

Carta

Dynamo 30

UMA PUBLICAÇÃO DA DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA. – 1º TRIMESTRE DE 2001

Pulverizar não é virar pó, muito pelo contrário

Depois de um período de inércia, o debate sobre a modernização do mercado de capitais brasileiro reassumiu ares de coisa prioritária. O Governo, preocupado com as fontes de financiamento para um novo ciclo de expansão, ofereceu seu apoio e patrocínio à reformulação da Lei das S.A., deu boas vindas ao Novo Mercado da BOVESPA e, de quebra, intensificou sua presença reguladora no mercado através de uma CVM revigorada. Mais: aprovou no Conselho Monetário Nacional a Resolução 2829 estabelecendo regras que deverão dirigir os investimentos das entidades fechadas de previdência privada (leia-se fundos de pensão) para empresas com desenhos societários mais modernos. Espera-se que pelo mesmo caminho sigam BNDES e a BNDESPAR com relação à aplicação de seus próprios recursos.

A BOVESPA inaugurou um projeto radical de classificação da qualidade societária das companhias abertas ao estabelecer três níveis diferenciados no mercado atual e inaugurar o Novo Mercado, eldorado dos investidores que buscam regras claras e justas para a convivência societária. Investidores institucionais, depois de experimentarem os dissabores das posições minoritárias sem retorno e o excesso de sabores da participação em blocos de controle, passaram a se mobilizar pelo aperfeiçoamento das práticas de governança corporativa para todos os acionistas nas empresas onde participam.

Estudos acadêmicos internacionais de alta qualidade (vide Carta 27) oferecem sustentação empírica robusta para a relação positiva entre a proteção aos direitos dos acionistas minoritários e o baixo custo relativo de capital para as empresas. Investidores estrangeiros ratificam a tese, anunciando sua intenção de investir mais

onde é possível compreender melhor como o lucro da companhia chega, sem perdas pelo caminho, até o acionista.

Alguns investidores minoritários locais vêm obtendo concessões importantes dos controladores no *aggiornamento* dos estatutos sociais de suas empresas, mesmo que ao custo razoavelmente elevado de organização desta ação coletiva. Os próprios acionistas majoritários – poucos ainda, é verdade – passaram a se interessar por aperfeiçoamentos societários nos instrumentos legais que regulam a vida de suas empresas.

O resultado provável desta notável convergência de interesses deverá ser uma redução, real e potencial, nos

assim chamados “benefícios privados dos controladores” (vide Carta 26). Estes benefícios por sua vez, são apontados pela literatura internacional¹ como o principal obstáculo à democratização do capital das empresas, ainda que esta seja a forma de propriedade mais eficiente do ponto de vista macro e microeconômico. Poderemos com estas reformas, quem sabe, transitar da relação indesejável de benefícios privados com prejuízos públicos para o enunciado mais conhecido e otimista de Mandeville endossado por Adam Smith que supõe a produção de benefícios públicos ainda que a partir de vícios privados.

Tudo isso é muito auspicioso e prenuncia uma evolução tão positiva

Nosso Desempenho

A despeito do fraco desempenho do mercado (Ibovespa e FGV-100 caíram 7,5% e 0,6%, respectivamente), as quotas do Cougar Dynamo valorizaram-se 9,5% no primeiro trimestre do ano.

Mais uma vez, nosso otimismo em relação ao mercado como um todo foi frustrado. Desta vez, a crise na Argentina está tão grave que até a trajetória descendente dos juros internos foi revertida. A alta da taxa de câmbio, que continuou ao longo do mês de abril, trouxe de volta a perspectiva de uma inflação acima da meta pré-estabelecida pela Banco Central e, por causa disto, não restou outra alternativa que não fosse o aumento dos juros.

