

**Insper Instituto de Ensino e Pesquisa**  
**Faculdade de Economia e Administração**

**Felipe Martins Charneca**

**Fatores determinantes de *fees* cobrados em *IPOs* no Brasil**

**São Paulo**

**2019**

Felipe Martins Charneca

## **Fatores determinantes de *fees* cobrados em *IPOs* no Brasil**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientadora: Prof<sup>a</sup> Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

**São Paulo**

**2019**

Charneca, Felipe Martins

Fatores determinantes de *fees* cobrados em *IPOs* no Brasil /  
Felipe Martins Charneca – São Paulo: Insper 2019.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Insper  
Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientadora: Prof<sup>a</sup> Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

**Resumo**

Charneca, Felipe Martins. Fatores determinantes de *fees* cobrados em *IPOs* no Brasil. São Paulo, 2019. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

*Initial Public Offering* (oferta primária de ações, na sigla em inglês) é parte da estratégia financeira de uma empresa que tem como finalidade a captação de recursos que possam auxiliar a companhia a atingir seus objetivos. São comumente utilizados como um simples meio de levantar capital para auxílio no crescimento da empresa, desalavancagem financeira ou até mesmo como um meio de facilitar a venda de participação pelos acionistas da companhia. Pode-se definir um *IPO* como oferta primária ou secundária, seguindo a estratégia de foco, sendo a primária uma emissão de novas ações e secundária a emissão de ações já existentes, porém não negociadas, usualmente utilizada como meio de redução da participação de sócios no negócio.

Diversos estudos investigam as razões para o *underwriting*, porém poucos têm como objeto de estudo os *fees* cobrados pelos bancos no caso de um *IPO*.

É interessante conhecer os custos diretos de um *IPO* para que possamos entender quais são estes e quais são os fatores determinantes que podem ajudar na compreensão dos custos do *IPO*.

Este estudo tem como foco a verificação, por meio da análise de prospectos de *IPOs*, de possíveis evidências sobre as variáveis que possuem influência sobre os *fees* cobrados pelos bancos de investimentos, podendo também gerar conhecimento sobre a lógica por trás destes fatores determinantes.

Foram analisados 99 *IPOs* realizados no Brasil entre janeiro de 2007 e dezembro de 2018, onde o *fee* percentual médio cobrado pelos bancos de investimento foi de cerca de 3,23% na amostra coletada.

Através do uso do método de regressões lineares múltiplas, utilizando-se de variáveis explicativas, como características das emissões, e de controle, como ano e setor, por exemplo, pode-se averiguar as relações entre o *fee* e as demais variáveis.

## 1. Introdução:

Assim como tratado por Ross Gueddes (2003), do ponto de vista empresarial, o IPO é de suma importância para grandes empresas como forma de captação de recursos para seguir com sua estratégia corporativa, podendo ter seus recursos utilizados de diversas maneiras, como um meio de financiar uma aquisição ou uma estratégia de crescimento mais agressiva, a desalavancagem financeira da companhia, tornando-a mais “segura” aos seus credores e acionistas, ou até mesmo tendo como simples objetivo criar uma saída para seus acionistas, possibilitando a venda de sua participação na companhia. Em geral, um *IPO* tem como resultado o aumento na liquidez de seu capital, uma vez que parte de sua composição acionária passa a ser flutuante, envolvendo diversas negociações e trocas de acionistas.

“O lançamento de títulos ao público não é livre de custos” (Ross, 1995), sendo assim, é necessário entender quais são os custos de uma emissão de ações, sendo diretos ou indiretos. Os custos diretos podem ser representados pelos *fees* cobrados pelos *stakeholders* participantes do processo, despesas diretas (registros e impostos, por exemplo), enquanto os custos indiretos geralmente não são apresentados nos prospectos (geralmente atrelados ao tempo gasto pela administração na emissão), *underpricing*, opções *green shoe* (representam uma opção de compra para os intermediários no caso de excesso de demanda pelo título ofertado), entre outros.

De acordo com Grinblatt e Titman (1998), empresas decidem abrir capital seguindo uma decisão onde deve ser avaliada as vantagens e desvantagens do processo do *IPO* e do resultado gerado após este processo. Podemos citar dentre os fatores que influenciam a decisão de prosseguir com o *IPO*, questões financeiras, como um menor custo de capital de terceiros (com o melhor acesso ao mercado de capitais), uma maior liquidez para seus acionistas (andando em conjunto com uma descentralização do quadro acionário) ou os custos envolvidos no processo (influenciando negativamente a decisão), ou questões

mais estratégicas, como um melhor monitoramento e nível de informação (em conjunto com uma maior credibilidade no mercado) ou uma maior pressão do mercado quanto às decisões executivas.

Vantagens	Desvantagens
<ul style="list-style-type: none"><li>· Melhor acesso ao mercado de capitais</li><li>· Acionistas ganham liquidez</li><li>· Diversificação no quadro de acionistas</li><li>· Monitoração e informação providenciada pelo mercado de capitais</li><li>· Melhora na credibilidade da empresa</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>· Um processo caro</li><li>· Custos de negociação entre acionistas</li><li>· Vazamento de informações para os competidores</li><li>· Pressão do mercado</li></ul>

Segundo Gueddes (2003) as etapas básicas de um IPO são estruturadas em um processo que consiste nas seguintes etapas, em ordem cronológica:

1. Preparação para o IPO: consiste na definição de questões organizacionais e estruturais, andando em conjunto com a contratação de assessores (legais e financeiros).
2. Realização da *due-diligence* e definição do esboço do prospecto: analisando as questões legais, contratuais e financeiras da companhia, criando um prospecto que deixa claro estas informações para os futuros investidores.
3. Resolução de questões regulatórias: passando por todas as questões burocráticas do IPO e concluindo o prospecto que deverá ser exposto aos investidores.
4. Definição do sindicato e sua apresentação: consiste na escolha final de todos os bancos participantes e dos papéis que cada um terá no processo do IPO.
5. *Marketing e Roadshow*: representa a apresentação do prospecto e das informações da companhia aos investidores, que tomarão a decisão de alocar capital ou não no investimento nestas ações ofertadas.
6. *Pricing, bookbuilding*, aprovação regulatória e alocação final: momento onde são definidas as características finais do *IPO*, o preço por ação, os investidores que terão participação e a alocação da emissão em

cada investidor, tudo sujeito à aprovação final do órgão regulador do mercado.

