

# Carta

# Dynamo 31

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 2º TRIMESTRE DE 2001

## O desprezado prêmio da iliquidez ou, o charme nada discreto do CDI

Durante quase quinze anos a partir de 1985, como principal gestor de recursos da Universidade de Yale ("Yale Endowment"), David F. Swensen estabeleceu um paradigma para a administração do *portfolio* de investidores institucionais americanos. Com retorno médio anual superior a 16% neste período, Swensen colocou Yale entre os maiores fundos institucionais dos Estados Unidos ao transformar um patrimônio inicial de cerca de US\$ 1 bilhão em mais de US\$ 7 bilhões. Retornos consistentes e de longo prazo, em especial em um mercado competitivo e bem arbitrado como o americano, sempre atraem nossa curiosidade. Razão pela qual passamos a estudar o trabalho de Swensen e sua equipe.<sup>1</sup>

Seu sucesso pode ser resumido em poucas palavras. Trata-se da exploração inteligente das vantagens comparativas de um investidor com passivo de longo prazo, que pode adquirir ativos menos líquidos (os chamados investimentos alternativos: ações de segunda e terceira linha, *private equity*, *venture capital*, etc...) e obter os benefícios de uma "precificação" menos eficiente (*mispriced assets*) ou até, em alguns casos, acentuadamente ineficiente. Basta considerar que nos EUA, no período que vai de dezembro de 1925 à dezembro de 1998, um dólar aplicado em bônus do tesouro multiplicou 44 vezes; nas chamadas ações mais líquidas (*large cap stocks*), 2351 vezes; e nas ações menos líquidas (*small cap stocks*), 5117 vezes. O núcleo básico da estratégia de Swensen está no desenvolvimento de uma tecnologia eficiente para seleção de ativos e na contratação de administradores de recursos capazes de prestarem este serviço. De uma forma geral, trata-se de aprofundar uma opção que valoriza os fundamentos técnicos na análise do investimento, já que as informações criadas pelo mercado neste caso são inexisten-

tes ou pouco relevantes. Isto significa caminhar na direção contrária ao oportunismo de mercado (*market timing*), que é alternativa considerada inadequada por

Swensen para investidores institucionais, por motivos que ilustra com uma citação extraída de um texto de Charles Ellis (um dos mais respeitados consultores de fundos de pensão americanos): "Não existe evidência de nenhuma grande instituição que tenha a habilidade de sistematicamente entrar no mercado quando os preços estão baixos e sair quando estão altos. Tentativas de alternar ações com títulos de renda fixa ou ações com caixa em antecipação aos movimentos do mercado tem sido

muito mais freqüentemente mal do que bem sucedidas".<sup>2</sup>

A política completa de investimento do fundo de Yale leva à uma estrutura de *portfolio* com risco rigorosamente controlado, pouca exposição em títulos de renda fixa, boa parte da carteira terceirizada e concentrada em investimentos alternativos (a ponto de mesmo em uma das melhores fases do mercado de ações nos EUA o fundo ter ficado deliberadamente sub-investido em ações líquidas). O re-

Tabela I - Desempenho em R\$ até junho de 2001

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespamédio
60 meses	252,39%	177,29%	136,83%
36 meses	196,54%	167,01%	48,91%
12 meses	18,36%	5,37%	-12,93%
6 meses	9,54%	4,15%	-4,69%
Valordacotaem29/06/2001:			R\$25,317929073

### Nosso Desempenho

No segundo trimestre do ano, o Dynamo Cougar variou apenas 0,1%. Com isso, fechamos o primeiro semestre do ano com uma rentabilidade acumulada de 9,5%. Este resultado pode ser considerado bom quando comparado com o mercado de bolsa como um todo (Ibovespa caiu 4,7% e FGV-100 subiu 4,1% no período), ou mesmo quando comparado ao CDI ou a inflação (7,6% e 3,9% pelo IGPM, respectivamente). No entanto, quando medido em dólares, o resultado foi negativo em 7,1%.

A forte desvalorização do Real no semestre resultou também num comportamento bastante diverso entre as ações de primeira linha. Enquanto Petrobrás e Vale, beneficiadas por um Real fraco, tiveram bom desempenho, praticamente todas as empresas de telecomunicações e energia sofreram. As teles foram particularmente afetadas, pois quase todas tinham fortes programas de investimento em dólares e, além dis-

so, as empresas de telecomunicações despenharam em todo o mundo em 2001.

