

Lexis Capital

www.lexis.capital

Carta Nº 5 - São Paulo, 28 de fevereiro de 2024

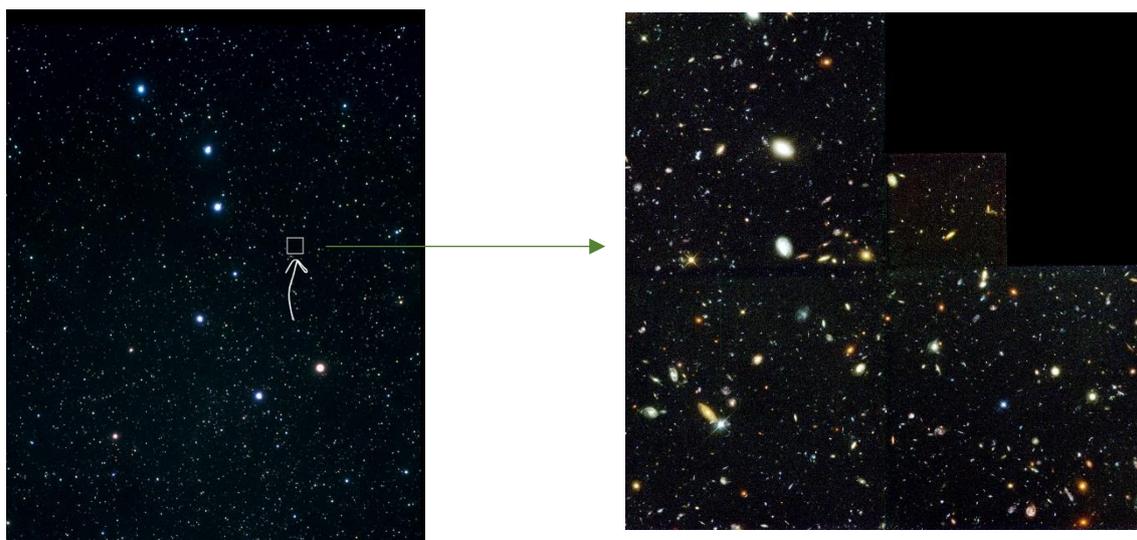
Caros Cotistas,

Nesta carta compartilhamos um estudo de caso do investimento que fizemos em um precatório municipal do interior do Paraná. Comentaremos também acerca das alterações tributárias sobre fundos exclusivos. Além disso, em anexos separados, forneceremos informações detalhadas sobre a performance e aspectos específicos dos fundos Lexis I e Lexis II.

Estudo de Caso - Guarapuava

Em 1995, o astrônomo Bob Williams desafiou o status quo ao direcionar o telescópio espacial Hubble para uma área aparentemente vazia do céu por 100 horas. Apesar das dúvidas de seus colegas, sua intuição o guiou na busca por descobertas científicas significativas. Como diretor do Instituto de Ciências do Telescópio Espacial, ele tinha autoridade para tomar essa decisão, mesmo que parecesse arriscada para outros.

A escolha do ponto de observação exigiu um extenso trabalho em equipe para mitigar interferências e garantir resultados precisos. Bob acreditava que essa região escura do universo poderia revelar segredos importantes sobre sua evolução, e sua intuição provou estar correta. As imagens capturadas revelaram mais de 3.000 galáxias, transformando nossa compreensão do cosmos.



Essa descoberta teve um impacto significativo, redefinindo nossos conceitos sobre o universo. O número estimado de galáxias aumentou cinco vezes, e novas técnicas de análise foram

desenvolvidas. Além disso, essa iniciativa fortaleceu a importância da exploração espacial e da pesquisa científica.

Bob Williams demonstrou que a coragem e a intuição podem levar a avanços revolucionários, mesmo em face da incerteza e do ceticismo. Sua decisão ousada e sua liderança visionária foram fundamentais para esse marco na astronomia.

Mas o que isso tem a ver com ativos judiciais?

Em 2021, o fundo Lexis I recebeu uma oferta de aquisição de um precatório municipal contra Guarapuava. Localizado na região centro-sul do Paraná, Guarapuava é um município com uma população de 182 mil habitantes. Apesar do histórico positivo e dos bons resultados com precatórios do governo federal, inicialmente hesitamos em considerar esse ativo, mesmo com o vendedor motivado a utilizá-lo para quitar diversos débitos de sua empresa e execuções na esfera pessoal.