7. *Aftermarket*: Representa a estabilização dos preços por ação, a publicação dos *research reports* e uma maior atividade de relações com investidores, tendo fim definido ao final do período de *lock-up*.

Existe uma extensa literatura, como Lee, Lochhead, Ritter e Zhao (1996), ou até mesmo Ritter e Welch (2002), sobre os custos indiretos da captação de recursos no mercado de capitais, focando principalmente no *underpricing* da emissão, embora existam poucos estudos sobre os custos indiretos do *IPO*. Este estudo, terá um foco nestes custos diretos da emissão de ações, que representam parte relevante dos custos associados ao processo.

Os custos diretos de um *IPO* podem se mostrar extensos, representando grande parte do capital levantado pela companhia no *IPO*, se mostrando um grande influenciador de decisões estratégicas e financeiras nas corporações.

Lee, Lockhead, Ritter e Zhao (1996) mostram em seu estudo a magnitude dos custos diretos de uma emissão de títulos, que podem chegar a 17% do valor da emissão, o que talvez possa inviabilizá-la ou torná-la não atrativa às companhias antes interessadas. Embora o valor possa assustar e se mostrar um obstáculo para o processo, um estudo recente realizado pela Deloitte (2017) aponta que estes custos reduziram, chegando a cerca de 5%, o que traz à tona uma questão sobre o motivo desta queda, assim como quais fatores influenciam estes custos.

Seguindo a literatura (Ross, Westerfield e Jaffe, 2010), é possível chegar em um racional para algumas hipóteses sobre as relações de características da emissão com os *fees* cobrados. Dentre estas relações é válido mencionar, dentre outras:

- Tamanho da empresa: inversamente relacionado ao *fee* cobrado, uma vez que representa um maior poder de barganha por parte da empresa emissora.
- Tamanho da oferta: inversamente relacionada ao *fee* cobrado, também caracterizada pelo maior poder de barganha por parte da empresa emissora.

- Presença de um fundo de *private equity*: a presença pode ser atrelada à um menor *fee*, uma vez que este fundo pode representar um meio de obtenção de outras empresas para novos processos de *IPO* (recorrência de cliente).

- Momento econômico: uma economia em período de crescimento, pode esperar um maior número de *IPOs* no mercado de ações, o que pode ser representado por um crescimento nos *fees* cobrados.

À fim de investigar estas relações, neste artigo irei conduzir um estudo focado nos valores cobrados por assessores financeiros quando contratados para a realização de *IPOs*, seus determinantes e o efeito sobre este *fee* quando comparado temporalmente e entre diferentes ativos, abordando uma análise descritiva e econométrica para a comprovação das premissas do estudo, sendo cada uma atrelada a sua respectiva variável.

## **2. Revisão da Literatura**

Para validar as relações apresentadas por Ross, Westerfield e Jaffe, é necessário buscar uma literatura mais extensa, que comprove os pontos mencionados pelos autores.

Dimovski e Brooks (2015) mostram evidências que sugerem economias de escala em todos os custos diretos do *IPO*, demonstrando que para cada 1% adicional no valor da emissão, existe um acréscimo de 0,7% aproximadamente nos custos diretos, ou seja, encontraram evidências de que os aumentos dos custos diretos são menores, proporcionalmente, do que os aumentos no tamanho da emissão.

Kaplan e Stromberg (2009) encontraram em seu estudo evidências de que fundos de *private equity* agregam valor econômico nas empresas em que investem, por meio de ações visando ganhos por meio de melhorias de eficiência e de ganho de *market share*, “profissionalizando” a companhia, assim como seus processos internos. Sendo assim, seguindo uma cronologia voltada para os retornos dos fundos, os autores mencionam um processo de



investimento com práticas de melhorias que tem como finalidade o desinvestimento, podendo ser representado como uma venda para outros investidores diretamente ou via oferta pública de ações. Ou seja, é notável a recorrência de fundos em processos de *IPO*, demonstrando uma lógica de incentivos que faça sentido, por parte dos bancos de investimentos, para que haja recorrência do relacionamento entre o fundo e o banco de investimento.

Analisando sob um olhar diferente, Dunbar (1995) argumenta que custos diretos no *IPO* são relacionados à complexidade do processo, embora seja difícil quantificar a “complexidade”. É possível afirmar que essa “complexidade” é minimizada quando a companhia possui uma melhor governança e existe menor assimetria de informação entre o emissor e o investidor, ambas características presentes nos *IPOs* de fundos de *private equity*, que já possuem uma relação com investidores bem estruturada e com pouca assimetria de informação entre seus acionistas e a companhia.

Por fim, é necessário analisar a relação entre oferta (por parte dos bancos de investimento) destes serviços e a demanda por tal (por parte das companhias), sendo assim, em um mercado com uma oferta limitada de bancos para o serviço de assessoria financeira e uma demanda por tais serviços alta em determinados momentos, deve elevar os preços cobrados pelo serviço, demonstrando um maior *fee* cobrado em momentos de maior aquecimento de mercado.

Sendo assim, o estudo parte de algumas principais hipóteses sobre diferentes “fatores determinantes”.

**Hipótese 1.** Volume da emissão influencia negativamente o *fee* percentual cobrado pelos bancos de investimento

**Hipótese 2.** A presença de um fundo de *private equity* no quadro acionário da empresa influencia negativamente os *fees* cobrados

**Hipótese 3.** Momentos de maior aquecimento de mercado influenciam positivamente o *fee* percentual cobrado pelos bancos de investimento.

### 3. Base de Dados e Metodologia

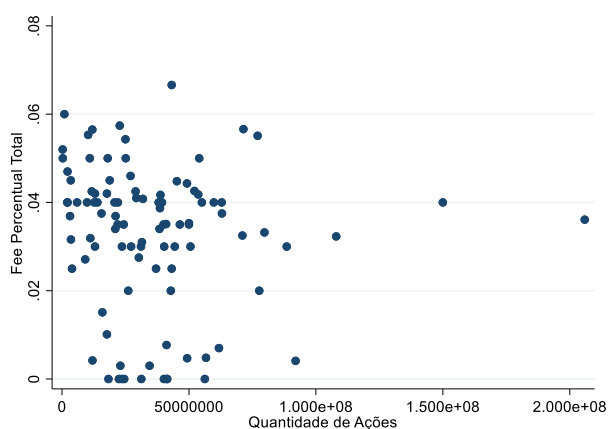
#### 3.1. Base de Dados

Para construção da base de dados, foram coletados dados de 99 *IPOs* listados na BM&FBovespa entre janeiro de 2007 e dezembro de 2018. As informações dos *IPOs* foram coletadas nos prospectos documentados e registrados na CVM, incluindo os *fees* cobrados, com as suas respectivas categorias (*fee* de garantia firme, por exemplo), os preços por ação, quantidade de ações a serem ofertadas, volume garantido pelo distribuidor como garantia firme e uso dos recursos, incluindo suas categorias.