Este comportamento gerou um descolamento entre o Ibovespa, mais concentrado em telefonia, e os demais índices de bolsa, onde o peso de Petrobrás e Vale é maior. O bom desempenho relativo do Dynamo Cougar certamente não pode ser explicado por esta razão, mas o fato é que, de maneira geral, as empresas da carteira de nosso fundo são afetadas positivamente pela desvalorização. E as poucas ações de telecom que possuímos são ordinárias e foram beneficiadas pela evolução da nova lei das S/A.

Aliás, as notícias recente sobre o processo de aprovação da nova lei no Senado não foram boas. Quando a Lei foi aprovada na Câmara, havia a impressão que a negociação com os líderes partidários incluía uma espécie de *fast track* no Senado. No entanto, as circunstâncias políticas acabaram por influenciar negativamente

(1) Para os interessados sugerimos a leitura de Swensen, D. F., *Pioneering Portfolio Management*, The Free Press, 2000.

(2) Charles D. Ellis, *Winning the Loser's Game: Timeless Strategies for Successful Investing*, 3rd ed. (New York: McGraw-Hill, 1998), pg. 11.

o processo. Neste momento, existe uma polêmica sobre a constitucionalidade da nova lei no que diz respeito ao capítulo que fala dos novos poderes da CVM. Alguns juristas argumentam que a criação e regulamentação de agências federais só podem ser afetadas via mudança constitucional, ou seja, não são matérias da competência do Poder Legislativo. Os consultores do Governo entendem que as mudanças contempladas não ferem este princípio pois representam apenas um aperfeiçoamento de uma agência que já existe. Estávamos pessimistas, mas, argumentos jurídicos à parte, é possível que as mudanças ocorridas na estrutura de poder do Senado durante o recesso no mês de julho melhorem as chances para uma aprovação ainda este ano.

Neste primeiro semestre, estivemos envolvidos em uma operação importante para o nosso fundo, mas que teve pouca divulgação pública apesar do bom resultado alcançado. Em agosto do ano passado, o grupo Votorantim anunciou uma oferta pública para compra da totalidade das ações preferenciais de sua controlada, Cimento Itaú. Esta era a única empresa aberta do grupo no setor e, mesmo representando apenas 23% dos ativos totais, era das mais lucrativas. Como um todo, o grupo Votorantim é líder absoluto do mercado nacional de cimento com 42% de participação.

A oferta inicial, de R\$ 320 por ação, embutia um múltiplo de EV/EBITDA de apenas 2,1 e um valor por tonelada instalada de US\$ 51, muito distante dos padrões recentes de transações comparáveis no Brasil e no exterior<sup>1</sup>. Além disso, a operação foi anunciada quando o mercado de cimento estava no início de um período de forte recuperação após alguns anos ruins. Prova disso foi que o resultado do segundo trimestre de 2000, anunciado poucos dias após a oferta, foi recorde e continuou a crescer nos períodos seguintes.

Baseado nesta melhora dos fundamentos da empresa, a Dynamo vinha aumentando sua participação na companhia quando fomos surpreendidos pelo anúncio da oferta. Convictos de que o preço proposto não era razoável e que, no pior cenário, continuaríamos sócios de uma empresa altamente lucrativa, mas com ações de baixa liquidez, resolvemos

(i) continuar a comprar o papel (chegamos a pagar preços até acima daquele oferecido pela empresa), e (ii) organizar e liderar um grupo de minoritários cujo objetivo era negociar com a Cimento Itaú um preço justo para o fechamento ou a retirada da oferta.

Esta negociação com os controladores demorou cerca de cinco meses e terminou com um aumento do preço proposto para R\$ 400 por ação que, somados à cerca de R\$ 20 em dividendos distribuídos no período, resultaram em um aumento de preço de mais de 30%. Procuramos conduzir esta negociação da maneira mais técnica e discreta possível e achamos que parte do sucesso alcançado deve ser creditado a termos conseguidos, desta forma, evitar o excessivo antagonismo típico de quando questões semelhantes são negociadas publicamente.

