



ASSET MANAGEMENT

CARTA DO GESTOR

Custo Brasil - entropia de uma máquina ineficiente e cara

Recentemente em uma conversa de domingo, na casa do meu pai, um graduado oficial da marinha, engenheiro naval e professor da Escola Politécnica da USP - já aposentado de ambas as suas funções - colocou à mesa, entre um gole e outro de vinho, o assunto sobre as perspectivas econômicas do mundo e do Brasil e fez uma menção ao Relatório "*Why Does Latin America Underperform?*" escrito pelo Group of Thirty¹ (G30), um grupo criado em 1978 por Geoffrey Bell para estudar e analisar as consequências das decisões econômicas dos setores público e privado.

Embora não seja um seguidor das ideias do grupo, nem mesmo tenho a intenção de fazer apologia às suas crenças e análises, compartilho da visão deles em relação a alguns dos aspectos econômicos descritos no relatório. Acredito que o objetivo do texto seja contribuir para uma reflexão, análise e autocrítica.

O relatório aborda alguns pontos de vista para as causas da América Latina ter uma performance econômica medíocre nas últimas décadas, fazendo uma breve análise das causas e efeitos em cada país. Enquanto o mundo ficou mais eficiente e evoluiu, o Brasil e seus vizinhos não se modernizaram e se perpetuaram como antigos Landau e Galaxie, que agradam como relíquias, mas são ineficientes e antiquados para competir, gastam muito e não conseguem suprir as necessidades do mundo moderno.

Em relação ao Brasil, o título dado ao capítulo é "*Mediocre macroeconomics, micro-meddling, captured state: The unique case of Brazil*" (Macroeconomia medíocre, micro-interferência/interesse, Estado dominado: O caso único do Brasil). A análise das causas para os problemas econômicos não são novidades; porém, uma chama a atenção, talvez a principal e mais significativa na origem de todos os problemas: o custo do Estado.

¹ Ver Anexo sobre Group of Thirty e o link para o relatório mencionado

O alto custo do Estado no Brasil não é só monetário, em função do seu gigantismo e baixa produtividade, mas também por políticas e leis ineficientes, falta de planejamento, desperdício do dinheiro público, corrupção e excesso de burocracia. Tudo isso se reflete em protecionismo, baixo investimento em infraestrutura, alta taxa de juros, elevada carga tributária, déficit fiscal crescente, instabilidade econômico-financeira e baixo potencial de crescimento da economia, que desestimulam investimentos e diminuem a competitividade do país. Do lado social, esse custo se reflete na estagnação da renda per capita, na pobreza e na educação de baixa qualidade e de pouca relevância para o desenvolvimento científico e tecnológico do país.

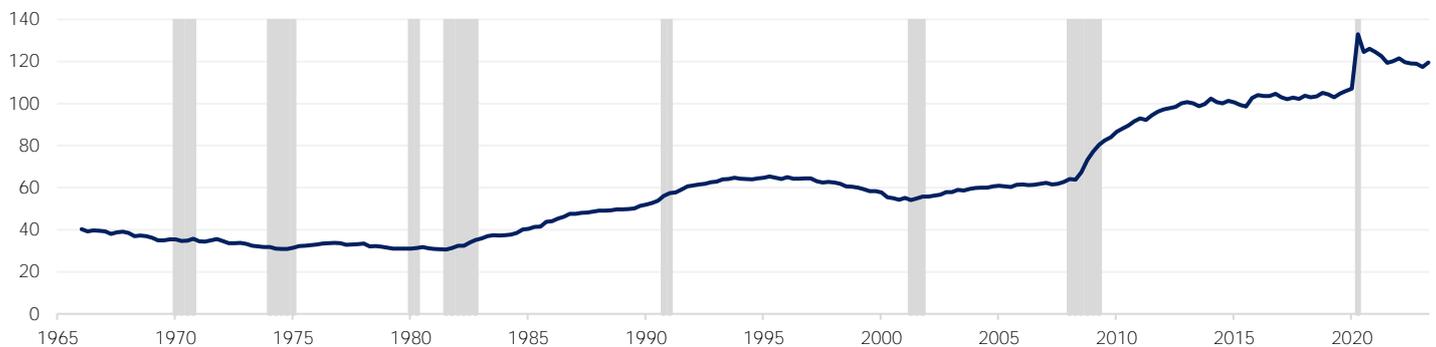
Sintomas similares podem ser observados nos Estados Unidos da América: o custo do estado cada vez maior, déficit fiscal crescente e Estado menos eficiente. A dívida mobiliária americana caminha para 34 trilhões de Dólares e o PIB americano deve chegar a 27.3 trilhões em 2023, aumentando a relação dívida/PIB para 1,26 (126% do PIB). O contínuo gasto do Governo acima da arrecadação está gerando constantes pedidos de aumento do orçamento ao Congresso e em alguns momentos leva a paralização do Governo. O déficit crescente e uma inflação muito acima da meta forçam o Federal Reserve manter a taxa de juros elevada e contribuir para a piora fiscal dos EUA. Além disso, os juros altos aumentam o custo de captação das empresas e no médio prazo podem gerar uma recessão.

Se não houver uma reversão do cenário com a inflação voltando para a meta, o crescimento econômico se mantendo acima de 2%, o déficit fiscal sendo debelado com maior controle dos gastos e a dívida voltando para níveis abaixo de 100% do PIB, teremos uma reversão da atratividade do dólar, uma forte depreciação dos ativos nos EUA e, conseqüentemente, um forte impacto na economia dos países emergentes.

Apesar de ser difícil ver o atual governo diminuir os gastos, vemos uma grande pressão para que isso aconteça, principalmente, porque novamente o Governo está prestes a sofrer uma paralização por falta de recursos.