Ao contrário de Bob, na Lexis, valorizamos decisões colegiadas, reconhecendo que isso nos ajuda a minimizar erros, mesmo que signifique abdicar de sucessos fora da curva. Consideramos a perda de principal como um dano substancial para um portfólio que busca retornos compostos a longo prazo.

No entanto, também reconhecemos o valor da análise combinada com a intuição. Entendemos que uma experiência controlada com um ativo como este poderia ampliar nosso campo de atuação futuro. O universo de precatórios estaduais e municipais possui um saldo acumulado significativo, de R\$ 163,8 bilhões (CNJ - 2021), em comparação com nosso nicho anterior de precatórios federais, estimado em R\$10 bilhões (precatórios com valores entre R\$ 500 mil e R\$ 10 milhões). Além disso, os atrasos nos pagamentos de precatórios estaduais e municipais poderiam nos permitir transacionar com vendedores motivados e obter estruturas com maior proteção contra perdas.

O precatório em questão originou-se da desapropriação, em 2010, de um terreno de 9.606 m² de uma empresa produtora e beneficiadora de grãos. A prefeitura de Guarapuava, visando ampliar o Distrito Industrial, avaliou o imóvel em R\$110 mil, valor revisado para R\$128 mil em 2012 e depositado judicialmente. A posse do imóvel foi assumida pela prefeitura em 2013.

Em novembro de 2013, um perito judicial avaliou o imóvel em R\$1,3 milhão. A prefeitura contestou essa avaliação, e o Setor de Avaliação da prefeitura reavaliou o imóvel em R\$145 mil no mesmo ano. A empresa argumentou que os imóveis usados como referência pela prefeitura não eram comparáveis, pois eram mais distantes e de acesso pior. O perito foi solicitado a prestar esclarecimentos e afirmou que, se a avaliação retroagisse para 2010, o valor justo do imóvel seria de R\$420 mil. Ambas as partes impugnam os esclarecimentos do perito.

Em dezembro de 2014, a empresa alegou dificuldades em cumprir um parcelamento de dívida fiscal federal e solicitou a liberação do valor incontroverso de R\$128 mil já depositado, o que foi autorizado pelo juiz em fevereiro do ano seguinte.

Em julho de 2015, o juiz determinou que o laudo pericial refletisse o valor atual de mercado do imóvel, ou seja, R\$ 1,3 milhão. Em setembro, a prefeitura recorreu dessa decisão, e o processo seguiu para a segunda instância no Tribunal de Justiça do Paraná (TJPR).

Cerca de um ano depois, em junho de 2016, o TJPR negou o pedido da prefeitura de Guarapuava e concedeu a demanda da empresa. A prefeitura apresentou embargos de

declaração para esclarecer a decisão, além de recurso especial, para levar o caso ao Superior Tribunal de Justiça (STJ), e recurso extraordinário, para levar o caso ao Supremo Tribunal Federal (STF), alegando violação da Constituição Federal.

Um ano depois, em agosto de 2017, o TJPR negou provimento aos recursos solicitados pela prefeitura de Guarapuava. Em março de 2018, a empresa iniciou um novo processo, de cumprimento de sentença, para fazer valer a decisão de mérito do TJPR e intimou a prefeitura de Guarapuava a efetuar o depósito de R\$2,4 milhões em valores atualizados.

Em agosto de 2018, a empresa propôs um valor de R\$2,7 milhões, que posteriormente foi revisado espontaneamente para R\$2,5 milhões. Alegando uma discrepância de R\$27 mil, a prefeitura discordou dos cálculos em fevereiro de 2019, levando-os à Contadoria Judicial para elaboração de laudo. O laudo foi apresentado em maio de 2019, no valor de R\$2,9 milhões. No meio judicial a matemática não é uma ciência exata.

Em abril de 2020, foi expedida a requisição de pagamento em benefício da empresa, que foi incluída no orçamento do ano seguinte, 2021.