#### 3.2. Metodologia

##### 3.2.1. Análises Descritivas

Para tentar identificar uma relação, de maneira gráfica, entre o tamanho da operação e o *fee* percentual total cobrado pelos bancos, se baseando na Hipótese 1, foi feito um gráfico de dispersão que mostrou resultados pouco conclusivos sobre a relação, não fica claro graficamente o “ganho de escala” mencionado anteriormente.



O que talvez possa explicar a falta de clareza na relação entre o “tamanho da emissão” e o *fee* total, podem ser os efeitos de momento de mercado,

justificando um controle da base de dados pelo ano de emissão, análise descritiva apresentada na Tabela 1 (anexo).

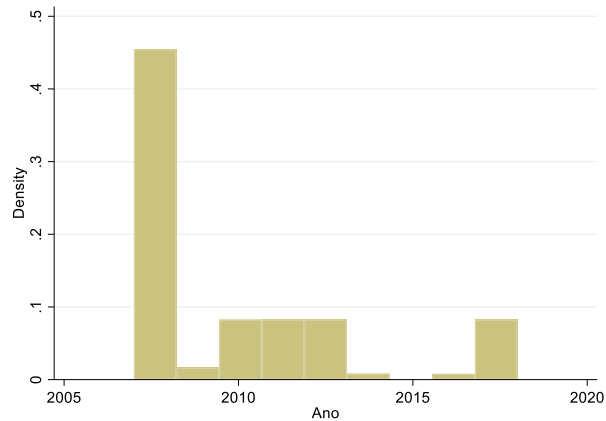
Ainda sobre a Hipótese 1 e analisando sob uma abordagem diferente, foi elaborada a Tabela 2 (anexo) que mostra a média, desvio padrão, mínimo, máximo, mediana e dos quartis 25% e 75%, separando os grupos entre “Abaixo da Mediana” e “Acima da Mediana”. Nota-se então uma característica diferente sobre os *fees* totais, é observado uma maior taxa no grupo com volume acima da mediana, o que pode trazer conclusões errôneas, uma vez que os *IPOs* com volume acima da mediana estão distribuídos principalmente nos anos de 2007 e 2017, talvez evidenciando uma maior presença em anos de “euforia de mercado”, caracterizados por um maior número de *IPOs*, o que justifica uma maior cobrança por parte dos bancos, que passam por uma maior demanda de seus serviços.

À fim de averiguar a Hipótese 2, foi elaborada a Tabela 3 (anexo), que mostra a média, desvio padrão, mínimo, máximo, mediana e dos quartis 25% e 75% da amostra completa, de uma amostra contendo somente empresas investidas de fundos de *private equity* e uma terceira amostra que exclui os *IPOs* de empresas destes fundos de investimentos. Nota-se uma maior presença nas extremidades (analisando os volumes) de *IPOs* desconsiderando aqueles provenientes de fundos de *private equity*, quando em comparação os *IPOs* das investidas de fundos aparentam estar mais concentradas e próximas de sua mediana.

O trabalho de investigação da hipótese de que a presença de fundos de *private equity* diminui os *fees* cobrados nos *IPOs* no Brasil se mostra mais complexo, sendo assim, uma simples análise descritiva dos dados não parece concordar com a hipótese, nota-se um *fee* médio de 3,38%, 0,18 pontos percentuais acima da média excluindo-se os *IPOs* de *private equity*. Esta análise pode levar a conclusões erradas, para tanto, foi necessário a utilização da metodologia econométrica para tornar possível uma conclusão mais assertiva.

Por fim, para analisar a distribuição cronológica dos *IPOs* realizados no Brasil nos anos estudados (2007 a 2018) e a Hipótese 3, foi criado o seguinte

histograma, que mostra um forte momento de expansão do mercado acionário no país no ano de 2007, com enfraquecimento nos anos seguintes. Um ponto notável é que, ao olharmos a Tabela 1 (anexo) e compararmos com o histograma, vemos que o ano com o maior número de *IPOs*, neste ano vimos 51 casos, não possui o maior fee total, em média (2,78%), o que talvez possa ser explicado pelo pequeno número de observações totais na amostra (90 *IPOs*), que dificulta uma análise tão simples.



O estudo mostrou a necessidade do uso da econometria para que se possa tirar conclusões efetivas sobre os dados, podendo ou não evidenciar a confirmação das hipóteses levantadas.

### 3.2.2. Regressão

À fim de realizar uma análise mais adequada sobre os fatores determinantes dos *fees* cobrados em *IPOs* no Brasil, foi gerada uma regressão linear múltipla utilizando a base de dados construída, foram utilizadas as seguintes variáveis na construção do estudo:

<b>Variáveis Dependentes</b>	
Fee Total Nominal	Estudar as variações causadas no <i>fee</i> como volume total, no log natural
Fee Total Percentual	Estudar as variações causadas no <i>fee</i> como um percentual da emissão
<b>Variáveis Explicativas</b>	
Dummy PE	Utilização de uma <i>Dummy</i> com valor 1 quando existe a presença de um fundo de <i>private equity</i> envolvido
Volume da Emissão	Tamanho da emissão em reais (no log natural quando na Regressão 1)
Dummy Ações Ordinárias	Dummy com valor igual a 1 quando a emissão for por meio de ações ordinárias
Quantidade de Ações	Quantidade de ações (no log natural quando na Regressão 1)
Preço por Ação	Preço por ação em reais
Volume Garantido	Volume garantido pelos bancos de investimento quando contratados para a emissão (no log natural quando na Regressão 1)
Uso dos Recursos	Percentual da emissão alocado para cada tipo de uso dos recursos
<b>Variáveis Controle</b>	
Dummies de Setores	<i>Dummies</i> para controlar setores aquecidos na economia brasileira
Dummies de Ano	<i>Dummies</i> para controlar os anos de euforia no mercado

A utilização das regressões no estudo gerou estatística onde se obteve os resultados presentes na tabela a seguir (versão completa na Tabela 5), evidenciando um efeito negativo observado no *fee* quando na existência de um fundo de *private equity* no quadro acionário da empresa.