Relação da dívida Pública dos Estados Unidos em Relação ao PIB (1/1/1966 a 30/6/2023)

Total Public Debt as Percent of Gross Domestic Product



Fonte: Economic Research, St. Louis FED – As sombras indicam períodos de recessão na economia americana

A economia americana ainda se mantém forte e capaz de continuar crescendo a um ritmo consistente. O maior desafio é diminuir os gastos do Governo e a necessidade de emitir mais títulos. Isso fará com que a dívida diminua, a política monetária seja mais eficiente, os mercados estabilizem e a inflação seja controlada.

Da mesma forma, o Brasil não está condenado à estagnação e ao baixo crescimento econômico. O gigantismo do Estado, o arcabouço legal e a modernização do sistema de educação podem ser atacados através de reformas e maior eficiência do uso dos recursos públicos. Isso levaria ao custo menor do Estado, mais recursos para investimentos, superávit fiscal, maior potencial de crescimento, melhor distribuição da renda através de empregos de maior qualificação e, possivelmente, menor tributação de bens e serviços. Com certeza uma reversão da tendência histórica de crescimento medíocre e baixo desenvolvimento social e tecnológico.

Após alguns bons goles de vinho, conversamos sobre vários dos aspectos aqui descritos e concluímos que nada podemos fazer para contribuir na forma como os governos irão conduzir as suas políticas e suas estratégias econômicas, mas não perdemos o otimismo de que em algum momento a razão prevalecerá e as mudanças necessárias para um futuro mais próspero irão ocorrer.

Comportamento dos mercados 3Tri2023:

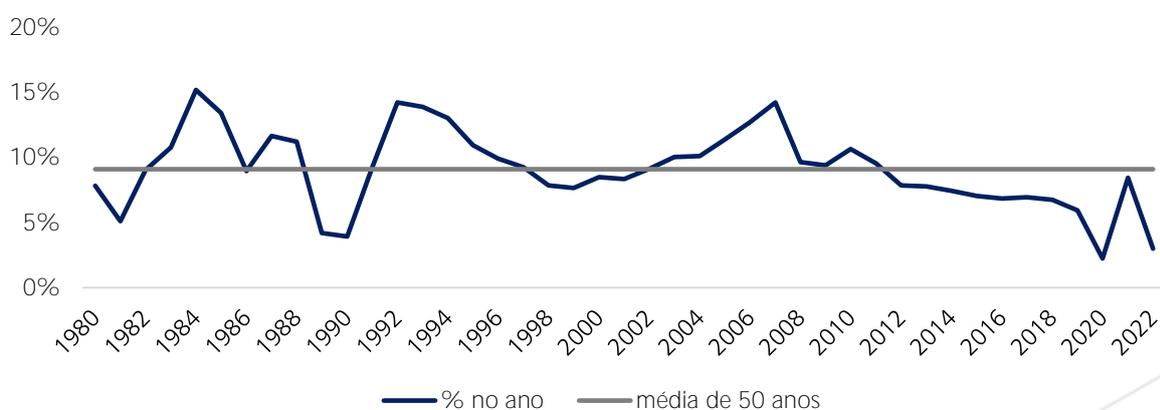
Os mercados foram impactados pela alta de juros nos Estados Unidos e pelas incertezas na economia chinesa. No Brasil, temos visto uma melhora nas expectativas de crescimento, inflação com tendência de queda e o BCB iniciou o processo de redução da taxa de juros, a perspectiva é a SELIC terminar o ano em 11,75%. As preocupações estão do lado fiscal, com aumento do déficit e a falta de clareza dos gastos do Governo. O novo Arcabouço Fiscal é um modelo mais dinâmico de controlar os gastos e reequilibrar o déficit, a questão é se será bem-sucedido. Da mesma forma, as projeções de arrecadação para 2024 são audaciosas e não parecem críveis.

A resistência inflacionária da economia dos Estados Unidos e o contínuo crescimento dos gastos e aumento da dívida estão nutrindo a preocupação de que o Federal Reserve precise elevar a taxa de juros acima de 6%, forçando uma elevação na curva de juros no longo-prazo e prolongando o patamar de juros mais elevado, por mais tempo. Apesar da economia Americana estar mostrando sinais de força e crescimento, esse patamar persistente de juros mais altos preocupa porque, no médio-prazo, onera as empresas, piora a relação dívida/PIB e desestimula os investimentos. Vimos recentemente as agências de risco diminuírem o rating dos títulos americanos, demonstrando preocupação com este cenário econômico. Alguns analistas já preveem que O FED irá subir a taxa de juros acima de 6% e os títulos de 10 anos cheguem a 6% de juros ao ano, como em 2000.

A China vem apresentando fragilidade na sua economia e gerando dúvidas sobre a sua capacidade de retomar o patamar de crescimento econômico anterior à pandemia. O crescimento errático dos últimos 5 anos gerou stress na economia e expos algumas vulnerabilidades, principalmente, no setor imobiliário. A forte crise no setor afetou algumas das principais empresas de *real estate*, que estão muito alavancadas financeiramente, provocando dificuldade para honrarem suas dívidas. 50 empresas do setor não estão conseguindo pagar ou não pagaram suas dívidas nos últimos 3 anos. Além disso, a “deschinalização”, processo que China está experimentando com a

transferência de parte da produção local para outros países da região, ou até mesmo para outras regiões, pode afetar a sua capacidade futura de crescimento. O país está longe de entrar em uma recessão ou ver seu crescimento ficar próximo de zero, mas os sinais de mudança e vulnerabilidade geram preocupações e volatilidade nos mercados internacionais, pois estamos falando da segunda maior economia do mundo e tudo que acontece lá tem relevância e impacto em vários outros países, como no Brasil.