Não sabemos de que forma esta situação vai se resolver. Como a história não necessariamente se repete, mas é provável que rime, talvez

caiba um paralelo com a situação de janeiro de 99, pelo menos no que diz respeito ao mercado de ações. Tanto naquele momento como agora, não serão só as empresas exportadoras que se beneficiarão da alta do dólar. Mesmo as empresas que não são exportadoras mas cujos produtos tenham preço de referência em dólar serão beneficiadas. A velocidade e grau deste impacto vai depender de quão rápido estas companhias serão capazes de ajustar seus preços e da elasticidade da demanda de cada produto. Também como em 1999, o impacto de uma desvalorização sobre o valor real das empresas da carteira do Dynamo Cougar é positivo mesmo que o primeiro efeito sobre o preço destas ações seja negativo (talvez valha uma releitura da Carta 22, “O Valor Real das Empresas no Brasil”).

¹ Porta, R.L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Corporate Ownership Around the World, October 1998, working paper, Harvard University e Bebchuk, L.A., A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control, Discussion Paper Nº 260, Junho 1999, Harvard Law School.

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar. Todas as opiniões e estimativas aqui contidas constituem nosso julgamento até esta data e podem mudar, sem aviso prévio, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura.

Tabela I - Desempenho em US\$ até março de 2001

Período	Dynamo Cougar	FGV-100	Ibovespa médio
60 meses	93,55%	21,27%	29,94%
36 meses	44,83%	9,92%	-37,59%
12 meses	-3,90%	-21,48%	-35,74%
3 meses	-0,98%	10,06%	-16,00%

Valorda cota em 30/03/2001 = 25,300415269

Por outro lado, fomos também surpreendidos, desta vez agradavelmente, com a aprovação da nova Lei das S/A pela Câmara dos Deputados no final de março. Nossa surpresa deveu-se ao momento da aprovação – esperávamos que acontecesse no final do semestre apenas – e não quanto ao conteúdo. Alguns investidores sentiram-se frustrados com o texto final da reforma. Não foi o nosso caso.

A nova Lei, que ainda tem que ser aprovada no Senado e só passa a valer 120 dias após sua publicação, traz avanços muito significativos para algumas questões relevantes, dentre as quais as mais importantes, em nossa opinião, são (i) a volta do *tag along* para as ações ordinárias (embora por 80% do preço de controle), (ii) a regulação do processo de fechamento de capital e (iii) a nova forma de eleição dos membros do conselho fiscal.

Muitos criticaram a o fato de que, na prática, os preferencialistas continuarão ausentes do conselho de administração (até 2006, este representante, se houver, terá que ser escolhido a partir de uma lista triplíce indicada pelo controlador). Não achamos que esta foi uma perda significativa pois nossa experiência prática tem mostrado que o benefício desta representatividade é relativamente baixo. No entanto, acreditamos que a solução de possíveis conflitos de interesse talvez pudesse ter sido melhor regulada. Na redação que prevaleceu, os acionistas preferenciais podem até convocar uma Assembléia Extraordinária para deliberar sobre a existência ou não de

conflito, mas não podem votar nesta AGE. Como o controlador tem a maioria das ações ordinárias por definição, e não está impedido de votar nesta assembléia, ela torna-se inócua. Isto não aconteceria caso as ações preferenciais pudessem votar nesta deliberação, pelo menos nas companhias onde o controlador possuíse menos do que 51% do capital total.

Em última análise, entendemos que o principal efeito da reforma da Lei será um maior equilíbrio na relação entre minoritários e controladores de companhias já existentes. Como já dissemos anteriormente, achamos que a Lei foi criada em 76 no contexto de um mercado crescente, favorecido por uma política explícita do governo de subsidiar o investimento em ações via subsídios fiscais tanto para os investidores quanto para as próprias empresas. Tanto foi assim que a maior ameaça a uma empresa era a perda de seu registro de companhia aberta pois isto acarretaria numa pior situação fiscal. Portanto, entendemos que era necessário adaptar a Lei para o contexto atual e, mesmo se este re-equilíbrio entre controladores e minoritários for a única consequência da nova Lei, a reforma certamente já terá se justificado.

