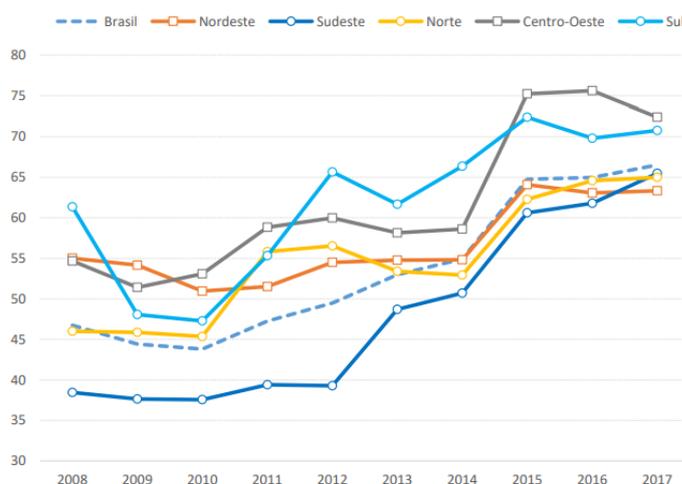
O objetivo destas operações de crédito era aumentar os investimentos públicos estaduais, mas o resultado foi que muitos acabaram usando os recursos para ampliar despesas obrigatórias, especialmente com pessoal ativo e inativo. Os estados também substituíram o uso de capital próprio nos investimentos pelos recursos captados via dívida. Conforme os períodos de carência dessas operações venciam, vários estados começaram a ter problemas para equilibrar o maior volume de despesas correntes obrigatórias com pessoal, pensões e aposentadorias, face aos juros crescentes. Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e Minas Gerais decretaram calamidade pública ou financeira, em junho, novembro e dezembro de 2016, respectivamente.



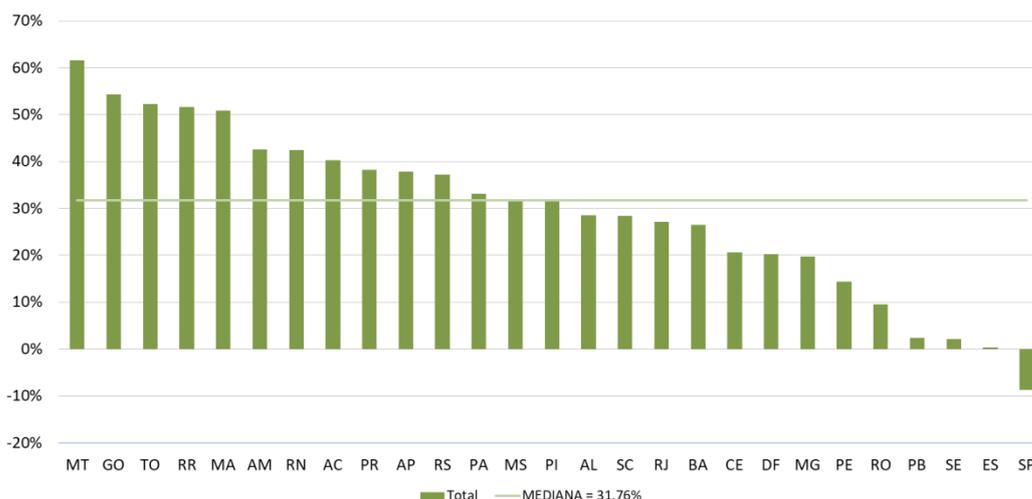
**Gráfico 4: Histórico de operações de crédito dos estados. Limite do Programa de Ajuste Fiscal (PAF), operações aprovadas pelo Tesouro Nacional e receita dos estados com captações de crédito. Fonte: SADIPEM, Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal, STN.**

Os efeitos do descontrole fiscal foram percebidos pelo atraso no pagamento de servidores públicos, déficits nos regimes de aposentadoria, redução dos investimentos, e impactos na política educacional e de segurança pública. Durante a calamidade pública, que precisa ser aprovada na assembleia legislativa, os estados ficam isentos de cumprir as determinações da Lei de Responsabilidade Fiscal e dispensados de fazer as correções abruptas que seriam exigidas pela lei.