Crescimento do PIB Chinês



Fonte: World Development Indicators (DataBank WorldBank)

As incertezas externas e a forte volatilidade nos mercados acionários no final do trimestre derrubaram os principais índices acionários: Nasdaq -4,1%, S&P -3,6%. O Ibovespa caiu 1,3% no mesmo período, e o índice de Small Caps sofreu uma queda forte de 7,20%, acompanhando os mercados globais e ignorando a redução de juros pelo BCB, a inflação em queda e o PIB sendo revisado para cima, surpreendendo até mesmo as expectativas mais otimistas.

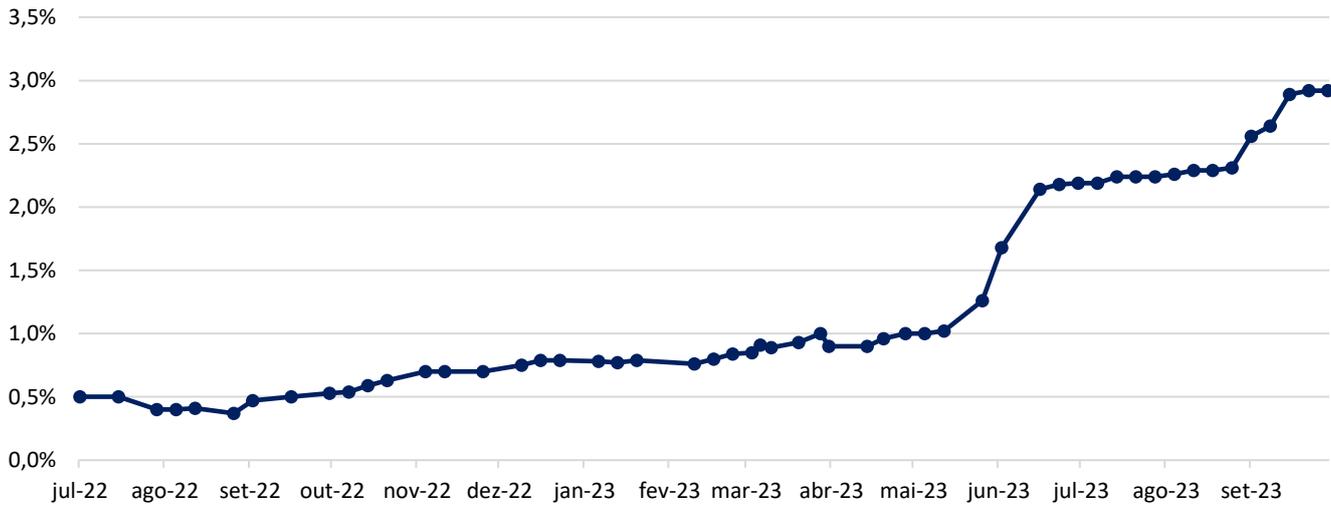
Mercados 3T2023			
IBOV	- 1,3%	MSCI CH	- 3,1%
NASDAQ	- 4,1%	Dólar	5,2%
S&P 500	- 3,6%	Brent	27,2%
MSCI EU	- 2,5%	Iron Ore	7,3%

Fonte: Bloomberg

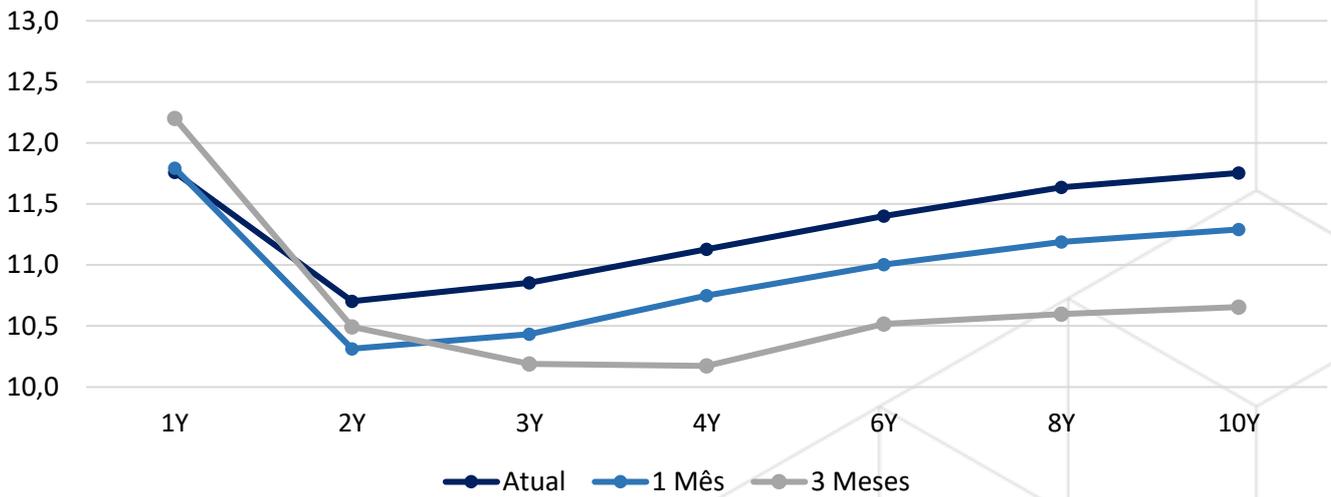
IPCA 2023					
	Mês	Ano	Mês	Ano	
Jan	0,53%	0,53%	Jul	0,12%	2,99%
Fev	0,84%	1,37%	Ago	0,23%	3,23%
Mar	0,71%	2,09%	Set ¹	0,35%	3,59%
Abr	0,61%	2,72%	Out	0,35%	3,96%
Mai	0,23%	2,95%	Nov	0,35%	4,32%
Jun	- 0,08%	2,87%	Dez	0,35%	4,68%

IPCA no mês, acumulado no ano até março e projeção para 2023;
 Fonte: Bloomberg ¹IPCA-15