Nossa análise indicou que todos os cálculos estavam errados. No contexto jurídico lidamos com fatores de risco. Identificamos que a metodologia de correção aplicada pela Contadoria Judicial excedia o entendimento do Supremo Tribunal Federal (STF) em outras ações de desapropriação. Pelos nossos cálculos, seria seguro considerarmos R\$2,1 milhões como o valor incontroverso. Discrepâncias como essa são comuns na avaliação dos montantes a receber em processos judiciais e geralmente resultam em discussões com a parte vendedora sobre quem suportará o risco associado à realização do valor ainda sob discussão (valor controverso).

Compreendida a situação judicial, iniciamos uma investigação das finanças do município. Guarapuava estava sob o regime especial de pagamentos, que prevê a destinação de 1% a 2% da Receita Corrente Líquida (RCL) do ente público para o pagamento do saldo de precatórios. No início de 2020, o município tinha R\$ 4,5 milhões em precatórios a pagar, o que parecia gerenciável em relação a uma RCL de aproximadamente R\$ 500 milhões. Portanto, o município deveria alocar no mínimo R\$ 400 mil mensalmente para quitar o saldo atrasado. No entanto, ao longo de 2020, foram expedidos R\$ 18 milhões em novos precatórios, incluindo aquele que estávamos analisando. Assim, considerando as atualizações, enfrentamos um cenário pessimista onde o prazo de pagamento poderia se estender por mais de 5 anos. Esse cenário adverso seria exacerbado se o precatório estivesse no final da fila e se houvesse um grande volume de precatórios superpreferenciais. Os precatórios superpreferenciais têm prioridade de pagamento devido à idade, doença e deficiência, mesmo se expedidos posteriormente. Observando outros estados e municípios, desenvolvemos na Lexis algumas métricas para o colchão de segurança que devemos considerar para esses fatores.

Projetamos que o precatório seria pago dentro de um horizonte de 1 a 3 anos. Optamos por adquirir apenas a parcela que considerávamos incontroversa com base em nossos cálculos, enquanto o restante seria repassado ao vendedor. Essa estratégia nos conferiu indiretamente uma posição sênior de recebimento em relação a qualquer pagamento futuro. Além disso, negociamos um prêmio percentual sobre o valor levantado da nossa parte adquirida, dependendo da data de levantamento, com validade até março de 2024.

O custo total de aquisição foi de 46% sobre o valor incontroverso. Embora não tenha sido um preço baixo, consideramos esse valor justo pelas características defensivas que conseguimos negociar. Estabelecemos o pagamento em duas tranches, sendo que a primeira seria totalmente destinada à quitação dos débitos federais parcelados. Uma vez que essa

comprovação fosse obtida, liberaríamos a segunda parte para a empresa. Esse cuidado ajudou a mitigar o risco de bloqueio no momento do levantamento por parte da Receita Federal.

Durante o período de retenção do precatório, previmos apenas a correção pelo IPCA. No entanto, uma consequência interessante da PEC dos Precatórios foi a alteração da correção dos precatórios vencidos para a taxa SELIC. Ou seja, ao adquirirmos o precatório com um desconto de 46%, garantimos um retorno de 2,2 vezes a taxa SELIC durante o período de carrego.

O precatório foi depositado integralmente em dezembro de 2023. Levantamos R\$ 3,4 milhões na conta judicial ainda no mesmo mês. O quadro abaixo resume o investimento:

	Valor (R\$ mil)
Custo Total de Aquisição	966,0
Valor Levantado	3.408,0
Participação Lexis no Valor Levantado	2.408,0
TIR	47,8%
MOIC	2,5 x

Este investimento se revelou uma oportunidade interessante, proporcionando insights valiosos sobre o funcionamento das normas de pagamento desses títulos. No entanto, é importante reconhecer que investir nesse segmento requer uma abordagem criteriosa e consciente.

Assim como na bolsa de valores, onde o sucesso pode ser alcançado a longo prazo, mas os resultados podem ser voláteis em períodos mais curtos, os precatórios estaduais e municipais demandam: (i) um preço de entrada atraente e (ii) uma perspectiva de investimento paciente e de longo prazo. O preço inicial não precisa ser extremamente baixo, mas deve permitir uma margem de segurança suficiente para enfrentar possíveis desafios ao longo do tempo.

Além disso, é essencial que o veículo de investimento esteja alinhado com um horizonte temporal prolongado, já que a liquidez nesse mercado é limitada e a saída antes do pagamento pelo ente devedor pode ser difícil de ser executada.