A inadimplência dos estados tem dois fatores bem compreendidos: o envelhecimento populacional e o aumento dos gastos com pessoal ativo e inativo. O envelhecimento populacional faz com que a razão de dependência entre servidores ativos e inativos caia a cada ano. A porcentagem da população de 15 a 64 anos é 7,1 vezes o tamanho da população acima de 65 anos. Essa razão vai cair para cerca da metade nos próximos 20 anos, colocando ainda mais pressão nos regimes de aposentadoria cujo déficit compõe a despesa primária dos estados. A reforma da previdência ajudou, mas ainda não foi suficiente para sanar problemas estruturais dos sistemas estaduais de previdência complementar. Já o aumento dos gastos com pessoal pode ser visualizado no gráfico abaixo. A participação do gasto com pessoal nas despesas totais aumentou em todas as regiões do país, saltando de 46% para 66% do total, **Gráfico 5**. No período de 2011 a 2019, as despesas com pessoal aumentaram acima da inflação em todos os estados, exceto São Paulo, **Gráfico 6**.



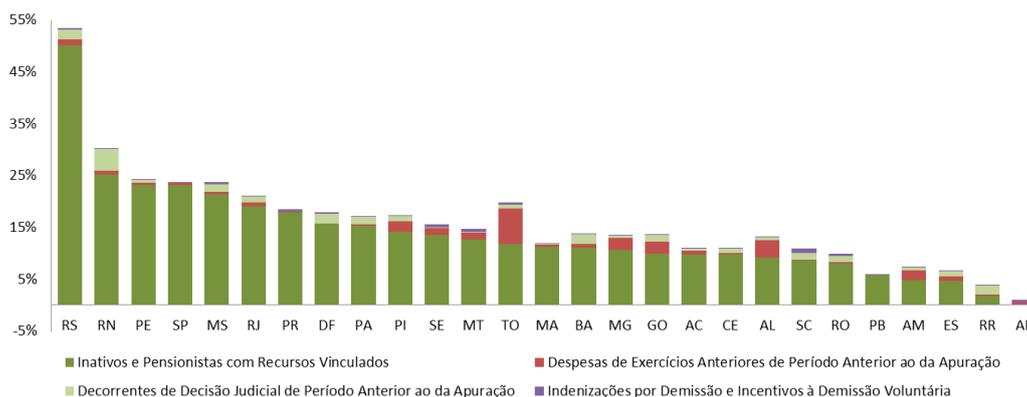
**Gráfico 5: Participação do gasto com pessoal nas despesas totais, excetuadas as transferências constitucionais e legais para municípios. Fonte: STN. Elaboração: Instituição Fiscal Independente.**



**Gráfico 6: Crescimento real da despesa bruta com pessoal entre 2011 e 2019. Fonte: Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal, STN.**

O aumento das despesas de pessoal poderia ter sido freado pelos limites legais da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Por uma omissão, a lei permite que parte dos gastos seja excluído do cálculo. Por exemplo, gastos com demissão de servidores, decisões judiciais,

despesas de competência do período anterior ao de apuração, e gastos com aposentados e pensionistas vinculados a um programa de previdência complementar estadual, podem ser legalmente excluídos da conta. Segundo apuração do Tesouro Nacional, **Gráfico 7**, o Rio Grande do Sul deixa de informar em sua despesa com pessoal mais de 50% da receita corrente líquida. A maior parte desse valor se refere a déficits do sistema previdenciário do estado que precisa ser complementado por aportes do Tesouro Estadual. A lei também indica que a apuração seja feita pelos tribunais de contas estaduais, cuja liderança é escolhida por indicação do próprio governo estadual. Temos hoje a situação de estados que estão pagando suas contas em atraso e com falta de recursos, sem que os gatilhos da LRF sejam acionados. Pior, puderam conceder novos aumentos ao funcionalismo público, que tem um lobby forte.