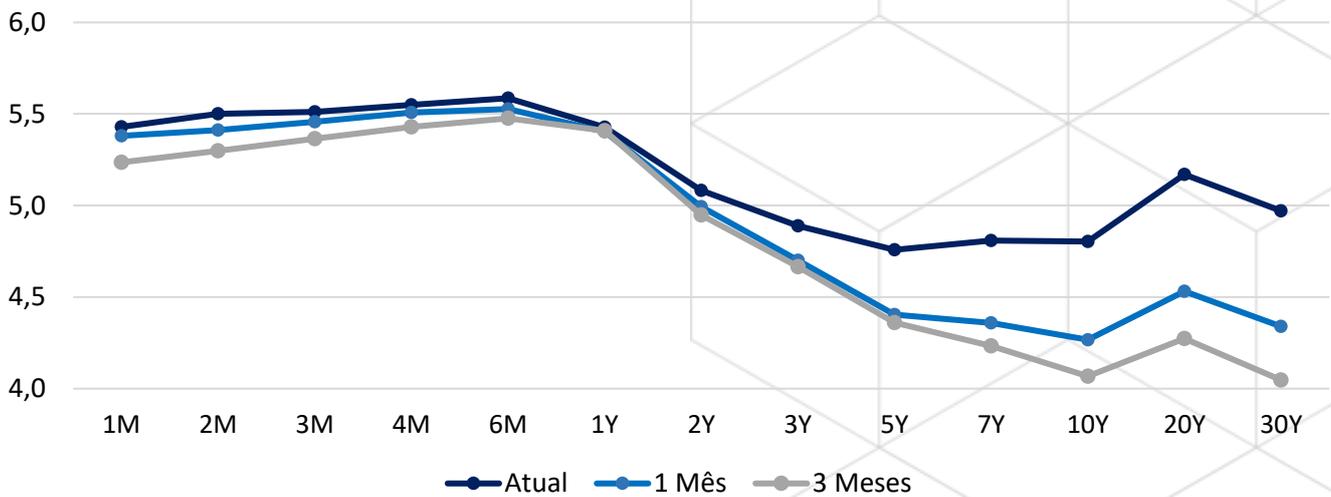
Projeção PIB



Curva de Juros Brasil



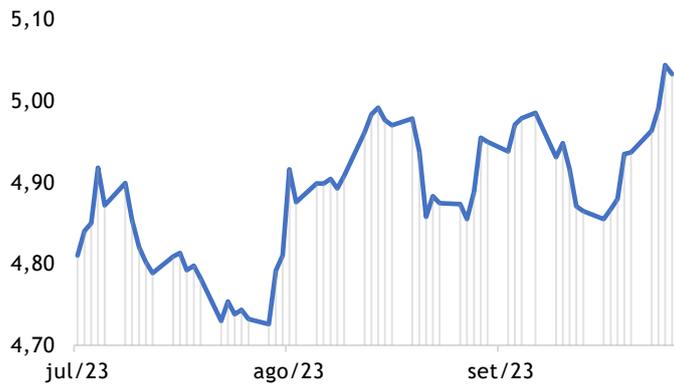
Curva de Juros EUA



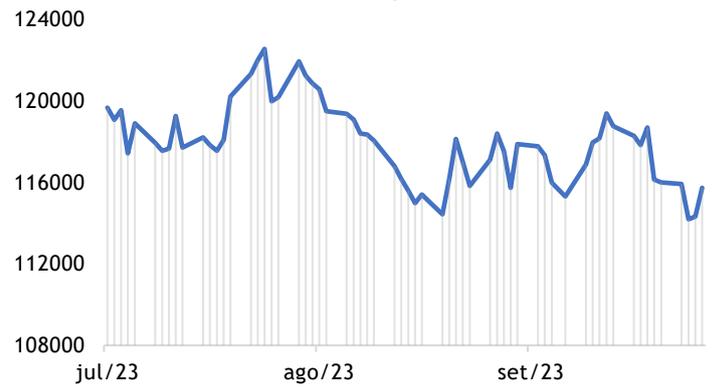
Fonte: Bloomberg e BCB

Mercados:

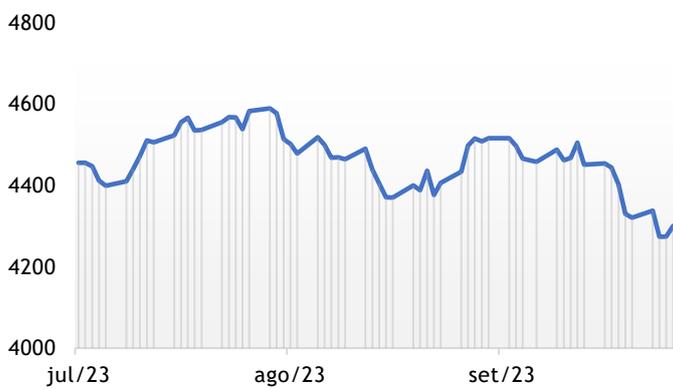
USD



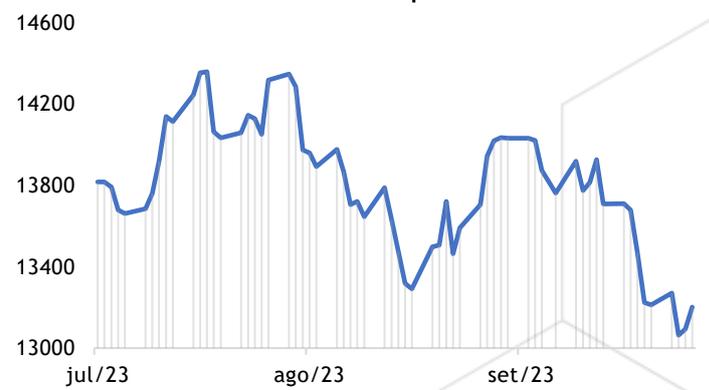
Ibovespa



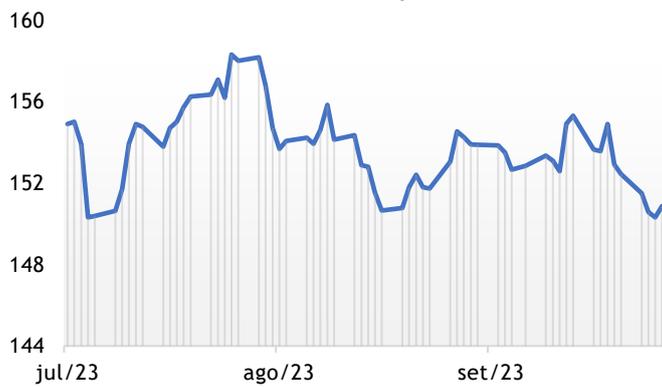
S&P



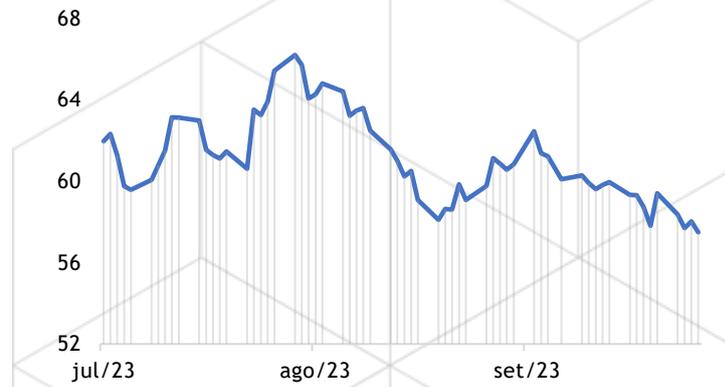
Nasdaq



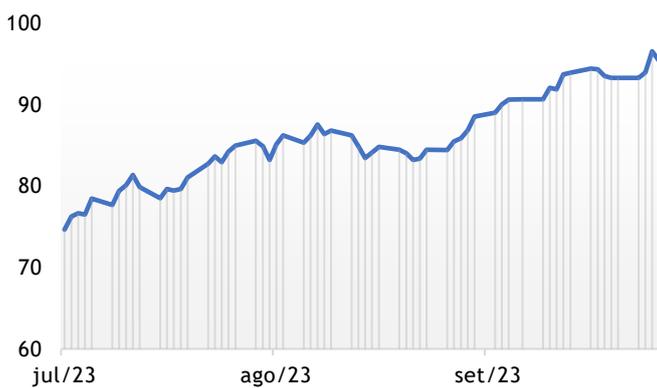
MSCI Europe



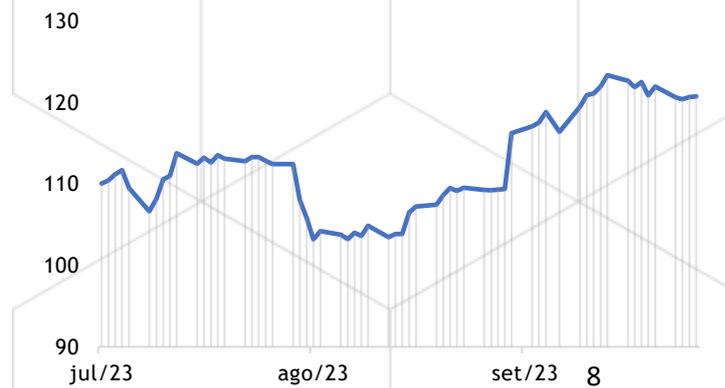
MSCI China



Brent



Iron Ore



OBB Zermatt Equity Total Return

No trimestre, o fundo OBB Zermatt subiu 2,2%, acima do Ibovespa e do nosso benchmark de IPCA+6%, que performaram -1,3% e +2%, respectivamente, atingindo no ano 10,4% (Ibov: 6,2%, IPCA+6%: 8%). Mantivemos nossa volatilidade estável em 11,3%, contra 15,2% do índice.

Principais contribuidores e detratores de performance no 2Tri2023:

Ticker	Nome	Contribuição	Ticker	Nome	Contribuição
PRI03	Prio	1,45%	BEEF3	Minerva	- 0,43%
PETR4	Petrobras	0,81%	SMAL11	Índice Small	- 0,39%
MDNE3	Moura Dubeux	0,67%	PLPL3	Plano&Plano	- 0,26%

Performance OBB Zermatt, maiores contribuidores e detratores no trimestre; Fonte: Bloomberg

Nesse período, as maiores contribuições vieram das empresas ligadas ao petróleo, já que o Brent acumulou uma alta de 27,2%. Devido a isso, Prio subiu 26,9% e Petrobras 17,3%, juntas trazendo 2,3% de performance na cota.

Apesar da alta de 26,5% no ano da Prio, seguimos confiantes na tese, devido a sua execução exemplar dos poços adquiridos, que seguem apresentando produções e custos de extração melhores do que o esperado. Quanto ao preço do petróleo, não vemos motivos para uma desvalorização relevante, já que a oferta segue restrita, devido aos cortes orquestrados pela OPEP+, enquanto a demanda tende a aumentar, com a China voltando a patamares históricos de consumo e uma transição energética que deve levar décadas para se materializar por completo. Além disso, acreditamos que o melhor hedge de petróleo para uma empresa de E&P é um custo de extração baixo, algo que ambas as empresas possuem.

Quanto a Petrobras, não basta apenas uma análise micro empresarial minuciosa. Devidos as incertezas políticas, jurídicas e fiscais do país, precisa-se pesar os efeitos que esses aspectos têm na empresa, fazendo uma análise de risco x retorno. Em março, quando voltamos a comprar o papel, víamos essa balança muito inclinada para um lado, com o

mercado chegando a precificá-la mais barata que estatais russas e venezuelanas, que apresentam interferências políticas bem mais relevantes. E mesmo após essa alta ajustada de mais de 80%, seguimos vendo essa balança inclinada, porém não na mesma magnitude, o que nos leva a carregar uma posição menor, com certas proteções feitas por meio de derivativos.