No entanto, uma evolução real de nosso mercado de capitais depende mais de uma mudança dos costumes do que de uma reforma da Lei. E, neste sentido, a aprovação no início de abril pelo CMN das novas regras de investimentos dos fundos de pensão – Resolução 2829 - foi muito positiva.

essencial quanto complexa: a democratização efetiva da propriedade do capital nas sociedades anônimas brasileiras com títulos negociados em bolsa de valores. Qual a sua relevância? A resposta à essa pergunta é o tema desta Carta.

No Brasil, embora não seja frequente, é possível encontrar empresas que apresentam bons resultados e são negociadas no mercado por valor próximo ou até mesmo inferior ao seu caixa líquido. Esta circunstância é impensável quando o controle de uma empresa é pulverizado. Por um motivo muito simples: alguém está sempre pronto a arbitrar esta distorção, eventualmente comprando lotes relevantes para poder participar da indicação dos administradores, se for deles a responsabilidade pela situação. Com isso, a cada momento, o preço da companhia tende a refletir com a melhor aproximação possível o valor que, por seus fundamentos, lhe é atribuído pela maioria dos agentes. Na verdade - e aqui está o ponto mais importante - qualquer situação de discrepância entre valor e preço atrai rapidamente a atenção dos arbitadores, razão pela qual não deve perdurar. É inevitável a lembrança do que ocorreu na década de 80 no mercado americano quando tomam força os movimentos de *take over* hostis. No mesmo contexto considere-se a atitude dos investidores institucionais nos EUA que, nesta mesma época, passam da fase do “se não gostamos da administração, vendemos nossas ações” para a posição mais realista de “se não gostamos da administração por que devemos ser nós os que saem da companhia?”. Atitude esta que, é bom lembrar, renova as bases da governança corporativa naquele país.

Muito diferente, como bem sabemos, é o que ocorre quando existe a figura do controlador. Neste caso, a gestão da companhia é, na prática, inacessível aos demais acionistas independentemente de seus resultados ou da performance das ações no mercado. Não há, evidentemente, arbitragem possível. Por exemplo, o controlador pode simplesmente optar, mesmo não tendo nenhum projeto de investimento em vista, por só distribuir dividendos no percentual mínimo obrigatório de vinte e cinco por cento dos lucros. Com isso, muito provavelmente, acumula-se um caixa fabuloso na empresa, mas que se transfere para o preço da ação com enorme desconto porque o mercado vê nisto um resultado do qual ele não necessariamente se apropriará (cabe aqui a lembrança do teste de Warren Buffett para se avaliar a decisão de não distribuir resultados: quanto de um dólar de lucro retido na empresa se transfere para o

quanto tardia no nosso, até agora, “submercado” de capitais. Nós da Dynamo, estamos há anos acompanhando este movimento que nunca nos pareceu tão bem conc(s)ertado quanto agora. Ao longo de 2001 todas essas iniciativas simultâneas e dirigidas a um mesmo fim produzirão, esperamos, uma geografia mais favorável para os investimentos em companhias abertas no Brasil. Para um número razoável de empresas o retorno do negócio deverá ser apropriado pelos seus sócios de maneira mais equilibrada, diminuindo em boa medida a famigerada expropriação dos minoritários. Como consequência, deverá ser possível alcançar, gradativamente, relação entre preço e lucro da ação mais compatível com aquelas que se verificam em

mercados mais desenvolvidos e com os quais concorreremos. Ao nosso ver, basta agora (o que não é pouco) o caso de sucesso de uma companhia de alta qualidade de governança no mercado - aqui entendido como maior competitividade pelo acesso à capital relativamente abundante e barato - para que se dê a ignição de toda essa engrenagem.

Belas e esperadas perspectivas. Mas depois de tudo isso, quão próximos dos mercados de primeiro mundo, dos mercados que oferecem recursos para a produção e inovação tecnológica com extraordinária eficiência, estará o mercado brasileiro de capitais? Depois disso tudo e independente da quantidade e qualidade do esforço já despendido, haverá ainda pelo menos uma tarefa tão

valor da ação em um período de cinco anos?). Um caso ainda mais extremo se dá quando não tendo nenhuma perspectiva de aumento de capital ou mesmo porque pretende vender o controle cobrando um prêmio subsidiado pela depreciação das posições minoritárias, o acionista majoritário - e, por conseguinte a administração - simplesmente se desinteressa do que se passa com a ação. Não investe na relação com o mercado, não divulga informações precisas, não tem nenhuma paciência para responder às indagações dos analistas. O papel fica abandonado, em prejuízo daqueles que precisam de preço e liquidez naquele momento.