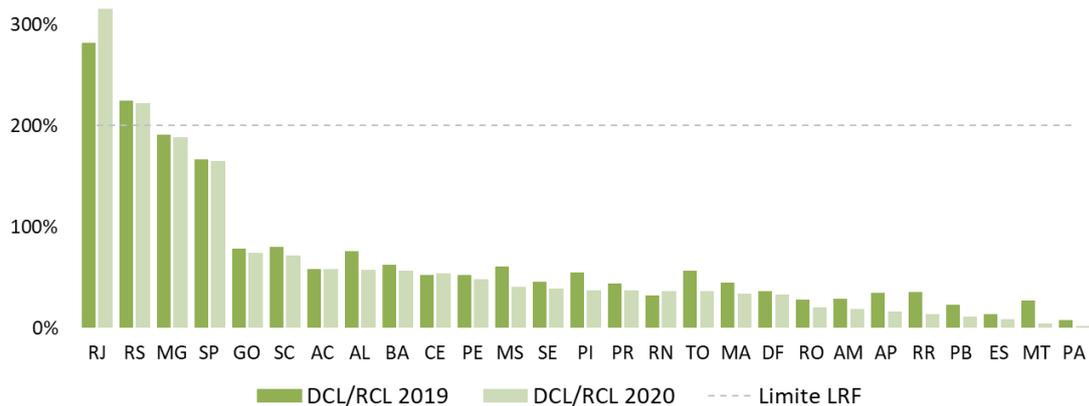
**Gráfico 7: Despesas com pessoal não computadas em relação à receita corrente líquida do estado.**  
Fonte: STN.

O **Gráfico 8** mostra o indicador de despesa com pessoal se aplicado o manual publicado pelo Tesouro Nacional. Observamos que nove estados estão acima do limite da LRF. Novamente, merece destaque o Rio Grande do Sul, onde quase 50% dos servidores são inativos. Isso ilustra o desafio dos gestores públicos. Não é possível demitir servidores que já se aposentaram para reduzir a despesa.



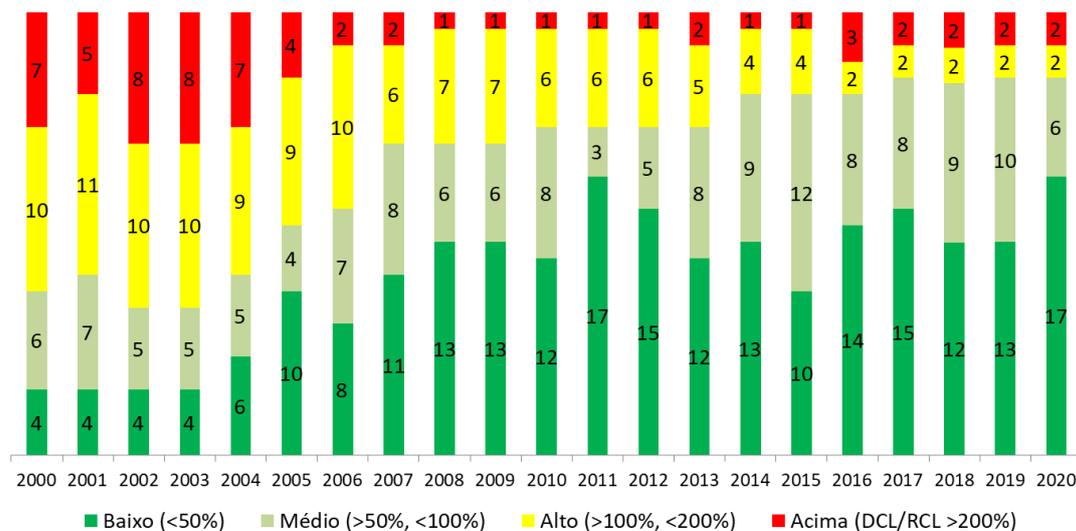
**Gráfico 8: Relação entre a despesa com pessoal e a receita corrente líquida do exercício de 2019.**  
Fonte: Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal, STN.

