



A Linguagem Importa: Evidências da Relação Entre Legibilidade e Captação de Recursos em Fundos de Investimento

EVERTON SOUZA CAPELLETTO DA CUNHA

Fucape Business School

FERNANDO CAIO GALDI

Fucape Business School

JOSÉ ALVES DANTAS

Universidade de Brasília

Resumo

Este estudo investiga se a legibilidade dos regulamentos dos fundos de investimento influencia a captação líquida desses fundos no mercado brasileiro. Apesar da crescente atenção à legibilidade em relatórios financeiros, a literatura ainda carece de estudos focados em documentos de caráter prospectivo e regulatório — como os regulamentos dos fundos — que desempenham papel fundamental na comunicação com os investidores. A motivação da pesquisa surge da hipótese de que a complexidade textual pode dificultar o entendimento por parte dos investidores, afetando negativamente sua disposição em aplicar recursos. A amostra é composta por 214 fundos com patrimônio líquido superior a R\$300 milhões, analisados na base temporal entre 01 de janeiro de 2020 e 30 de junho de 2024. A legibilidade dos regulamentos foi medida por índices consagrados FOG (Gunning, 1952), Flesch Reading Ease (Flesch, 1948) e Flesch-Kincaid (Kincaid et al., 1975). A análise empírica utilizou regressões em painel com efeitos fixos e incluiu teste de evento para avaliar efeitos imediatos de alterações na legibilidade dos regulamentos. Os resultados são robustos entre diferentes métricas e especificações, indicando que maior complexidade textual atua como barreira informacional e influencia a alocação de recursos. Os resultados indicam que regulamentos mais simples estão associados a maior captação líquida, sugerindo que a clareza textual é um fator relevante na decisão de investimento. A pesquisa contribui ao demonstrar que a simplicidade na comunicação pode ser um diferencial competitivo e um instrumento de transparência no relacionamento com investidores, especialmente em um mercado marcado por diferentes níveis de letramento financeiro. Do ponto de vista regulatório e gerencial, os resultados indicam que iniciativas voltadas à melhoria da clareza textual dos regulamentos podem complementar os mecanismos tradicionais de governança e proteção ao investidor, fortalecendo a eficiência do mercado de fundos de investimento no Brasil.

Palavras-chave: Legibilidade; Fundos de Investimento; Regulamento; Captação de Recursos; Mercado Brasileiro.



1. Introdução

A decisão de investir em um fundo de investimento envolve avaliar riscos, estratégias e transparência das informações fornecidas pela instituição gestora. Em um mercado marcado por diferentes níveis de letramento financeiro e assimetrias informacionais, a clareza na comunicação torna-se fator relevante na construção da confiança entre gestores e investidores (Li, 2008; Loughran & McDonald, 2016). No Brasil, os fundos de investimento são regidos por regulamentos que funcionam como documentos normativos, obrigatórios por lei, com o papel de informar o investidor sobre as regras de operação, objetivos de investimento, riscos, taxas e outras condições relevantes (Resolução CVM 175/2022).

O regulamento é, portanto, o primeiro ponto de contato formal entre o fundo e o potencial cotista, antecedendo qualquer decisão de alocação de recursos. Apesar disso, a literatura acadêmica tem dado maior atenção à legibilidade de documentos financeiros retrospectivos — como relatórios anuais, *press releases* ou cartas da administração —, deixando de lado os documentos prospectivos e regulatórios. Estudos como os de Li (2008), Lo et al. (2017) e Mankayi et al. (2023) mostraram que a complexidade textual está associada ao desempenho das empresas, frequentemente como um mecanismo de ofuscação ou gestão de impressões. Ainda assim, permanece relativamente pouco explorado se a qualidade textual de documentos regulatórios, produzidos antes da decisão de investimento, influencia o comportamento de alocação de recursos.

Neste estudo, inverte-se a lógica tradicional ao investigar se a estrutura textual de um documento regulatório — o regulamento dos fundos — afeta a captação futura. Ao tratar a legibilidade como característica antecedente à decisão do investidor, a abordagem reduz preocupações de simultaneidade e sustenta a hipótese de que regulamentos mais claros e acessíveis favorecem a captação líquida.