Na propriedade pulverizada, esta negligência por parte dos que detêm o poder de indicar a administração é severa e rapidamente penalizada. Algum investidor estará sempre disposto a oferecer mais pelas ações, pois conhece o seu valor intrínseco e sabe quanto pode pagar, ainda que ao custo (ou bônus) de precisar adquirir uma quantidade de ações suficiente para interferir na gestão. Para os interessados em comprar ações, por conseguinte, deixa de ser necessário, como ocorre quando o controle é centralizado, provisionar contingências subjetivas para as idiosincrasias do acionista controlador. Dito de outra forma: quando o controle é pulverizado o valor das ações tende a ser aquele que reflete exatamente, e a cada momento, a média das expectativas dos investidores em relação ao futuro do negócio. E isto é o fundamento básico para o pleno funcionamento de um mercado de capitais maduro. Inversamente e por esta razão, controladores e blocos de controle organizados em acordo de acionistas configuram um indistintível indicador de atraso relativo nestes mercados, por maiores e melhores que sejam suas formas e reformas regulatórias.

Como é o processo pelo qual empresas de controle centralizado se tornam corporações? A resposta a esta pergunta aparentemente simples envolve mais especulações do que irrefutável evidência empírica. No caso dos EUA três fatores conjuntamente parecem ter tido grande influência nesta dinâmica. Em primeiro lugar um aparato de regulação e principalmente de fiscalização muito bem montado e rigoroso que reduz as alternativas de produção de benefícios privados para o controlador, tornando relativamente barata a perda do controle em benefício do negócio. Em segundo lugar o processo competitivo entre as companhias faz com que em determinados momentos o mercado de

capitais (na ausência de outras fontes privadas ou públicas de crédito de longo prazo, ao menos acima de um certo grau de endividamento) seja a melhor fonte de recursos para expansões ou investimentos inadiáveis. As alternativas passam então a ser diluir o controle ou destruir o negócio, o que reduz bastante a dificuldade do controlador para tomar a decisão, embora não necessariamente a sua dor. Por fim há o impacto do imposto sobre heranças. Muitas vezes, para se apossar dos ativos que lhes cabem em uma partilha, os herdeiros precisam (para pagar o imposto) vender a parte mais líquida e modular que possuem: as ações de uma companhia. Além do que o problema de gestão que se forma a partir da multiplicação de herdeiros ao longo de algumas gerações pode ser mais facilmente resolvido via profissionalização administrativa da corporação.

Ao lado destas explicações há teses mais controversas, mas nem por isso descartáveis. Dentre elas, destaca-se a de que a estrutura de propriedade das companhias em um dado país apresenta características de "path dependence". Ou seja, a estrutura presente depende do formato da estrutura passada, numa relação de desdobramentos sucessivos e vinculados que vão conformando sua história. Esta dependência pode ser explicada por fatores inerciais (custos de adaptação) e fatores políticos (reação à mudanças por parte de controladores se o controle é centralizado ou de executivos se é pulverizado). Em um *paper* muito interessante, Bebchuk e Roe² explicam desta maneira porque, em tempos de globalização, na análise comparativa entre países ainda persistem diferenças marcantes nas estruturas de propriedade das companhias quando tantas outras características econômicas já foram equalizadas. Esta persistência é incômoda. Se, como parece ser o caso, empresas de controle pulverizado permitem a organização de mercados mais eficientes (reduzindo o custo do capital e aumentando a disponibilidade de recursos para a expansão da capacidade produtiva) então, em um mundo onde a competição se internacionaliza, as companhias brasileiras passam a ter uma desvantagem comparativa que traz impactos macroeconômicos e sociais perversos.