O indicador da dívida consolidada líquida sobre a receita corrente indica que apenas o Rio de Janeiro e o Rio Grande do Sul estouram o limite da LRF. Além destes, outros dois estados, Minas Gerais e São Paulo, apresentam níveis acima do restante do país.



**Gráfico 9: Dívida consolidada líquida sobre a receita corrente líquida. Limite da Lei de Responsabilidade Fiscal. Fonte: STN.**

Do cenário fiscal desafiador que analisamos até agora, surge uma boa notícia: o número de estados com endividamento elevado se reduziu nos últimos vinte anos. Em 2000, havia dezessete estados com nível de endividamento alto, acima de 100% da receita corrente líquida, contra quatro em 2020. O Gráfico 10 apresenta essa evolução positiva da redução do endividamento.



**Gráfico 10: Evolução da quantidade de estados por perfil de endividamento. Em 2000, 17 estados tinham endividamento alto ou pior. Em 2020, 23 estados têm endividamento baixo ou médio. Fonte: STN. Elaboração: IFI.**

Os parapeitos criados pela legislação foram se aprimorando ao longo do tempo, sendo a reforma da previdência e a PEC Emergencial as tábuas mais recentes. A reforma da previdência obrigou os estados a revisarem seus regimes próprios de aposentadoria. A reforma colocou prazos e incentivos para o aumento das alíquotas mínimas, elevação da idade mínima de aposentadoria e, com isso, reduziu o crescimento do déficit previdenciário estadual. A PEC Emergencial criou ferramentas adicionais para os governadores não cederem à pressão do funcionalismo por aumentos de salários e fechou algumas das brechas deixadas pela Lei de Responsabilidade Fiscal. Os efeitos das mudanças na LRF serão percebidos ao longo dos próximos anos.

A Lei de Acesso à Informação, de 2011, tem ajudado a dar visibilidade através dos portais da transparência com uma granularidade antes não disponível, cujos dados foram essenciais para possibilitar essa análise. Mas, novamente, as boas notícias merecem cautela. A implementação das reformas, bem como o controle das despesas depende da liderança do poder executivo e legislativo estadual, o que nem sempre observamos no curto prazo.

Em julho de 2021, tramita no Senado e na Câmara dos Deputados o Projeto de Lei 6726/16, o projeto de combate aos supersalários, que visa limitar os pagamentos cumulativos a servidores públicos, magistrados e cargos eletivos. Excessos revelados pela lei de transparência expuseram servidores com remunerações mais de duas vezes superiores ao teto constitucional. Evidências empíricas demonstram o quanto a jornada de estabilização será longa. O projeto de lei, ainda em discussão, já inclui trinta e duas exceções. Outro exemplo, no dia 14 de julho de 2021, a assembleia legislativa de Minas Gerais, um dos estados em situação fiscal mais difícil, onde há cinco anos os servidores recebem os vencimentos com atraso, votou e aprovou o Projeto de Lei Complementar 58/21. O projeto continha boas propostas, mas enterrado no texto, estava a criação de um plano de saúde para herdeiros de membros do Ministério Público de R\$ 2.000 por mês, além da pensão por morte que já recebem. Por fim, mais recente e gritante, o conselheiro Robson Marinho do Tribunal de Contas do Estado, foi afastado do cargo em 2014 por denúncia de corrupção e lavagem de dinheiro. Ele ficou afastado durante sete anos e quatro meses, recebendo seus vencimentos integralmente, incluindo férias, até que a ação original prescreveu e ele pôde reassumir o cargo de conselheiro em janeiro deste ano.

Nossa previsão é que as finanças estaduais manterão um tênue processo de equilíbrio. A margem de manobra para ingerências e manipulações dos indicadores pelos tribunais de contas ficarão mais estreitas. Os estados que atingiram um nível de sanidade financeira tiveram uma liderança que conseguiu implementar as mudanças durante ciclos econômicos favoráveis. Os piores estados ficarão cada vez mais destoantes e será necessário desenhar soluções personalizadas, com envolvimento do governo federal e negociações políticas. Mas não terão o respaldo dos demais, que já fizeram os ajustes necessários.