A lamentar, apenas a demora de seis meses entre o acordo e o efetivo leilão. Quando concluímos a negociação no início de janeiro, tínhamos a expectativa de que o leilão aconteceria 45 dias depois, mas ele acabou acontecendo apenas no dia 12 de julho. Embora este tipo de operação tenha atrasos com frequência, esta foi particularmente complicada pois o Banco assessor da companhia teve que ser substituído no meio do processo. É natural e justificável que a CVM seja extremamente rigorosa na análise de operações desta natureza dados os impactos que elas trazem para os investidores. O problema é que como o preço da oferta não é corrigido (neste caso, como não era uma oferta para fechamento de capital, não há correção nem pela TR, que já é baixíssima), os interesses ficam irremediavelmente desalinhados. Como a empresa tem seus recursos aplicados a CDI, quanto mais tempo a CVM demorar para aprovar o edital da oferta, melhor. O prejuízo só não foi maior por que a empresa foi obrigada a declarar o dividendo anual por ocasião da AGO em abril (mesmo assim, a despeito de uma posição de caixa de cerca de R\$ 500 milhões, a empresa retardou ao máximo permitido pela lei o pagamento efetivo deste dividendo). Ficou também a lição de sempre negociar uma correção justa para o preço em operações que dependam de aprovação prévia da CVM.

sultado em quinze anos é sublinhado pela posição que Yale ocupa: seu fundo de pensão é mais rentável do que os de 96% das Universidades americanas e do que 98% dos fundos de pensão daquele país neste período.

Para David Swensen, os grandes investidores institucionais devem matizar os possíveis benefícios da liquidez pela constatação histórica de que ela provavelmente não estará lá quando mais necessária for, pois movimentos súbitos de queda de preços destes ativos são quase sempre descontínuos. A porta de saída para quem opera com volumes elevados de recursos é sempre mais estreita do que parecia na hora da entrada. Por outro lado, ativos menos líquidos têm lá suas vantagens comparativas. Em geral, são menos acompanhados pelos analistas e as informações vindas do mercado são menos confiáveis. Tudo isso torna sua seleção um trabalho muito mais intensivo em análise e acompanhamento, mas quando é feito com inteligência permite retornos mais elevados e menos voláteis. Não por outra razão, no período que vai de 1987 até 1997, nos Estados Unidos, a mediana dos retornos das aplicações em renda fixa é de 9.2%, a das ações de empresas listadas 18.3% e a de private equity 14.5%, enquanto que no primeiro quartil de retornos destas mesmas aplicações as taxas são, respectivamente, 9.7%, 19.5% e 24.1%. Ou seja, quando se percorre o espectro que vai dos ativos mais líquidos para os menos líquidos, é expressivo o prêmio esperado para as melhores aplicações realizadas em cada modalidade. Uma das tarefas mais importantes do administrador institucional quando procura as vantagens da menor liquidez é, portanto, criar capacidade para a escolha seletiva destes investimentos, diretamente ou através de administradores ativos e focados neste tipo de negócio.

E no Brasil? O que dizer dos nossos administradores institucionais, em particular dos fundos de pensão que concentram, em ritmo crescente, parcela tão importante da poupança nacional? Mesmo considerando as óbvias diferenças entre os dois mercados e, mais ainda, entre as duas economias e suas instituições, é surpreendente constatar que neste assunto estamos caminhando não lentamente, sincronizados em nosso atraso geral e relativo, mas, pior, estamos indo na direção justamente contrária. A grande maioria de nossos investidores institucionais (nossas maiores reservas do capital para investimento de longo prazo), está cada vez mais propensa à renda fixa e à liquidez, numa perfeita combina-

(1) A título de exemplo, e sempre medido pelo valor por tonelada instalada no mercado nacional: A Cimpor adquiriu a Brennd e a Serrana por US\$ 212 e US\$ 250 respectivamente, a Holderbank pagou US\$ 195 pela Paraisa, a Lafarge US\$ 201 pela Matsulfur e a própria Votorantim adquiriu a Ribeirão Grande e a Itambé pagando respectivamente US\$ 323 e US\$ 202. Vale lembrar que o preço pago pela Serrana (US\$ 250), empresa aberta, foi estendido também aos minoritários. No mercado internacional, exemplos de transações envolvendo apenas participações minoritárias: Juan Minetti US\$ 205, ECC (Egito) US\$ 188, Cements Progresso US\$ 150.