	<b>Regressão 1</b> (Fee Total em R\$)		<b>Regressão 2</b> (Fee Total em %)	
	<b>Completa</b>	<b>Final</b>	<b>Completa</b>	<b>Final</b>
Constante	1.6e+06 (.31402)	2.3e+07** 2.45127	.06098 (.01654)	.00002*** (.00001)
Volume	.14128 (.11063)	0.30165** (.01681)	2.2e-12 (4.8e-12)	
Ação Ordinária	3.21685 (1.35640)		.00709 (.01127)	
Quantidade de Ações	.65721 (1.35670)		-4.2e-11 (7.7e-11)	
Preço por Ação	.16540 (.00245)		.00003 (9.6e-06)	.04610* (.00415)
Volume Garantido	.89120 (.30156)		-3.5e-11 (1.2e-10)	
Dummy PE	-.01034 (.00152)	-.10680* (.09875)	.00486 (.00622)	-.00794** (.00377)
N	90	90	90	90
Teste F	13.51	15.34	1.20	5.33
R <sup>2</sup>	0.2678	0.1892	0.4608	0.3126

\*, \*\* e \*\*\* representam estatisticamente significante abaixo de 10%, 5% e 1% respectivamente

Formato: Coeficiente  
(Desvio Pad.)

#### 4. Resultados

Assim como demonstrados na Tabela 5, os resultados obtidos na regressão confirmam a hipótese de que a presença de um fundo de *private equity* no quadro acionário de uma empresa tem efeito negativo no *fee* a ser cobrado pelos bancos de investimento no momento do *IPO* da companhia. Outro resultado, talvez com pouca clareza sobre o seu porquê foi o efeito positivo do preço por ação no *fee* percentual, o que possivelmente explicaria este aumento é a questão da complexidade, exemplificada por Dunbar (2000).

Os resultados representativos do “ganho de escala” foram ambíguos na regressão que tem como variável explicativa o logaritmo natural do *fee* nominal cobrado nas emissões, uma vez que, o volume teve efeito positivo na variável dependente, enquanto a quantidade de ações teve efeito negativo. Estes resultados são pouco conclusivos, uma vez que fica claro que quanto maior o volume ofertado, maior será o *fee* nominal.

$$(\textit{fee nominal} = \textit{fee percentual} * \textit{Volume}).$$

Por fim, o estudo confirma em partes as referências teóricas e as hipóteses levantadas, demonstrando que existe o chamado “efeito *private equity*”, embora no Brasil ainda tenhamos pouca expressão no mercado de ações. Sendo assim, parece relevante para um estudo futuro, o uso de uma maior amostra, talvez se utilizando de uma abordagem econométrica com um modelo de Dados em Painéis, a fim de estudar a evolução e a mudança no “efeito *private equity*” ao longo dos anos, possivelmente relevante dado os avanços na presença de fundos que seguem esta estratégia em companhias brasileiras, vistos no mercado no país.

## REFERÊNCIAS

GUEDES, Ross. **IPOs and Equity Offerings**. 2003

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Financial Markets and Corporate Strategy**. 1998

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey. **Corporate Finance**. 2010

BOTTAI, Diego. **O impacto dos fundos de private equity no underpricing dos IPOs brasileiros**. 2013

SONODA, Fabio. **Análise da Influência do Private Equity e Venture Capital no Underpricing dos IPOs das Empresas Brasileiras no Período de 2004 a 2007**. 2008

SCHENONE, Carola. **The Effect of Banking Relationships on the Firm's IPO Underpricing**. 2004

CHEMMANUR, Thomas; HU, Gang; HUANG, Jiekun. **The Role of Institutional Investors in Initial Public Offerings**. 2010

DIMOVSKI, William; BROOKS, Robert. **Factors Influencing the Direct Costs of Property Trust IPOs**. 2015

BARRY, Christopher; MUSCARELLA, Chris; PEAVY, John; VETSUYPENS, Michael. **The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies**. 1990

LEE, Inmoo; LOCHHEAD, Scott; RITTER, Jay; ZHAO, Quanshui. **The Costs of Raising Capital**. 1996

RITTER, Jay; WELCH, Ivo. **A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations**. 2002

KAPLAN, Steven, STROMBERG, Per. **Leveraged Buyouts and Private Equity**. 2009

DUNBAR, Craig. **Factors Affecting Investment Bank Initial Public Offering Market Share**. 2000

AUGUSTO, Fernando. **Custos para a Abertura de Capital no Brasil – Deloitte**. 2017