É interessante observar que nunca houve a recuperação judicial ou falência de um estado sob o ponto de vista de um credor financeiro privado. Até hoje, todos os eventos de redução de juros ou perdão de principal foram suportados direta ou indiretamente pelo governo federal. Acreditamos que os próximos anos serão propícios para investimentos em ativos judiciais estaduais, com uma margem de segurança adequada.

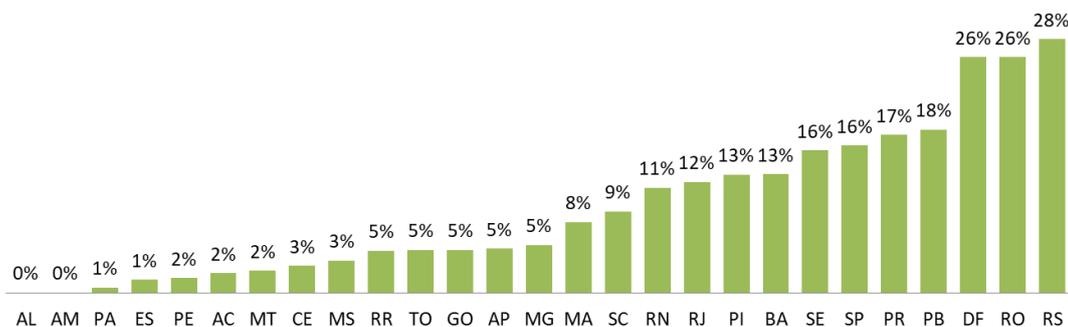
### **Despesas Judiciais dos Governos Estaduais**

A análise das contas públicas estaduais é importante no longo prazo porque a falta de caixa pode impedir o pagamento dos precatórios ou levar o estado a buscar uma decisão judicial que estenda o prazo de pagamento, ainda que em caráter protelatório. No curto prazo, porém, o pagamento dos precatórios é assegurado pelo sequestro de um percentual da receita corrente líquida.

O regime especial, instituído pela Emenda Constitucional 62 em 2009, determinou que os estados em atraso devem alocar mensalmente entre 1,5% e 2,0% de sua receita corrente líquida mensal para a quitação dos precatórios vencidos. Além dessa medida, também foram instituídos a possibilidade de acordos com deságio. Os acordos criam um incentivo para o credor e o estado. Ao credor, é possível furar a fila de pagamentos, antecipando em muitos anos o recebimento do precatório. Já o estado devedor consegue baixar um passivo com deságio que pode chegar a 40%. Normalmente os estados dividem a verba de pagamento de

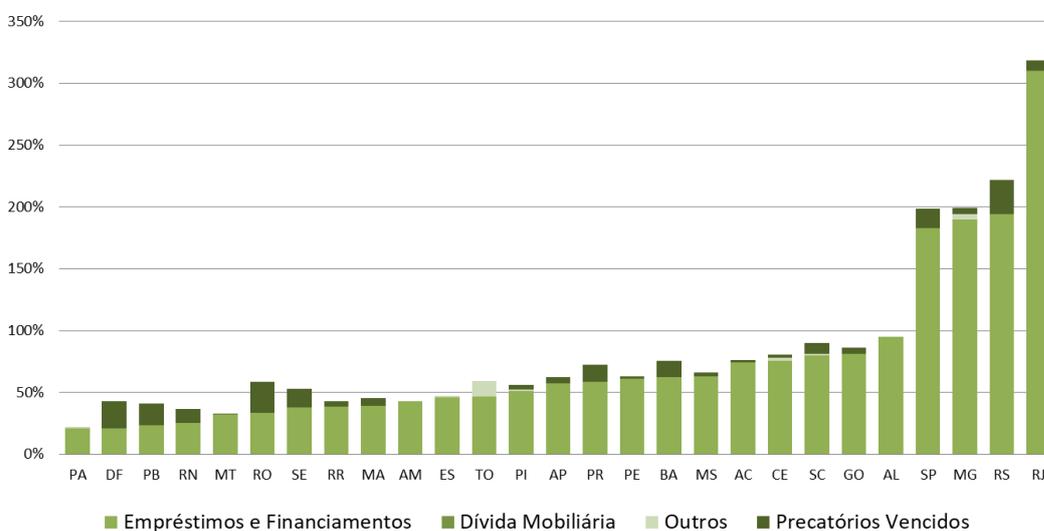
precatórios 50% para o pagamento da fila ordinária e 50% para os acordos, onde podem criar regras próprias.