Aceita a teoria de *path dependence*, segue-se o corolário de que mudanças no padrão de propriedade das companhias deveriam demandar algum tipo de intervenção extra-mercado já que este último sancionaria permanentemen-

te o *status quo*. Nesta linha, observa-se que em certos países da Europa e em especial na Inglaterra, algumas das grandes corporações se formaram na privatização de empresas estatais. Aqui no Brasil há o sucesso recente da pulverização forçada pelo Governo de um grande lote (ainda que minoritário) de ações da Petrobrás com a utilização de saldos do FGTS e a perspectiva já anunciada pelo CND de utilização deste modelo na privatização de Furnas, uma empresa de mais de R\$ 9 bilhões de patrimônio. Há, em torno de Furnas, uma grande expectativa. O Governo parece estar decidido a construir a primeira *corporation* brasileira. Se for bem sucedido - questões energéticas a parte - outros casos poderão ocorrer, inclusive diretamente no setor privado. Com isso o *path* do nosso mercado poderá ser alterado, e iniciada uma *dependence* muito mais saudável e produtiva.

Da nossa experiência com empresas brasileiras, é possível acrescentar mais um dado positivo. Há uma empresa onde certas medidas tomadas pela própria administração levaram à uma expressiva atração de pequenos investidores. Trata-se da Eternit, cuja história (inclusive o sério problema de risco no uso do amianto) comentamos mais detalhadamente na Carta 21. A empresa, sem dívidas e com um caixa de R\$ 170M, valia no mercado em dezembro de 98 R\$ 160M. Nos últimos três anos gerou um caixa de aproximadamente R\$ 88M/ano. Temos mais uma vez a conhecida distorção onde os resultados da companhia não são distribuídos para os investidores e por consequência o preço da ação é penalizado. Pois muito bem, depois de uma longa negociação, um bloco de mais de 80% dos acionistas ordinários (na prática só as ações ordinárias são negociadas em bolsa) chegou a um acordo que entre outras coisas estabelece um caixa mínimo necessário para garantir o bom funcionamento das operações correntes. O caixa excedente, ou bem é utilizado em projetos de investimento com taxa de retorno atraente ou é necessariamente distribuído. Investimento atraente no *core business* é, basicamente, aquele que for aprovado por 5/6 do Conselho de Administração (cujos membros são indicados por vários acionistas distintos) e fora do *core business* aquele aprovado pela unanimidade dos Conselheiros de Administração. Com esta regra simples e objetiva, desde o início das negociações até hoje, o preço da ação variou de R\$ 225 (em dez.1998) para R\$ 343 (em dezembro de 2000) tendo

sido distribuídos sob a forma de dividendos ou juros sobre capital próprio cerca de R\$ 367, por ação. Qual o impacto deste fato na estrutura de propriedade de capital da companhia? Em 1994 o valor financeiro médio por transação em bolsa foi de R\$ 60,0 mil, entre 94 e 98 de R\$ 47,3mil em 99 de R\$ 20,9mil e em 2000 de R\$ 14,8mil. Em dezembro de 1998 o número de ações classificadas na categoria de detentores de menos de 500mil ações era de 11.950 mil e em novembro de 2000 este número passou a ser de 31.740 mil. O papel, antes muito pouco negociado, passou a ter uma liquidez bem razoável. Este ensaio de pulverização é explicado pela atração de pequenos investidores para uma ação cuja remuneração anual (via dividendos ou juros sobre capital próprio) projetada é razoavelmente previsível e compensadora *vis a vis* outras alternativas de aplicação.