**Tabela 1**

	Amostra			2007			2008			2009			2010		
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão
<b>Volume</b>	676.337.210	468.750.000	825.206.280	566.149.908	483.000.000	339.023.910	1.900.424.965	434.668.049	3.220.712.435	452.116.560	452.116.560	251.894.856	1.009.573.273	624.755.888	918.055.245
<b>Quantidade de Ações</b>	36.022.193	30.261.866	30.625.380	36.748.524	31.863.547	25.860.023	18.568.904	15.517.137	18.123.330	32.742.404	32.742.404	9.400.512	37.684.710	41.139.019	30.649.030
<b>Preço por Ação</b>	89,59	16,00	273,44	72,50	15,00	230,67	291,19	13,50	559,89	13,25	13,25	3,89	344,10	14,50	549,73
<b>Fees</b>															
<b>Fee Total</b>	3,23%	3,53%	1,66%	2,78%	3,00%	1,86%	3,44%	4,00%	1,84%	3,00%	3,00%	1,41%	3,22%	3,52%	1,61%
<b>Fee Coordenação</b>	0,52%	0,55%	0,32%	0,50%	0,60%	0,37%	0,55%	0,65%	0,32%	0,50%	0,50%	0,14%	0,46%	0,55%	0,22%
<b>Fee Alocação</b>	1,33%	1,50%	0,76%	1,29%	1,65%	0,87%	1,38%	1,40%	1,10%	1,50%	1,50%	0,42%	1,18%	1,50%	0,72%
<b>Fee Garantia</b>	0,58%	0,55%	0,48%	0,48%	0,55%	0,40%	0,83%	0,78%	0,64%	0,50%	0,50%	0,14%	0,68%	0,60%	0,56%
<b>Fee Incentivo</b>	0,41%	0,00%	0,61%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,73%	0,52%	0,64%
<b>Fee Outros</b>	0,38%	0,00%	0,62%	0,50%	0,00%	0,79%	0,69%	0,76%	0,66%	0,50%	0,50%	0,71%	0,17%	0,00%	0,27%
<b>Uso dos Recursos</b>															
<b>Reestruturação Empresarial</b>	1,12%	0,00%	4,62%	0,80%	0,00%	5,74%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Redução de Passivo</b>	7,12%	0,00%	11,50%	3,47%	0,00%	11,19%	7,50%	0,00%	15,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,60%	0,00%	5,36%
<b>Capital de Giro</b>	9,16%	0,00%	15,00%	3,43%	0,00%	14,63%	13,75%	7,50%	17,97%	17,50%	17,50%	24,75%	4,00%	0,00%	9,37%
<b>Aquisição de Imobilizado</b>	12,70%	0,00%	19,03%	7,10%	0,00%	18,61%	2,50%	0,00%	5,00%	33,50%	33,50%	2,12%	13,20%	0,00%	25,39%
<b>Aquisição de Participações</b>	31,96%	0,00%	30,93%	14,80%	0,00%	30,51%	29,75%	30,00%	8,58%	31,50%	31,50%	2,12%	19,03%	0,00%	36,92%
<b>Projeto</b>	29,50%	0,00%	31,56%	3,43%	0,00%	14,02%	37,00%	34,00%	17,01%	17,50%	17,50%	24,75%	10,00%	0,00%	25,39%
<b>Financiamento do Início das Operações</b>	0,62%	0,00%	3,82%	0,00%	0,00%	0,00%	9,50%	0,00%	19,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Outros</b>	7,49%	0,00%	18,36%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	10,67%	0,00%	29,47%
<b>2011</b>															
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão
<b>Volume</b>	478.743.599	397.302.389	392.512.122	166.246.195	166.246.195	54.216.845	446.588.297	366.642.158	369.471.523	106.442.289	106.442.289	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Quantidade de Ações</b>	28.649.965	26.000.000	20.246.222	15.933.921	15.933.921	9.613.197	25.339.729	19.394.429	20.388.621	3.942.307	3.942.307	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Preço por Ação</b>	16,43	16,25	2,43	11,50	11,50	3,54	17,80	18,00	5,01	27,00	27,00	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Fees</b>															
<b>Fee Total</b>	3,81%	4,06%	1,62%	4,23%	4,23%	2,14%	4,09%	4,18%	0,28%	2,50%	2,50%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Fee Coordenação</b>	0,66%	0,60%	0,45%	0,70%	0,70%	0,22%	0,47%	0,50%	0,17%	0,50%	0,50%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Fee Alocação</b>	1,39%	1,58%	0,75%	2,09%	2,09%	0,64%	1,41%	1,50%	0,51%	1,50%	1,50%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Fee Garantia</b>	0,66%	0,60%	0,45%	0,70%	0,70%	0,22%	0,87%	0,53%	0,91%	0,50%	0,50%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Fee Incentivo</b>	0,90%	1,00%	0,72%	0,75%	0,75%	1,06%	1,15%	1,20%	0,44%	0,00%	0,00%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Fee Outros</b>	0,20%	0,16%	0,22%	0,00%	0,00%	0,00%	0,19%	0,18%	0,21%	0,00%	0,00%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Uso dos Recursos</b>															
<b>Reestruturação Empresarial</b>	2,75%	0,00%	6,50%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Redução de Passivo</b>	6,15%	0,00%	11,59%	0,00%	0,00%	0,00%	3,75%	0,00%	10,61%	47,00%	47,00%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Capital de Giro</b>	4,70%	0,00%	9,71%	28,30%	28,30%	16,55%	5,00%	0,00%	9,26%	0,00%	0,00%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Aquisição de Imobilizado</b>	14,34%	0,00%	26,02%	30,00%	30,00%	42,43%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Aquisição de Participações</b>	20,94%	17,50%	19,74%	0,00%	0,00%	0,00%	25,63%	5,00%	37,74%	53,00%	53,00%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Projeto</b>	45,16%	42,80%	29,93%	0,00%	0,00%	0,00%	65,00%	75,00%	42,09%	0,00%	0,00%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Financiamento do Início das Operações</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Outros</b>	5,96%	0,00%	12,80%	41,70%	41,70%	58,97%	0,63%	0,00%	1,77%	0,00%	0,00%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.



	2016			2017			2018		
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão
<b>Volume</b>	279.069.780	279.069.780	n.m.	997.601.954	593.597.332	993.073.070	1.140.237.425	541.463.439	1.214.512.263
<b>Quantidade de Ações</b>	13.953.489	13.953.489	n.m.	68.354.477	49.230.769	63.778.960	52.650.799	29.268.294	48.120.556
<b>Preço por Ação</b>	20,00	20,00	n.m.	15,01	15,60	5,06	19,50	18,50	3,61
<b>Fees</b>									
<b>Fee Total</b>	4,00%	4,00%	n.m.	4,14%	4,00%	0,74%	3,78%	4,00%	0,48%
<b>Fee Coordenação</b>	0,55%	0,55%	n.m.	0,52%	0,55%	0,11%	0,44%	0,50%	0,11%
<b>Fee Alocação</b>	1,65%	1,65%	n.m.	1,36%	1,50%	0,44%	1,31%	1,50%	0,33%
<b>Fee Garantia</b>	0,55%	0,55%	n.m.	0,68%	0,55%	0,50%	0,44%	0,50%	0,11%
<b>Fee Incentivo</b>	1,25%	1,25%	n.m.	1,16%	1,00%	0,25%	1,41%	1,50%	0,18%
<b>Fee Outros</b>	0,00%	0,00%	n.m.	0,41%	0,43%	0,42%	0,19%	0,16%	0,20%
<b>Uso dos Recursos</b>									
<b>Reestruturação Empresarial</b>	0,00%	0,00%	n.m.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Redução de Passivo</b>	0,00%	0,00%	n.m.	9,00%	0,00%	15,82%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Capital de Giro</b>	0,00%	0,00%	n.m.	15,71%	0,00%	27,45%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Aquisição de Imobilizado</b>	0,00%	0,00%	n.m.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Aquisição de Participações</b>	100,00%	100,00%	n.m.	20,00%	0,00%	25,17%	38,33%	15,00%	53,93%
<b>Projeto</b>	0,00%	0,00%	n.m.	40,71%	40,00%	44,76%	28,33%	0,00%	49,07%
<b>Financiamento do Início das Operações</b>	0,00%	0,00%	n.m.	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Outros</b>	0,00%	0,00%	n.m.	14,57%	0,00%	31,38%	33,33%	0,00%	57,74%