O saldo de precatórios por estado tem uma dispersão grande e não conseguimos encontrar uma métrica simples para explicar sua distribuição. Temos estados pequenos e relativamente mais pobres, como Alagoas, em dia com o pagamento, assim como estados grandes, como o Rio Grande do Sul com saldo elevado. O Gráfico 11 ranqueia os estados pelo seu saldo de precatórios em aberto como percentual da receita corrente líquida.



**Gráfico 11: Saldo de precatórios sobre a receita corrente líquida. Dados do 3º quadrimestre de 2020. Fonte: SICONFI, STN.**

O nível de endividamento total, sozinho, não é relevante para explicar o saldo de precatórios em atraso. Podemos observar no Gráfico 12 estados com alto endividamento e baixo saldo de precatórios, assim como o oposto, estados com baixo endividamento e saldo elevado.

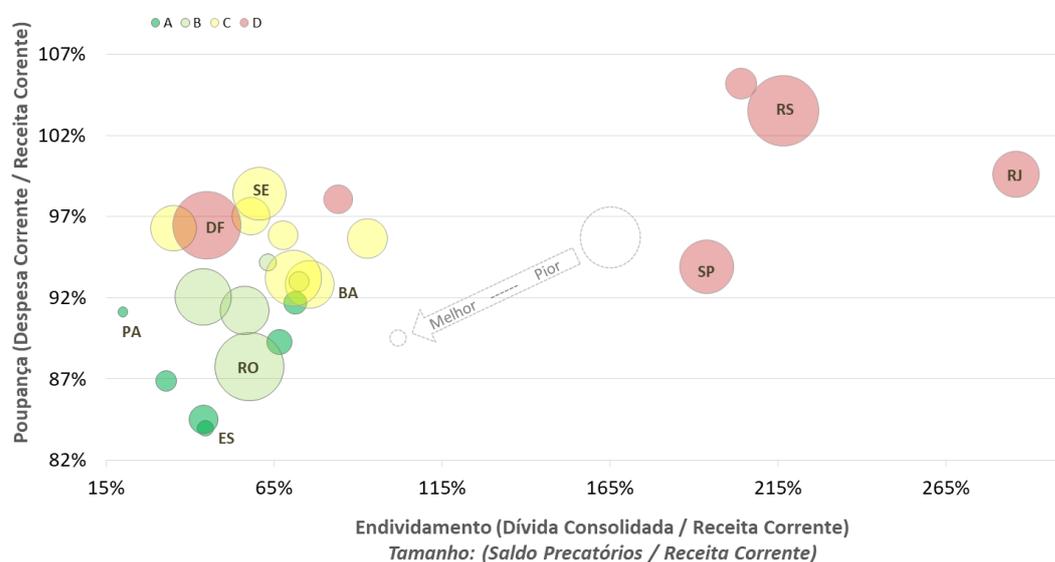


**Gráfico 12: Composição da dívida bruta sobre a receita corrente líquida. A participação de precatórios vencidos é pequena sobre o total do endividamento e não há relação direta entre o endividamento e o saldo de precatórios. Fonte: STN.**

O saldo de precatórios tem origem em licitações de obra mal feitas, desapropriações urbanas subavaliadas, contratos com o setor privado mal geridos, tributos estaduais cobrados de forma agressiva, e políticas de remuneração de servidores públicos mal redigidas que levaram à judicialização.