A terceira maior contribuição para o fundo no período foi Moura Dubeux, com uma alta de 17,0%. Entramos no segmento de construtoras em maio, quando tivemos uma visibilidade melhor do início do ciclo de corte de juros, já que esse segmento tende a performar melhor nesse cenário. Dentro do setor, optamos por investir em Moura Dubeux e Plano&Plano. Gostamos de Moura devido a sua predominância no Nordeste, região muito fragmentada com poucos competidores capacitados, além de possuir um modelo de negócios atrativo, com aproximadamente 1/3 de sua receita vindo da modalidade de “condomínios”, onde o projeto é inteiramente financiado pelos “cotistas”, o que permite a empresa atingir margens acima da média. Além disso, vemos ela muito descontada em relação ao seus *peers*, e mesmo após a alta de 40% desde maio, a ação segue negociando a menos de 5x o lucro e 0,6x o *book value*.

Durante o trimestre, observamos um aumento das incertezas nas taxas de juros do Brasil, impactando principalmente as ações de menor valor de mercado, o que explica os principais detratores do fundo.

A Minerva Foods foi o principal detrator de performance no trimestre, apresentando uma desvalorização de aproximadamente 24%, o que representou -0,43% na cota. O principal fator para a queda do papel foi a aquisição de 16 plantas de abate da Marfrig na América do Sul por R\$ 7,5 Bilhões, adicionando um EBITDA de R\$ 1,5 Bilhões por ano.

Apesar de olharmos com bons olhos no longo prazo, a Minerva terá, no curto prazo, que provar sua capacidade em gerir uma companhia muito maior e ao mesmo tempo realizar investimentos nas plantas adquiridas para que cheguem no mesmo patamar operacional das já administradas pela companhia, fazendo jus à compra desses ativos. Diminuímos a

exposição ao papel até entendermos melhor a qualidade dos ativos comprados e qual o real potencial da aquisição. Os próximos trimestres serão importantes para visualizar a direção que a companhia tomará.

Para aumentar nossa exposição a empresas domésticas, que se beneficiam da queda de juros e da melhora do mercado acionário, optamos por comprar um pouco do índice SMLL. Com a piora na curva de juros americanos, sentimos os impactos aqui no Brasil, que acabaram ofuscando o corte da Selic e a surpresa positiva quanto ao crescimento do PIB, causando uma queda de 7,2% no índice de Small Caps. Seguimos com uma posição menor em SMAL11, aguardando o fim do processo de aumento da taxa de juros pelo FED, que deverá contribuir para a melhora do mercado acionário.

A Plano&Plano caiu 1,5% no trimestre, desvalorizando a cota em 0,3%, já que rebalanceamos a posição em agosto, perto da máxima do papel no período. Um dos principais motivos foi o anúncio de um estudo para um possível *follow on* primário e secundário. Esse fato relevante, em combinação com um estresse na curva de juros que afetou principalmente as Small Caps, fez com que o papel caísse aproximadamente 20% da máxima de agosto, o que, muito provavelmente, foi o motivo por trás da desistência, embora temporária, desta operação. Apesar de não gostarmos dessa neblina quanto à possibilidade e data de um futuro follow on, que traz um peso desnecessário para o papel, acreditamos que a tese de investimento segue inalterada. Vemos nela uma empresa com uma ótima execução, alto crescimento, margens sólidas, negociando a um *valuation* atrativo, além de possíveis *upsides* vindos do programa habitacional “Pode Entrar”.

Estratégia

No trimestre vimos, como mencionado no relatório anterior, a queda dos juros pelo BCB. Esse processo deve continuar e a taxa de juros deve fechar o ano em 11,75%. O que pode interferir nesse processo de queda é uma alta maior dos juros americanos pelo Federal Reserve. Os mercados têm reagido à expectativa de novos aumentos e as bolsas,

como mencionado acima, caíram nesse período. A nossa visão é de que o FED fará mais um aumento de 0,25% até o final do ano, com o intervalo dos juros se deslocando para 5,50% e 5,75%. Qualquer aumento acima disso pode afetar a continuidade do processo de queda dos juros pelo Copom. O dólar reagiu e se valorizou em relação ao Real, voltando para o patamar acima de R\$5,00 por dólar. Este movimento somado à alta do petróleo forçou o aumento nos preços dos combustíveis para diminuir a defasagem de preço local. O Impacto no IPCA reverteu a deflação de junho, mas não mudou a percepção de queda da inflação para baixo de 4% em 2024.

A surpresa maior no período foi a queda mais forte do segmento de Small Caps. Na nossa visão a queda de juros locais deveria ter sido um fator positivo para esse segmento. Porém o impacto da volatilidade dos mercados externos neutralizou esse efeito. Continuamos a ver algumas empresas baratas e deverão apresentar bons resultados no terceiro trimestre. As alterações que fizemos no portfólio foram em função da entrada de aplicação de investidores e aumentamos a posição de Vale, dado o preço do minério estar se sustentando acima de 100 dólares e o Dólar ter se valorizado, no mais, a estratégia permanece a mesma.

Apesar da maior volatilidade gerada pelas incertezas externas estamos mantendo nossa posição em ações em torno de 80%. Ainda temos uma visão favorável para as ações, mas buscamos algumas proteções para nossa exposição comprada via opções. Acreditamos que deveremos manter esse nível de exposição ao longo do próximo trimestre fazendo ajustes marginais nas posições e utilizando derivativos para minimizar o impacto de uma eventual queda na bolsa.

Atenciosamente,

Equipe OBB Capital Asset Management

Referências:

Group of Thirty

Website: www.group30.org

<https://group30.org/publications>

Why Does Latin America Underperform?