**Tabela 2**

<b>Amostra (99)</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Mínimo</b>	<b>q = 25%</b>	<b>Mediana</b>	<b>q = 75%</b>	<b>Máximo</b>
<b>Volume</b>	676.337.210	825.206.280	20.701.000	311.832.045	468.750.000	711.883.549	6.711.662.763
<b>Quantidade de Ações</b>	36.022.193	30.625.380	257.850	16.797.531	30.261.866	47.817.740	205.882.353
<b>Preço por Ação</b>	89,59	273,44	6,75	12,26	16,00	19,00	1.350,00
<b>Fees</b>							
<b>Fee Total</b>	3,23%	1,66%	0,00%	2,61%	3,53%	4,19%	6,66%
<b>Fee Coordenação</b>	0,52%	0,32%	0,00%	0,40%	0,55%	0,60%	2,00%
<b>Fee Alocação</b>	1,33%	0,76%	0,00%	0,60%	1,50%	1,80%	3,00%
<b>Fee Garantia</b>	0,58%	0,48%	0,00%	0,40%	0,55%	0,68%	3,12%
<b>Fee Incentivo</b>	0,41%	0,61%	0,00%	0,00%	0,00%	1,00%	2,00%
<b>Fee Outros</b>	0,38%	0,62%	0,00%	0,00%	0,00%	0,51%	3,16%
<b>Uso dos Recursos</b>							
<b>Reestruturação Empresarial</b>	1,12%	4,62%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	41,00%
<b>Redução de Passivo</b>	7,12%	11,50%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	54,90%
<b>Capital de Giro</b>	9,16%	15,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
<b>Aquisição de Imobilizado</b>	12,70%	19,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	70,00%
<b>Aquisição de Participações</b>	31,96%	30,93%	0,00%	0,00%	0,00%	30,00%	100,00%
<b>Projeto</b>	29,50%	31,56%	0,00%	0,00%	0,00%	30,00%	100,00%
<b>Financiamento do Início das Operações</b>	0,62%	3,82%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	38,00%
<b>Outros</b>	7,49%	18,36%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%

<b>Acima da Mediana (49)</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Mínimo</b>	<b>q = 25%</b>	<b>Mediana</b>	<b>q = 75%</b>	<b>Máximo</b>
<b>Volume</b>	1.056.480.451	1.041.230.670	483.000.000	548.677.440	723.856.000	994.700.000	6.711.662.763
<b>Quantidade de Ações</b>	51.307.693	35.603.252	945.000	38.051.111	44.400.000	61.813.953	205.882.353
<b>Preço por Ação</b>	118,82	312,67	7,50	13,00	15,60	20,00	1.200,00
<b>Fees</b>							
<b>Fee Total</b>	3,23%	1,65%	0,00%	2,75%	3,50%	4,08%	6,66%
<b>Fee Coordenação</b>	0,48%	0,26%	0,00%	0,40%	0,55%	0,60%	1,13%
<b>Fee Alocação</b>	1,31%	0,75%	0,00%	0,60%	1,50%	1,80%	2,40%
<b>Fee Garantia</b>	0,63%	0,55%	0,00%	0,40%	0,56%	0,70%	3,12%
<b>Fee Incentivo</b>	0,40%	0,57%	0,00%	0,00%	0,00%	1,00%	1,53%
<b>Fee Outros</b>	0,41%	0,64%	0,00%	0,00%	0,08%	0,48%	3,16%
<b>Uso dos Recursos</b>							
<b>Reestruturação Empresarial</b>	1,24%	6,46%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	41,00%
<b>Redução de Passivo</b>	4,83%	11,05%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	46,70%
<b>Capital de Giro</b>	6,19%	18,69%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
<b>Aquisição de Imobilizado</b>	8,62%	18,97%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	70,00%
<b>Aquisição de Participações</b>	25,21%	35,96%	0,00%	0,00%	0,00%	45,00%	100,00%
<b>Projeto</b>	15,95%	29,14%	0,00%	0,00%	0,00%	20,00%	100,00%
<b>Financiamento do Início das Operações</b>	0,78%	5,43%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	38,00%
<b>Outros</b>	4,32%	17,94%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	94,00%

<b>Abaixo da Mediana (49)</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Mínimo</b>	<b>q = 25%</b>	<b>Mediana</b>	<b>q = 75%</b>	<b>Máximo</b>
<b>Volume</b>	300.430.443	116.086.373	20.701.000	210.000.000	309.714.090	390.181.817	465.750.000
<b>Quantidade de Ações</b>	20.834.084	13.146.972	257.850	11.950.768	20.689.655	26.095.238	56.250.000
<b>Preço por Ação</b>	61,89	230,49	6,75	11,50	16,50	19,00	1.350,00
<b>Fees</b>							
<b>Fee Total</b>	3,29%	1,65%	0,00%	2,71%	3,69%	4,25%	5,74%
<b>Fee Coordenação</b>	0,57%	0,37%	0,00%	0,50%	0,60%	0,64%	2,00%
<b>Fee Alocação</b>	1,39%	0,76%	0,00%	0,60%	1,50%	1,80%	3,00%
<b>Fee Garantia</b>	0,54%	0,40%	0,00%	0,40%	0,55%	0,64%	1,80%
<b>Fee Incentivo</b>	0,43%	0,66%	0,00%	0,00%	0,00%	0,90%	2,00%
<b>Fee Outros</b>	0,36%	0,61%	0,00%	0,00%	0,00%	0,52%	2,40%
<b>Uso dos Recursos</b>							
<b>Reestruturação Empresarial</b>	0,15%	1,07%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	7,50%
<b>Redução de Passivo</b>	4,03%	12,13%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	54,90%
<b>Capital de Giro</b>	5,22%	10,44%	0,00%	0,00%	0,00%	5,00%	40,00%
<b>Aquisição de Imobilizado</b>	7,18%	19,42%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	70,00%
<b>Aquisição de Participações</b>	14,57%	24,37%	0,00%	0,00%	0,00%	20,00%	100,00%
<b>Projeto</b>	20,78%	34,14%	0,00%	0,00%	0,00%	37,00%	100,00%
<b>Financiamento do Início das Operações</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Outros</b>	5,00%	19,13%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%