Fizemos um levantamento de como o saldo de precatórios evoluiu ao longo dos últimos quatro anos por estado e em agregado. O valor inclui tanto os precatórios vencidos e não pagos, quanto os precatórios expedidos recentemente, ainda não vencidos. Observamos que o saldo dos precatórios estaduais cresceu de R\$ 64,5 bilhões em dezembro de 2017 para R\$ 84,0 bilhões em dezembro de 2020, o que representa um crescimento real de 4,8% ao ano. O aumento do saldo de precatório poderia confirmar o insucesso das medidas de apoio financeiro. Porém, apenas sete estados, liderados pelo Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e São Paulo, representaram 81% dessa piora. No lado positivo, temos onze estados que mantiveram o saldo controlado, sendo que oito reduziram ou zeraram o débito de precatórios vencidos. Cabe destacar que mesmo os piores estados fizeram pagamentos regularmente todos os anos.

O desafio de reduzir o saldo de precatórios é interessante porque não se trata de um objetivo estático. O valor do débito é corrigido pelos índices do judiciário (anteriormente o IPCA-E e, após a PEC dos Precatórios, a SELIC) e pela condenação do estado em novas ações. O Rio Grande do Norte ilustra essa situação. O estado tem 1,5% de sua receita corrente líquida alocada anualmente para o pagamento de precatórios. O estado começou o ano de 2020 com um saldo de precatórios atrasados de R\$ 825 milhões e pagou R\$ 94 milhões. Seu saldo foi reduzido em R\$ 225 milhões. Essa diferença entre o valor pago e o valor reduzido se dá por alguns motivos como os deságios nos acordos de leilão reverso, precatórios depositados há mais de três anos e não levantados ou precatórios cancelados pela detecção de vícios processuais. Entretanto, o estado terminou o ano com um saldo maior porque foram expedidos R\$ 334 milhões em novos precatórios, segundo dados do Tribunal de Justiça do estado. Essa dinâmica se repete em outras localidades, sendo que aqueles que conseguiram zerar o saldo simplesmente fizeram pagamentos em montante maior do que o novo volume expedido.



**Gráfico 13: Índice proprietário de saúde financeira e saldo de precatórios. Área da bolha indica o saldo de precatórios vencidos. Fonte: SICONFI, STN. Elaboração: Lexis Capital.**

Criamos um gráfico proprietário para comparar o saldo de precatórios vencidos e a nota de Capacidade de Pagamento dos estados (CAPAG) calculada pelo Tesouro Nacional. A CAPAG foi criada em 2017 para apresentar de forma transparente a situação fiscal de entes que querem contrair novos empréstimos com garantia do governo federal. A medida é composta por três indicadores: endividamento, poupança corrente e índice de liquidez. Os indicadores medem o grau de solvência, a relação entre receitas e despesa correntes e a situação de caixa do estado.

Cruzamos estes indicadores com o saldo de precatórios vencidos sobre a receita corrente líquida. Na Tabela 1, apresentamos as médias dos indicadores de cada grupo:

Indicador I: Endividamento = Dívida Consolidada / Receita Corrente Líquida

Indicador II: Poupança Corrente = Despesa Corrente / Receita Corrente

Indicador III: Liquidez = Obrigações Financeiras / Disponibilidade de Caixa

Indicador IV: Precatórios = Precatórios Vencidos / Receita Corrente Líquida

Grupo	Exemplos	Indic. I	Indic. II	Indic. III	Indic. IV
A	ES, MT	46,8%	88,5%	43,7%	2,2%
B	AC, PE	68,3%	89,7%	53,1%	9,3%
C	BA, PR	65,8%	95,6%	195,3%	11,2%
D	MG, RJ	171,5%	99,5%	>500%	15,3%

Tabela 1: Segmentação dos estados por indicadores financeiros. Fonte: STN. Elaboração: Lexis Capital.