ção de desajuste microeconômico com inadequação macroeconômica.<sup>3</sup> Como chegamos à esta situação?

Em primeiro lugar há razões históricas. Durante um longo período, o principal experimento dos fundos em aplicações fora da renda fixa foi o de adquirir posições minoritárias em ações preferenciais de companhias listadas nas bolsas brasileiras. A experiência, como aliás de quase qualquer um que a tenha tentado, não foi boa. Em nossas últimas cartas, temos procurado descrever os problemas da estrutura não democrática da propriedade destas empresas, os benefícios privados dos controladores, a apropriação assimétrica de resultados entre majoritários e minoritários, a recorrência dos conflitos de interesse do controlador e, por fim, mas não menos importante, o desaparecimento de nossos órgãos reguladores que, com os meios que dispõem, têm dificuldades para garantir um ambiente saudável para o funcionamento correto do mercado. Tudo isso junto justifica o retorno muitas vezes medíocre deste

tipo de investimento, ainda que em empresas com bons fundamentos técnicos. A segunda fase dos investimentos dos fundos de pensão foi inaugurada com a compra do controle da Perdigão. O movimento de buscar posições de controle, *vis a vis* a frustração da etapa preferencialista anterior, era previsível, inteligente e quase inevitável. O programa de privatização do governo brasileiro criou as oportunidades necessárias para que os fundos não só pudessem participar de acordos de acionistas em escala compatível com seus patrimônios, como fossem, mais do que isso, reiteradamente convidados a fazê-lo. Os resultados (positivos ou negativos) não são ainda evidentes mas, inquestionavelmente, a vida no interior dos blocos de controle é muito mais complexa do que seria desejável para investidores financeiros com *portfólios* diversificados como são, necessariamente, os dos fundos de pensão. A inexistência de cortes especializadas em direito corporativo expõe a sociedade contratada via acordo formal entre várias partes a um desgaste muito grande quando há divergências na execução do contrato. Enfim, somando-se tudo, a relação custo e benefício deste caminho também não tem sido muito estimulante. Quase que ao mesmo tempo em que acontecia e crescia a participação nas ações ordiná-

rias de controle, alguns investidores institucionais iniciaram a alocação de recursos para fundos de *private equity* e, em volumes de valor absoluto bem menor, fundos de empresas emergentes (*venture capital*). Aqui, onde os resultados e a convivência dos atores envolvidos acontecem no longo prazo, o que parece estar ocorrendo é uma rápida deterioração da relação entre investidores e administradores de recursos. Nos abstermos de maiores considerações sobre o problema em si para apenas nos determos na conclusão de que também nesta modalidade os resultados parciais estão longe de justificar sua ampliação e adoção definitiva como alternativa importante de investimento. Em síntese, historicamente, a vida dos fundos de pensão no mundo exterior à

*“ ... a vida dos fundos de pensão no mundo exterior à renda fixa tem sido excepcionalmente acidentada.”*

renda fixa tem sido excepcionalmente acidentada.

Como consequência da razão histórica segue-se a razão de ordem prática. Como resultado de tudo que se disse acima, as novas administrações dos fundos herdaram um conjunto de operações tão complicadas, que demandam tanto esforço para seu monitoramento e eventual realização, que não há como evitar a reflexão de como tudo seria tão mais simples (e, eventualmente, mais rentável) se as carteiras fossem apenas compostas por títulos mais fáceis, desses que se compra e vende a mercado com um telefonema. Não é de se estranhar que poucos fundos estejam ainda considerando os chamados investimentos menos líquidos como perspectiva futura e não como o pesado passado que consome o tempo de todos sem produzir os resultados esperados, dificultando talvez desnecessariamente o trabalho muito mais amplo de gerir a própria fundação. Lamentavelmente, a coleção de confusões e decepções deste período muito mais do que estimular a revisão do paradigma, provoca, muito compreensivelmente, o impulso quase generalizado de dele se afastar. E lá vamos nós passear na contra-mão da via americana, que não cansamos de admirar e elogiar a distância.