ISBN 1-56708-187-8

FRED ECONOMIC DATA

Federal Reserve Bank of St. Louis

Website: <https://fred.stlouisfed.org>

OBB Zermatt Equity Total Return FIM

Lâmina de performance - Mensal

setembro/2023

*Dados calculados até a data de criação da lâmina: 02/10/2023

Rentabilidade Acumulada vs. Benchmarks



INFORMAÇÕES DO FUNDO

Nome do fundo: OBB Zermatt Equity Total Return FIM	
Data de Início: 25/04/2022	
CNPJ: 44.643.273/0001-20	
Tributação: Renda Variável	
Público Alvo: Qualificado	
Administrador: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.	
Custodiante: BNY Mellon Banco S.A.	
Gestor: OBB Capital Asset Management	
P.L.	R\$4.816.677,95
P.L. 12 M	R\$2.970.780,08

INFORMAÇÕES DE COTA

Aplicação Mínima	R\$1.000
Mov. Mínima	R\$500
Taxa de Adm.	2% a.a.
Benchmark	IPCA + 6%
Performance	20%
Cotização	D+28
Liquidação	D+30
Última Cota	1,056473725
Código Anbima	647391

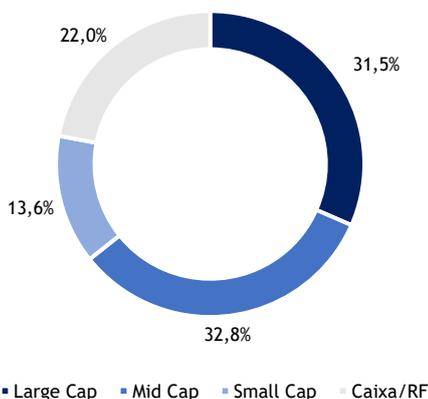
2023	YTD	MTD	3m	6m	12m
OBB Zermatt (%)	10,4%	-1,2%	2,2%	13,8%	8,8%
IBOV (%)	6,2%	0,7%	-1,3%	14,4%	5,9%
Small Caps (%)	5,1%	-2,8%	-7,2%	16,1%	-2,9%
IPCA+6 (%)	8,0%	0,7%	2,0%	4,3%	11,3%

A volatilidade do mercado pode impactar no retorno da cota. A performance do investidor pode ser mais alta ou baixa que a performance apresentada na tabela acima, dependendo da data do investimento no fundo. Performance passada não é uma garantia, ou necessariamente, uma indicação, de resultado futuro. Fundos *total return* incluem o reinvestimento dos dividendos e ganhos de capitais. Criação: 02/10/2023

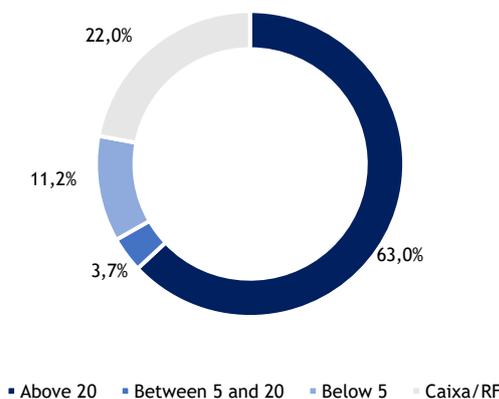
POLÍTICA DE INVESTIMENTO

A política de investimento do fundo consiste em proporcionar aos seus cotistas ganhos de capital a longo prazo, através de uma carteira diversificada em valores mobiliários, observadas as limitações previstas no regulamento e na regulamentação em vigor. O fundo utiliza sólida análise fundamentalista, macro e quantitativa para seleção dos ativos, com uma carteira diversificada, composta essencialmente por ações, podendo também investir em renda fixa, câmbio e commodities, utilizando posições compradas e vendidas, sem alavancagem, bem como instrumentos do mercado à vista ou derivativos.

Risco de Market Cap



Risco de Liquidez



Exposição calculada em % da parcela de ações. *Large Cap* (acima de R\$ 20 Bilhões) *Mid Cap* (entre R\$ 20 bilhões e R\$ 5 bilhões); *Small Caps* (menor que R\$ 5 bilhões)

Exposição calculada em % da parcela de ações. Liquidez diária média (em R\$ milhões) nos últimos 6 meses de exposição em renda variável.