Observamos que o Espírito Santo se destaca no grupo dos estados com melhor capacidade de pagamento e menor saldo de precatórios vencidos. Por outro lado, no extremo oposto temos o Rio Grande do Sul.

Apesar de apresentarem situações díspares de risco, ambos os estados oferecem oportunidades de investimento, sendo importante considerar a combinação risco x retorno. Riscos maiores comandam deságios mais elevados e maior margem de segurança. A decisão e precificação dos investimentos considera ainda outros fatores que não foram objeto deste estudo, como a existência, frequência e facilidade dos acordos, o histórico de pagamentos do estado e a agilidade no levantamento dos depósitos judiciais. Não será surpresa observar uma queda no nível de deságio dos estados que forem capazes de manter bons indicadores fiscais junto com a regularidade do pagamento dos precatórios nos próximos anos. Estes mesmos estados são menos propensos a pressionarem o Congresso para aprovar novas extensões do prazo de pagamento, hoje fixado em dezembro de 2029 pela PEC Emergencial, ou alterações das regras de quitação do saldo vencido. Com isso, colocam mais pressão nos estados remanescentes.

Vemos a oportunidade de construir uma carteira interessante com exposição a ativos estaduais e municipais para capturar os níveis de deságio mais elevados que estes ativos oferecem e que, em nossa opinião, não refletem o risco de perda de principal que está precificado.

O desempenho do fundo será abordado na comunicação "Nosso Desempenho".

Agradecemos os leitores que nos acompanharam até aqui. Nossa estratégia como gestores é ter um grupo reduzido e qualificado de investidores com os quais possamos dedicar tempo para compartilhar nossa forma de análise do mercado de ativos judiciais, suas oportunidades e complexidades.

Estamos à disposição para continuar este diálogo pessoalmente e responder qualquer dúvida.

Obrigado,

Lexis Capital

## **Informações Legais e Isenção de Responsabilidade**

Esta carta e as informações aqui contidas são confidenciais, não públicas e de natureza proprietária e são-lhe fornecidas apenas na sua qualidade de cotista do Precatórios e Créditos Judiciais Lexis I FIDC NP. Esta carta e as informações aqui contidas não são para divulgação posterior. A redistribuição ou publicação de qualquer informação contida nesta carta, seja em formato eletrônico ou em papel, é estritamente proibida.

Esta carta não constitui e não deve ser interpretada como uma oferta de serviços de consultoria, títulos ou outros instrumentos financeiros, uma solicitação de oferta para comprar qualquer título ou outro instrumento financeiro, ou uma recomendação para comprar, deter ou vender um título ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. O fornecimento de informações na presente carta não constitui a prestação de serviços de investimento, consultoria, assessoria jurídica, contabilística, fiscal ou outra.

A informação apresentada nesta carta reflete as opiniões do autor a partir da data desta carta. À medida que os fatos e as circunstâncias mudam, a opinião do autor também pode mudar.

Esta carta pode incluir declarações prospectivas. Estas declarações prospectivas envolvem riscos conhecidos e desconhecidos, incertezas, pressupostos e outros fatores que podem causar resultados reais, desempenho ou realizações materialmente diferentes de quaisquer resultados futuros, desempenho ou realizações expressos ou implícitos por tais declarações prospectivas. Além disso, de tempos a tempos podem surgir novos riscos e incertezas. Consequentemente, todas as declarações prospectivas devem ser avaliadas com uma compreensão da sua incerteza inerente. A Lexis não assume qualquer obrigação de atualizar esta carta.

Os dados contidos na carta podem não ter sido auditados.

RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA.

A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS.

OS INVESTIDORES EM FUNDOS NÃO SÃO GARANTIDOS PELO ADMINISTRADOR OU POR QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU AINDA, PELO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO.

Certas informações contidas nesta carta, tais como informações econômicas e de mercado, são obtidas de fontes terceiras e podem não ser atualizadas até à data da carta. Enquanto se acredita que tais fontes são fiáveis, Lexis não assume qualquer responsabilidade pela exatidão ou completude de tais informações.