Há ainda uma razão técnica. No mercado americano, as ações mais líquidas são estudadas por um conjunto muito grande de analistas o que implica em preços que muito raramente se afastam do chamado preço justo. Para obter maiores ganhos, os investidores foram migrando para as ações menos líquidas (leia-se de menor conteúdo informacional para avaliação do negócio) e a partir daí para os segmentos de *private equity*, *venture capital*, *seed capital*, etc... Há uma lógica na construção desta seqüência que faz com que os empresários emergentes já se formem na perspectiva de crescer em direção ao mercado de capitais. No Brasil, tudo está acontecendo sem esta cronologia tecnicamente ajustada. Isto faz com que, na região de menor liquidez, tenha-se que analisar projetos com um conjunto restrito de informações (como seria de se esperar), mas, muito mais grave, sem a cultura empresarial e financeira que é criada naturalmente ao longo do processo de amadurecimento do próprio mercado. O negócio fica muito mais difícil, trabalhoso e

arriscado. Como corolário deste teorema, é na prática impensável para os grandes investidores institucionais realizar diretamente aplicações que demandam tal envolvimento de seus técnicos. Logo, para que este tipo de investimento seja viável em escala razoável para este tipo de investidor, é preciso que se surja uma indústria de administradores de recursos confiável, competente e focada nesta direção. A importância deste serviço, mesmo nos EUA, pode ser avaliada por iniciativas como a do fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia (CALPERS) que lançou um programa de apoio ao desenvolvimento de empresas de *asset management* voltadas para a aplicação de recursos nos segmentos de interesse da CALPERS.<sup>4</sup> Mais ainda, de uns tempos para cá, a CALPERS vem comprando participação em algumas destas empresas para influir diretamente na sua gestão. Verdade é que, mesmo se não existissem nenhum dos problemas que tratamos acima e quisessem os investidores institucionais brasileiros seguir o caminho que ilustramos com o caso de Yale, esbarrariam na atrofia do universo de nossos administradores de recursos especializados e independentes.

Finalmente, e como última razão, as conhecidas distorções financeiras. Em um país

(3) Sobre a importância macroeconômica de se organizar os segmentos de *private equity* e *venture capital* em economias modernas, ver *Mudando de Lado*, Robert A. G. Monks, Editora Campus, 2000, prefácio.

(4) Ver matéria em *Pensions&Investments*, July 9, 2001, pg.12.

onde sucessivas tentativas de estabilização monetária produziram a anomalia de taxas de juros consistentemente elevadas, é razoável que o inegável charme do CDI concentre as atenções até mesmo dos investidores de longo prazo. A idéia de que um dia a taxa de juros cairá e, portanto, é preciso se posicionar já em ativos cujos retornos serão em prazos mais longos, é mais ou menos como a estória do regime que sempre se deixa para o dia seguinte. Especialmente quando o custo de oportunidade (o CDI), mesmo quando cadente, parte de uma base muito elevada e o benchmark (o custo atuarial) é contrastivamente tão modesto. O conceito de que na base do desenvolvimento do mercado de capitais está a percepção dos investidores de que, a médio e longo prazo, a taxa de retorno das atividades produtivas é superior, em média, a dos ativos financeiros fica rebaixado à retórica de livro texto. Ao menos em tese, estes últimos são apenas instrumentos para o financiamento da produção e dos gastos do Governo, que, por sua vez, arrecada a partir do que se produz. No Brasil, enquanto as expectativas apontarem para a direção oposta, é evidente que os caminhos da renda fixa continuarão muito mais bem pavimentados do que os de qualquer

outra alternativa, independentemente do "non-sense" macroeconômico.