**Tabela 3**

	Amostra			Somente PE			Desconsiderando PE		
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão
<b>Volume</b>	676.337.210	468.750.000	825.206.280	539.315.345	431.250.000	302.779.859	702.751.063	483.000.000	890.335.418
<b>Quantidade de Ações</b>	36.022.193	30.261.866	30.625.380	36.236.517	34.650.556	22.545.528	35.980.877	29.268.294	32.061.331
<b>Preço por Ação</b>	89,59	16,00	273,44	99,11	15,39	333,61	87,76	16,00	262,64
<b>Fees</b>									
<b>Fee Total</b>	3,23%	3,53%	1,66%	3,38%	4,00%	1,80%	3,20%	3,50%	1,65%
<b>Fee Coordenação</b>	0,52%	0,55%	0,32%	0,56%	0,54%	0,44%	0,51%	0,55%	0,30%
<b>Fee Alocação</b>	1,33%	1,50%	0,76%	1,23%	1,50%	0,75%	1,35%	1,50%	0,76%
<b>Fee Garantia</b>	0,58%	0,55%	0,48%	0,57%	0,55%	0,44%	0,58%	0,55%	0,49%
<b>Fee Incentivo</b>	0,41%	0,00%	0,61%	0,84%	1,00%	0,65%	0,33%	0,00%	0,57%
<b>Fee Outros</b>	0,38%	0,00%	0,62%	0,17%	0,00%	0,32%	0,42%	0,00%	0,66%
<b>Uso dos Recursos</b>									
<b>Reestruturação Empresarial</b>	1,12%	0,00%	4,62%	0,00%	0,00%	0,00%	1,43%	0,00%	5,04%
<b>Redução de Passivo</b>	7,12%	0,00%	11,50%	10,29%	0,00%	12,37%	6,27%	0,00%	11,24%
<b>Capital de Giro</b>	9,16%	0,00%	15,00%	11,92%	0,00%	19,79%	8,41%	0,00%	13,91%
<b>Aquisição de Imobilizado</b>	12,70%	0,00%	19,03%	4,62%	0,00%	12,58%	14,89%	0,00%	20,00%
<b>Aquisição de Participações</b>	31,96%	0,00%	30,93%	24,62%	0,00%	27,96%	33,94%	0,00%	31,62%
<b>Projeto</b>	29,50%	0,00%	31,56%	44,12%	0,00%	n.m.	25,54%	0,00%	28,58%
<b>Financiamento do Início das Operações</b>	0,62%	0,00%	3,82%	0,00%	0,00%	0,00%	0,79%	0,00%	4,17%
<b>Outros</b>	7,49%	0,00%	18,36%	4,05%	0,00%	10,10%	8,42%	0,00%	19,60%

**Tabela 4**

<b>Amostra (99)</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Mínimo</b>	<b>q = 25%</b>	<b>Mediana</b>	<b>q = 75%</b>	<b>Máximo</b>
<b>Volume</b>	676.337.210	825.206.280	20.701.000	311.832.045	468.750.000	711.883.549	6.711.662.763
<b>Quantidade de Ações</b>	36.022.193	30.625.380	257.850	16.797.531	30.261.866	47.817.740	205.882.353
<b>Preço por Ação</b>	89,59	273,44	6,75	12,26	16,00	19,00	1.350,00
<b>Fees</b>							
<b>Fee Total</b>	3,23%	1,66%	0,00%	2,61%	3,53%	4,19%	6,66%
<b>Fee Coordenação</b>	0,52%	0,32%	0,00%	0,40%	0,55%	0,60%	2,00%
<b>Fee Alocação</b>	1,33%	0,76%	0,00%	0,60%	1,50%	1,80%	3,00%
<b>Fee Garantia</b>	0,58%	0,48%	0,00%	0,40%	0,55%	0,68%	3,12%
<b>Fee Incentivo</b>	0,41%	0,61%	0,00%	0,00%	0,00%	1,00%	2,00%
<b>Fee Outros</b>	0,38%	0,62%	0,00%	0,00%	0,00%	0,51%	3,16%
<b>Uso dos Recursos</b>							
<b>Reestruturação Empresarial</b>	1,12%	4,62%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	41,00%
<b>Redução de Passivo</b>	7,12%	11,50%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	54,90%
<b>Capital de Giro</b>	9,16%	15,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
<b>Aquisição de Imobilizado</b>	12,70%	19,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	70,00%
<b>Aquisição de Participações</b>	31,96%	30,93%	0,00%	0,00%	0,00%	30,00%	100,00%
<b>Projeto</b>	29,50%	31,56%	0,00%	0,00%	0,00%	30,00%	100,00%
<b>Financiamento do Início das Operações</b>	0,62%	3,82%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	38,00%
<b>Outros</b>	7,49%	18,36%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%

<b>Somente PE (16)</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Mínimo</b>	<b>q = 25%</b>	<b>Mediana</b>	<b>q = 75%</b>	<b>Máximo</b>
<b>Volume</b>	702.751.063	890.335.418	180.608.109	346.848.750	431.250.000	723.675.414	1.323.000.000
<b>Quantidade de Ações</b>	35.980.877	32.061.331	257.850	19.603.618	34.650.556	54.312.500	77.050.000
<b>Preço por Ação</b>	87,76	262,64	7,00	13,00	15,39	19,50	1350,00
<b>Fees</b>							
<b>Fee Total</b>	3,20%	1,65%	0,00%	3,38%	4,00%	4,24%	5,51%
<b>Fee Coordenação</b>	0,51%	0,30%	0,00%	0,48%	0,54%	0,60%	1,80%
<b>Fee Alocação</b>	1,35%	0,76%	0,00%	0,60%	1,50%	1,69%	2,25%
<b>Fee Garantia</b>	0,58%	0,49%	0,00%	0,48%	0,55%	0,63%	1,80%
<b>Fee Incentivo</b>	0,33%	0,57%	0,00%	0,00%	1,00%	1,50%	1,50%
<b>Fee Outros</b>	0,42%	0,66%	0,00%	0,00%	0,00%	0,11%	1,00%
<b>Uso dos Recursos</b>							
<b>Reestruturação Empresarial</b>	1,43%	5,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Redução de Passivo</b>	6,27%	11,24%	0,00%	0,00%	0,00%	15,75%	35,00%
<b>Capital de Giro</b>	8,41%	13,91%	0,00%	0,00%	0,00%	8,75%	75,00%
<b>Aquisição de Imobilizado</b>	14,89%	20,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	50,00%
<b>Aquisição de Participações</b>	33,94%	31,62%	0,00%	0,00%	0,00%	42,50%	72,00%
<b>Projeto</b>	25,54%	28,58%	0,00%	0,00%	20,00%	80,00%	100,00%
<b>Financiamento do Início das Operações</b>	0,79%	4,17%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Outros</b>	8,42%	19,60%	0,00%	0,00%	0,00%	0,50%	40,60%