Se as iniciativas que apontam para a democratização do capital de empresas brasileiras progredirem estaremos diante de um fato interessante. Onde o mercado já é pulverizado, o esforço de governança corporativa está centrado na relação potencialmente conflitiva entre acionistas e executivos. Nossos padrões de governança atuais estão voltados para outro tipo de conflito: majoritários X minoritários. O curioso é que se há ainda uma intensa discussão em torno da nova Lei das S.A. onde cada

concessão aos minoritários foi barganhada até a última vírgula pelos majoritários e vice-versa, no caso do aparato institucional para lidar com o problema das relações entre acionistas e executivos estamos muito adiantados. É de fato estranho que já tenhamos prontos e instalados em documentos formais os elementos básicos de governança corporativa típicos de um contexto mais moderno que, infelizmente, ainda não é o nosso. Mas é isto mesmo que acontece. Se não, vejamos. O grande evento societário de uma corporação é sua Assembléia onde, entre outras coisas, se procede à nomeação dos representantes dos acionistas no Conselho de Administração e indiretamente à escolha dos executivos que tocam a companhia. Por isso, tudo gira em torno de como se organizam estas reuniões. Entre os direitos mais valorizados para qualificar uma boa situação de governança para os investidores estão: voto cumulativo, voto por procuração, pequeno percentual de ações necessário para convocar uma AGE, acesso à lista de acionistas e limitações rigorosas para o impedimento do direito de voto antes de uma Assembléia. Pois nós, aqui no Brasil, os temos todos. O que não temos são justamente as corporações. Em resumo: onde podemos ter boa governança não temos (ainda) o que governar e onde há empresas governáveis estamos (ainda) a produzir boas condições de governabilidade.

Os gnósticos diziam que a melhor maneira de se livrar de um pecado é cometê-lo, pois o arrependimento e o remorso se encarregam de eliminá-lo no futuro. Este seria um argumento exótico para sugerir otimismo em relação ao futuro do nosso mercado de capitais. Há outros bem mais práticos: (i) criação do Novo Mercado da BOVESPA e o esforço de vários órgãos do Governo para povoá-lo com uma nova espécie: a empresa societariamente democrática; (ii) experiência bem sucedida da venda pulverizada da Petrobrás pelo BNDES e o anúncio de que outras virão pelo mesmo caminho; (iii) comprovação oferecida pelo caso Eternit de que estabilidade de retorno mais liquidez no médio prazo (como deve acontecer no caso de empresas que tenham um bom negócio e um bom estatuto) atraem a poupança do pequeno investidor; e, (iv) por último - mas importantíssimo - há o trabalho no laboratório do Governo para a produção deste Frankenstein ao contrário que haverá de ser Furnas privatizada via pulverização de seu capital. Basta um caso de inequívoco sucesso, cenas explícitas de vantagem competitiva para que - virtudes do capitalismo - o novo modo corporativo se propague. Se acontecer, melhor para o mercado, melhor para o país.

Rio, 11 de maio de 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
1ºTrim/99	6,81	6,81	474,80	11,91	11,91	47,20	12,47	12,47	117,36
2ºTrim/99	24,28	32,75	614,36	24,60	39,44	83,41	2,02	14,74	121,76
3ºTrim/99	3,17	36,96	637,01	-4,71	32,87	74,77	-7,41	6,24	105,34
4ºTrim/99	49,42	104,64	1001,24	62,92	116,46	184,73	59,53	69,49	227,58
1ºTrim/00	6,15	6,15	1068,96	11,53	11,53	217,56	7,08	7,08	250,77
2ºTrim/00	-2,43	3,57	1040,57	-6,26	4,55	197,67	-9,03	-2,59	219,10
3ºTrim/00	4,68	8,42	1093,99	0,88	5,47	200,31	-6,10	-8,53	199,63
4ºTrim/00	-4,98	3,02	1034,53	-7,69	-2,63	177,23	-10,45	-18,08	168,33
1ºTrim/01	-0,98	-0,98	1023,4	-10,06	-10,06	149,33	-16,00	-16,00	125,39

(*) 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, fale com Bruno Rocha, Pedro Eberle, Marcelo Stallone ou Luiz Orenstein, mande-nos um e-mail: dynamo@dynamo.com.br ou visite nossa página na internet: <http://www.dynamo.com.br>

DYNAMO

**ADMINISTRAÇÃO
DE RECURSOS LTDA.**

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