Por fim, embora seja gratificante ter um investimento bem-sucedido para compartilhar, o desafio para os gestores de recursos reside na identificação de novas oportunidades de



investimento que permitam reproduzir a tese em escala e ofereçam volume e diversificação adequados. No segmento de precatórios estaduais e municipais, a originação de novas operações é particularmente desafiadora devido à variedade de entes devedores e à natureza, em geral, de valores mais baixos das ações envolvidas.

Certamente, a complexidade envolvida na originação e análise de oportunidades de investimento em entes subnacionais é significativa e apresenta desafios consideráveis. No entanto, essa complexidade também atua como uma barreira de entrada para potenciais concorrentes, o que pode ser visto como uma vantagem estratégica para quem domina esse campo.

A expertise acumulada para compreender tanto a operação prescritiva quanto a prática da máquina pública, aliada à construção de canais de originação confiáveis e eficientes, é crucial. Esses canais permitem que a Lexis esteja posicionada para identificar oportunidades rapidamente e com maior precisão, destacando-se pela agilidade na análise e resposta.

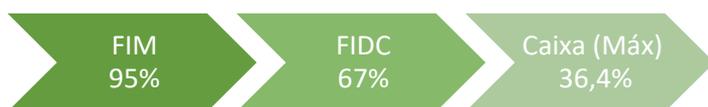
Além disso, a construção de relacionamentos sólidos com investidores de longo prazo desempenha um papel fundamental. Portanto, a combinação desses elementos - expertise, canais de originação consolidados e relacionamentos com investidores de longo prazo - representa um caminho promissor para capturar e explorar novas oportunidades de investimento em entes subnacionais, como demonstrado pelo caso de sucesso em Guarapuava.

A Tributação de Fundos Exclusivos

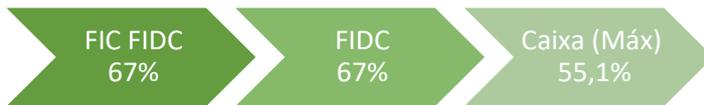
Em 13 de dezembro de 2023, o Presidente Lula sancionou a lei 14.754 que trata da tributação de fundos exclusivos e investimentos no exterior por pessoas físicas e empresas. O governo expandiu a tributação semestral via come-cotas aos fundos fechados, que antes era apenas aplicada a fundos abertos e com ativos mais líquidos. O principal objetivo do governo foi evitar o diferimento tributário que beneficiava fundos exclusivos com um único ou poucos cotistas usado para planejamento patrimonial.

Indiretamente, os fundos de investimento em direitos creditórios fechados, passaram a ser tributados e isso cria desafios na gestão da liquidez para atender o recolhimento dos impostos. Entretanto, na última revisão da lei, foi incluída uma exceção para os FIDCs que estejam enquadrados, com pelo menos 67% de seu patrimônio investido em direitos creditórios. A legislação anterior, ainda vigente, prevê que FIDCs têm 180 dias para alocar seus recursos e devem ter no mínimo 50% de seu patrimônio líquido investido em direitos creditórios. Caso não atinjam este patamar, o patrimônio líquido deve ser amortizado até que o nível mínimo seja atingido. Com a nova legislação, criou-se um patamar mais elevado de 67%, para que o fundo evite também a tributação pelo come-cotas. Isso afeta a gestão do fundo porque tira flexibilidade do gestor em momentos de reinvestimento, por exemplo, quando os precatórios são recebidos num período curto, mas o reinvestimento pode demorar alguns meses.

Os agentes de mercado e administradoras de fundo se debruçaram sobre este problema e as estruturas mais comuns usadas por fundos de *special situations*, que replicamos no Lexis II, oferecem pouca margem de manobra. Uma estrutura intercalada de fundos, conforme o desenho abaixo, com um fundo multimercado (FIM) que compra cotas de um FIDC, ainda exige um percentual elevado de investimento em direitos creditórios:



Uma alternativa encontrada é estruturar um fundo de investimento em cotas de FIDC (FIC-FIDC). O enquadramento do FIC-FIDC é análogo ao do FIDC, e deve ter 67% do patrimônio líquido investido em cotas de FIDC que estejam enquadrados.



Com o desenho acima, atingimos uma estrutura enquadrada com 44,9% investidos em direitos creditórios.