<b>Excluindo PE (83)</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Mínimo</b>	<b>q = 25%</b>	<b>Mediana</b>	<b>q = 75%</b>	<b>Máximo</b>
<b>Volume</b>	539.315.345	302.779.859	20.701.000	306.008.550	483.000.000	711.883.549	6.711.662.763
<b>Quantidade de Ações</b>	36.236.517	22.545.528	320.018	16.797.531	29.268.294	44.820.500	205.882.353
<b>Preço por Ação</b>	99,11	333,61	6,75	11,75	16,00	19,00	1.200,00
<b>Fees</b>							
<b>Fee Total</b>	3,38%	1,80%	0,00%	2,50%	3,50%	4,19%	6,66%
<b>Fee Coordenação</b>	0,56%	0,44%	0,00%	0,40%	0,55%	0,61%	2,00%
<b>Fee Alocação</b>	1,23%	0,75%	0,00%	0,60%	1,50%	1,80%	3,00%
<b>Fee Garantia</b>	0,57%	0,44%	0,00%	0,40%	0,55%	0,68%	3,12%
<b>Fee Incentivo</b>	0,84%	0,65%	0,00%	0,00%	0,00%	0,47%	2,00%
<b>Fee Outros</b>	0,17%	0,32%	0,00%	0,00%	0,00%	0,53%	3,16%
<b>Uso dos Recursos</b>							
<b>Reestruturação Empresarial</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	41,00%
<b>Redução de Passivo</b>	10,29%	12,37%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	54,90%
<b>Capital de Giro</b>	11,92%	19,79%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%
<b>Aquisição de Imobilizado</b>	4,62%	12,58%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	70,00%
<b>Aquisição de Participações</b>	24,62%	27,96%	0,00%	0,00%	0,00%	30,00%	100,00%
<b>Projeto</b>	44,12%	n.m.	0,00%	0,00%	0,00%	15,50%	100,00%
<b>Financiamento do Início das Operações</b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	38,00%
<b>Outros</b>	4,05%	10,10%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%

Tabela 5

	Regressão 1 (Fee Total em R\$)		Regressão 2 (Fee Total em %)	
	Completa	Final	Completa	Final
Constante	1.6e+06 (.31402)	2.3e+07** 2.45127	.06098 (.01654)	.00002*** (.00001)
Volume	.14128 (.11063)	0.30165** (.01681)	2.2e-12 (4.8e-12)	
Ação Ordinária	3.21685 (1.35640)		.00709 (.01127)	
Quantidade de Ações	.65721 (1.35670)		-4.2e-11 (7.7e-11)	
Preço por Ação	.16540 (.00245)		.00003 (9.6e-06)	.04610* (.00415)
Volume Garantido	.89120 (.30156)		-3.5e-11 (1.2e-10)	
Dummy PE	-.01034 (.00152)	-.10680* (.09875)	.00486 (.00622)	-.00794** (.00377)
Uso Rec. Info ( <i>Dummy</i> )	-.59401 (.00278)		-.04456 (.19409)	
Uso Rec. Reest. Empresa	.12087 (.06794)		.07861 (.20837)	
Uso Rec. Reduc. Passivo	.20057 (.18902)		.09439 (.19041)	
Uso Rec. Capital de Giro	.08731 (.10375)		.02727 (.19569)	
Uso Rec. Compra de Imobilizado	.14816 (.75237)		.03987 (.19987)	
Uso Rec. Financ. Projeto	.44542 (.32736)		.03399 (.19509)	
Uso Rec. Aquisição de Part.	.58625 (.93671)		.03180 (.19400)	
Uso Rec. Inicio da Operação	.17136 (.41965)		-.01203 (.21876)	
Uso Rec. Outros	.77134 (.96473)		.04366 (.19524)	
Setor Logística	.45949 (.93327)		-.01654 (.01264)	
Setor Tecnologia	.21619 (.84539)		-.01434 (.01503)	
Setor Industria	.23373 (.15112)		-.01873 (.01267)	
Setor Infraestrutura	.29514 (.44766)		-.02197 (.01300)	
Setor Imobiliário	.49926 (.96482)		-.00957 (.01124)	
Setor Serviços	.46858 (.59245)		-.01511 (.01330)	
Setor Saúde	.94251 (.87575)		-.01806 (.01244)	
Setor Educação	.36325 (.49715)		-.01694 (.01618)	
Setor Financeiro	0 (omitted)		0 (omitted)	
Setor Químico	.31479 (.31886)		-.03053 (.01775)	
Setor Agronegócio	.87489 (.27736)		-.00706 (.01244)	
Setor Varejo	.42239 (.35845)		-.02119 (.01439)	
Setor Alimentos	.48218 (.27867)		-.01096 (.01307)	
Ano 2007	.55369 (.83299)		-.02502 (.01604)	
Ano 2008	.45194 (.29331)		-.01252 (.01774)	
Ano 2009	.45643 (.26178)		-.01409 (.01739)	
Ano 2010	.94295 (.71576)		-.02555 (.01718)	
Ano 2011	.33111 (.85834)		-.00096 (.01639)	
Ano 2012	.51643 (.52259)		-.00101 (.01971)	
Ano 2013	.31727 (.86474)		-.00044 (.01756)	
Ano 2014	.85661 (.83577)		-.05459 (.02327)	
Ano 2015	0 (omitted)		0 (omitted)	
Ano 2016	0 (omitted)		0 (omitted)	
Ano 2017	.73822 (.98367)		-.00709 (.01728)	
Ano 2018	.11754 (.87457)		-.00883 (.01687)	
N	90	90	90	90
Teste F	13.51	15.34	1.20	5.33
R <sup>2</sup>	0.2678	0.1892	0.4608	0.3126

\*, \*\* e \*\*\* representam estatisticamente significante abaixo de 10%, 5% e 1% respectivamente

Formato: Coeficiente  
(Desvio Pad.)