OBB Zermatt Equity Total Return FIM

Lâmina de performance - Mensal

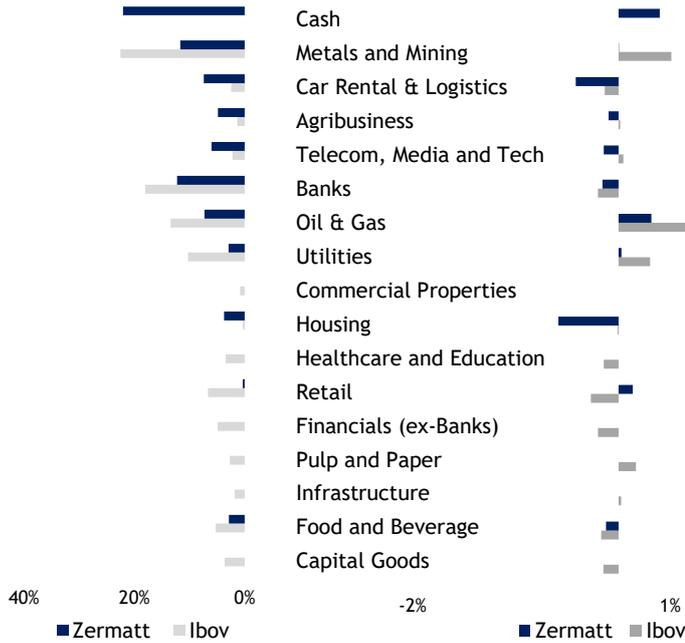
setembro/2023

*Dados calculados até a data de criação da lâmina: 02/10/2023

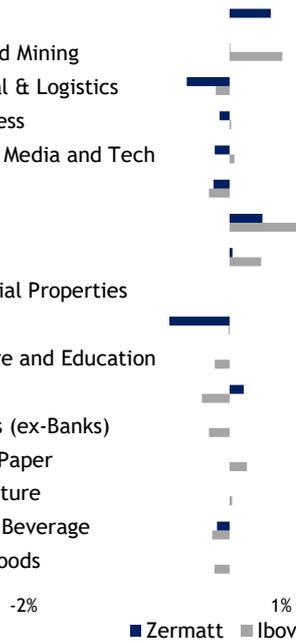
ANO		SI	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2023	OBB Zermatt (%)	5,6%	3,7%	-5,1%	-1,4%	2,1%	3,0%	5,9%	6,4%	-2,8%	-1,2%				10,4%
	Ibovespa	5,3%	3,4%	-7,5%	-2,9%	2,5%	3,7%	9,0%	3,3%	-5,1%	0,7%				6,2%
2022	OBB Zermatt (%)	-4,3%	-	-	-	-1,5%	-0,5%	-10,8%	4,8%	9,7%	-3,4%	4,8%	-5,1%	-0,9%	-4,3%
	Ibovespa	-5,9%	-	-	-	-2,5%	3,2%	-11,5%	4,7%	6,2%	0,5%	5,5%	-3,1%	-2,4%	-5,9%

SI: Since Inception

Exposição Setorial



Performance Setorial Mensal



Alocação do Portfólio (%)

Equities	78%
Derivatives/Hedge	-1%
Fixed Income	19%
Long & Short	3%

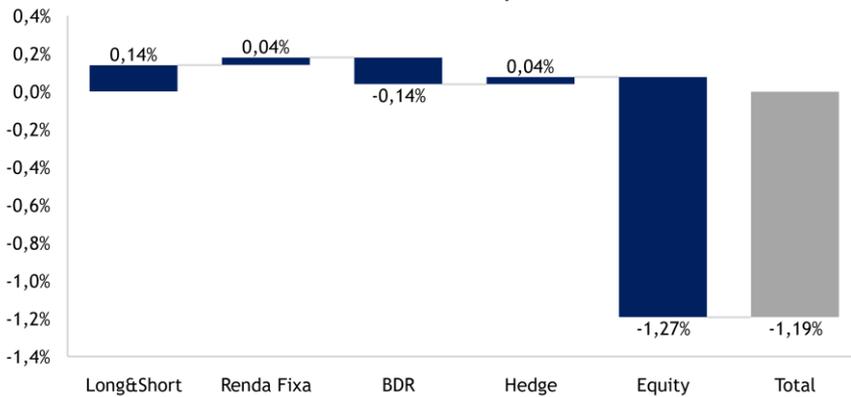
Concentração do Portfólio(%)

Top 5	28%
Top 10	48%
Top 15	66%

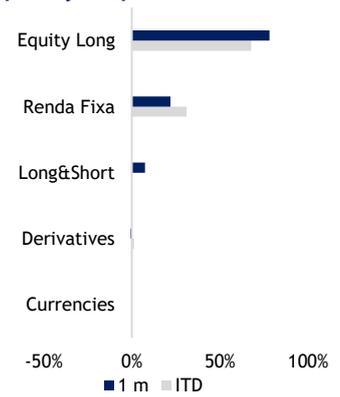
Métricas de Risco

Beta	0,72
Sharpe	0,11
VOL Zermatt	16%
VOL IBOV	20%
VaR Zermatt	R\$ 39.542
Var IBOV	R\$ 51.953

Performance Mensal Atribuída por Classe



Exposição por classe



Carta Trimestral 3Q 2023: https://obbcapital.com.br/images/areas-atuacao/asset/carta-do-gestor/Carta_do_Gestor_Set23.pdf

Glossário:

Exposição setorial - Setores definidos pela OBB Capital, calculado em função do percentual dos ativos no portfólio no dia de concepção do documento.
 Performance setorial - Calculada performance média do setor versus o tamanho da posição em carteira e Índice Ibovespa, desde o início do ano (ou data de início do fundo).
 Performance - Performance de 1 mês e 12 meses (ou desde a criação do fundo) dos ativos dentro do portfólio, considerando o tamanho da posição versus o total em ativos.
 Classe de Ativos - Classes definidas pela gestora; Renda fixa: Caixa; BDR: *Brazilian Depositary Receipts*; Hedge: Derivativos; Equity: Ações do Ibovespa.
 Currencies - Moedas.
 BETA - Índice de correlação e retorno, fundo OBB Capital Zermatt contra IBOVESPA.
 VOL - Índice de volatilidade.
 VaR - *Valeu at Risk*: Índice de perda máxima potencial do portfólio.
 Sharpe - Índice que compara o retorno do investimento versus o risco.
 Small Caps - Ticker SMALL11 na Bovespa, inclui empresas selecionadas com valor de mercado abaixo de 2 Bilhões de Reais.
 P/L - Patrimônio Líquido do fundo.



Fonte: OBB Capital Asset Management

As informações contidas neste relatório/apresentação são de caráter exclusivamente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento de investimentos, não devendo ser utilizadas com esse propósito. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e o investimento em fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Os fundos poderão estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores com os riscos daí decorrentes. Nenhuma informação contida neste relatório/apresentação constitui uma solicitação, oferta ou recomendação para compra ou venda de cotas de qualquer fundo de investimento gerido pela OBB Capital ou de quaisquer outros valores mobiliários, nem poderá ser entendida como tal em qualquer jurisdição na qual tal solicitação, oferta ou recomendação sejam consideradas ilegais ou se sujeitem a regras específicas.