Uma estrutura que permita o reinvestimento isento de tributação possibilita capturar o efeito irrestrito dos juros compostos no longo prazo. Um estudo recente divulgado pela G5 Partners mostrou que, assumindo um retorno de 10% ao ano, e alíquota de imposto de longo prazo de 15%, a perda de rentabilidade é de 0,23% ao ano após 5 anos. O impacto cresce ao longo do tempo e num investimento de 10 anos, cresce para 0,43% ao ano, e 0,59% se o horizonte for de 15 anos. Para exemplificar, um investimento de R\$ 10 milhões teria um retorno R\$ 1,1 milhão menor devido ao come-cotas ao final de 10 anos.

O Lexis I, que está em fase de desinvestimento, encontra-se enquadrado com isenção do come-cotas. Projetamos continuar a amortizar o caixa do fundo de modo a mantê-lo enquadrado.

Para o Lexis II, vamos propor aos cotistas a conversão do Lexis Feeder FIM para um FIC-FIDC, de modo a recuperarmos a flexibilidade de gestão do caixa em patamar similar à legislação anterior.

Perspectivas de Mercado

- **Precatórios Federais:** o segmento de precatórios federais foi diretamente afetado pela decisão do STF em dezembro de 2023 que reverteu os efeitos da PEC dos Precatórios. Todos os precatórios vencidos de 2022 e de 2023 foram pagos integralmente. Um aspecto incomum, o STF aprovou que os precatórios sejam pagos com créditos extraordinários, ou seja, via emissão de dívida. O governo, desta forma, também antecipou o pagamento dos precatórios do ano de 2024. O resultado dessa manobra foi enxugar o estoque de precatórios disponível e aquecer a expectativa dos credores. Com isso, as oportunidades de compra foram restritas e estamos aguardando a divulgação da lista dos precatórios de 2025, que vai ocorrer no início de abril. Nossa visão é que o mercado de precatórios federais voltará nos próximos dois ciclos, de 2025 e 2026, a um nível de preços mais elevado, acima de 70%, mas ainda abaixo do praticado antes da PEC. Vemos baixo risco de nova moratória no pagamento dos precatórios por parte do governo federal nos próximos dois ciclos.
- **Precatórios Estaduais e Municipais:** os precatórios estaduais e municipais passaram ilesos pela PEC dos Precatórios. A principal mudança foi a forma de correção dos precatórios não-tributários. Os precatórios vencidos passaram a ser corrigidos pela SELIC, o que deu segurança jurídica face às inúmeras formas anteriores de atualização. Observamos um aumento de preço nos precatórios estaduais e municipais de São Paulo devido à migração de investidores dos precatórios federais. As aquisições que fizemos neste período precisaram ser mais criteriosas. Adicionalmente, o governo de São Paulo criou em 2024 um programa de compensação de tributos vencidos com aceitação de precatórios e isso também movimentou o mercado, elevando os preços. Apesar disso, ainda temos oportunidades interessantes no estado e município de São

Paulo devido ao alto volume de precatórios expedidos. Com o fim do programa de compensação, em maio, a competição por aquisições deve diminuir. Outros estados e municípios fora de São Paulo também oferecem oportunidades interessantes, com o desafio de serem valores menores. Temos dedicado tempo para analisar e estimar o tempo de carrego até o levantamento destas outras localidades.

- Direitos Creditórios Privados: vemos esse segmento com oportunidades e desafios. Por um lado, há menos competição e as taxas de retorno tendem a ser atrativas. Há também maior flexibilidade para estruturar a operação, por vezes, envolvendo subordinações e outras garantias. Entretanto, essa mesma flexibilidade cria desafios pela falta de padronização. Cada operação requer um longo período de estudo e temos uma limitação no tamanho das operações pelo limite de concentração do fundo, de 10% do capital.

Aprovação da Lexis Capital como Gestora de Recursos na CVM

No dia 7 de março de 2024, tivemos o deferimento pela CVM da habilitação da Lexis Capital como gestora de recursos. Nos últimos três anos atuamos junto ao Lexis I e Lexis II como uma consultoria especializada, tendo contratado a Versal Finance e a Tercon Asset como gestores de cada fundo, respectivamente. Uma vez que estes contratos expirem, poderemos propor em assembleia que a Lexis Capital assuma a gestão dos respectivos fundos.

Obrigado pela sua confiança.

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.