O resumo de tudo isso é mais ou menos o seguinte. Os técnicos das fundações, responsáveis pela política de investimento, estão com boa parte do seu tempo tomada por negociações complicadíssimas em torno de posições que já encontraram em carteira quando chegaram. A dedicação ao exame de novas oportunidades ou estratégias é, na melhor das hipóteses, marginal. Enquanto isso o caixa vai para a renda fixa, ou quando se quer arriscar um pouco mais na renda variável, tenta-se um fundo indexado ao IBOVESPA ou IBX. Por outro lado, o descolamento entre as taxas de juros e as taxas de crescimento da base real (que dá lastro em última instância à emissão de títulos de dívida), torna o custo de curto (esperamos que não o de médio) prazo desta situação muito baixo. A anemia *lato sensu* dos administradores de recursos que deveriam estar defendendo com propostas e resultados o caminho que ilustramos com o caso de Yale, só faz piorar a situação (diga-se de passagem que eles também sabem fazer a conta do CDI, seus derivados e derivativos). Não é à toa que terminamos no mundo da Resolução CMN 2829 onde, no segmento de renda variável, o

governo "incentiva" as entidades fechadas de previdências privada a assumirem como prioridade o que deveras prioritário para elas deveria ser: eventualmente trocar liquidez por boa governança corporativa e qualidade do investimento a longo prazo. Mais: o BNDES lança fundos de governança, de *private equity*, de empresas emergentes e sai em busca de apoio dos investidores institucionais para capitalizar estes fundos quando talvez o contrário deveria estar ocorrendo.

Não é comum encontrar questões que produzem ao mesmo tempo efeitos macro e microeconômicos. Já mais comum é o problema de ação coletiva onde o interesse de todos (no caso, retorno dos investimentos de longo prazo) nem sempre é suficiente para ativar a ação individual (para escapar do fetiche do curto prazo), motivo pelo qual sua solução sempre exige coordenação. Pelo que pode vir a significar para os investidores, para os administradores de recursos numa certa especialização e também para o interesse público, é fundamental que o tema entre logo na agenda de prioridades de todos os agentes envolvidos.

Rio de Janeiro, 10.08.2001

### *Dynamo Cougar x Ibovespa x FGV-100* (Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*			FGV-100**			IBOVESPA***		
	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93	No Trimestre	No Ano	Desde 01/09/93
1993	-	38,78	38,78	-	9,07	9,07	-	11,12	11,12
1994	-	245,55	379,54	-	165,25	189,30	-	58,59	76,22
1995	-	-3,62	362,20	-	-35,06	87,87	-	-13,48	52,47
1996	-	53,56	609,75	-	6,62	100,30	-	53,19	133,57
1997	-	-6,20	565,50	-	-4,10	92,00	-	34,40	213,80
1998	-	-19,14	438,13	-	-31,49	31,54	-	-38,4	93,27
1º Trim/99	6,81	6,81	474,80	11,91	11,91	47,20	12,47	12,47	117,36
2º Trim/99	24,28	32,75	614,36	24,60	39,44	83,41	2,02	14,74	121,76
3º Trim/99	3,17	36,96	637,01	-4,71	32,87	74,77	-7,41	6,24	105,34
4º Trim/99	49,42	104,64	1001,24	62,92	116,46	184,73	59,53	69,49	227,58
1º Trim/00	6,15	6,15	1068,96	11,53	11,53	217,56	7,08	7,08	250,77
2º Trim/00	-2,43	3,57	1040,57	-6,26	4,55	197,67	-9,03	-2,59	219,10
3º Trim/00	4,68	8,42	1093,99	0,88	5,47	200,31	-6,10	-8,53	199,63
4º Trim/00	-4,98	3,02	1034,53	-7,69	-2,63	177,23	-10,45	-18,08	168,33
1º Trim/01	-0,98	-0,98	1023,40	-10,06	-10,06	149,33	-16,00	-16,00	125,39
2º Trim/01	-6,15	-7,07	954,28	-1,76	-11,64	144,95	-3,73	-19,14	116,97

(\*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela KPMG Auditores Independentes e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (\*\*) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (\*\*\*) Ibovespa Médio (não o fechamento).

Se você quiser trocar mais idéias sobre os temas aqui abordados ou receber essa carta por e-mail ligue para a Dynamo, ou envie uma mensagem para: [dynamo@dynamo.com.br](mailto:dynamo@dynamo.com.br)



**ADMINISTRAÇÃO  
DE RECURSOS LTDA.**

Av. Ataulfo de Paiva, 1351 / 7º andar – Leblon – 22440-031  
Rio – RJ – Tel.: (021) 512-9394 – Fax: (021) 512-5720