O estudo se ancora na Resolução CVM 175/2022, que reformulou a estrutura normativa dos fundos de investimento no Brasil, reforçando a exigência de documentos informativos claros e completos. Ainda que a norma recomende redações compreensíveis, não há exigência formal de legibilidade mensurável. Considerando essa lacuna regulatória, surge a pergunta: a legibilidade do regulamento, forma como é redigido, influencia a captação de recursos dos fundos?

Para responder a essa questão, foi utilizada amostra composta por 214 fundos com patrimônio líquido superior a R\$ 300 milhões, que permaneceram ativos por, no mínimo, 18 meses entre janeiro de 2020 e junho de 2024. A análise empírica foi conduzida por meio de regressões com efeitos fixos em painel, incorporando variáveis de controle como tamanho do fundo, rentabilidade recente, captação bruta e variáveis macroeconômicas — entre elas, a taxa Selic, a inflação (IPCA) e o desempenho do índice B3. A principal variável de interesse — legibilidade — foi mensurada a partir de diferentes índices amplamente utilizados na literatura: Gunning-Fog, tanto em sua versão original quanto adaptada à língua portuguesa, e os índices Flesch Reading Ease e Flesch-Kincaid Grade Level, também adaptados ao português com o auxílio do software ALT (Análise de Legibilidade Textual), desenvolvido por Marco et al. (2022).

Os resultados apontam que regulamentos mais complexos, em média, estão associados a uma menor captação líquida, mesmo após o controle de características relevantes dos fundos e do ambiente econômico. Isso sugere que a simplicidade textual não apenas facilita o entendimento do conteúdo, mas pode se traduzir em vantagem competitiva, ao ampliar a base de investidores dispostos a aplicar recursos no fundo.

A pesquisa contribui para suprir a lacuna da literatura de legibilidade para documentos prospectivos e normativos, ampliando os conhecimentos a respeito. Do ponto de vista prático, contribui com o funcionamento do mercado de fundos, sugerindo que a clareza do regulamento pode reforçar transparência e favorecer a atratividade dos fundos.



2. Fundamentação Teórica

2.1 Regulação dos Fundos De Investimento

A regulação dos fundos de investimento no Brasil tem evoluído ao longo das últimas décadas, culminando em 2022 com a publicação da Resolução CVM 175, que unificou e simplificou as normas aplicáveis a esses fundos. Anteriormente, o mercado era regulado por instruções específicas, posteriormente consolidadas em um único marco regulatório, buscando simplificação, organização e maior acessibilidade do arcabouço normativo.

A Resolução CVM 175/2022 consolidou e substituiu normas anteriores, unificando as diretrizes aplicáveis aos fundos de investimento em um único marco regulatório. A consolidação buscou reduzir a complexidade regulatória e facilitar a compreensão e a aplicação das regras em um ambiente de constante evolução do mercado.

Ao centralizar as normas, as diretrizes para a emissão e manutenção do regulamento dos fundos de investimento também foram consolidadas na Resolução CVM 175. O regulamento é obrigatório para a operacionalização desses veículos e deve conter informações sobre política de investimentos, riscos e condições operacionais, assegurando que elementos fundamentais estejam claramente definidos e alinhados às expectativas dos investidores (Comissão de Valores Mobiliários, 2022).

Conforme a Resolução CVM 175, o regulamento deve ser elaborado de forma clara e sem ambiguidades, garantindo compreensão dos termos e condições, incluindo riscos e taxas, e promovendo comunicação eficiente entre administradores e cotistas (Comissão de Valores Mobiliários, 2022). Adicionalmente, o documento deve refletir atualizações relevantes, preservando consistência e tempestividade das informações disponibilizadas aos cotistas.

Em síntese, ao reforçar a centralidade do regulamento e a exigência de clareza, a Resolução CVM 175/2022 fornece o enquadramento institucional que sustenta a relevância da legibilidade como atributo informacional neste estudo.

2.2 Legibilidade

A legibilidade avalia a estrutura textual, incluindo escolhas de linguagem, forma e conteúdo, que influenciam o estilo da escrita e a organização do texto, bem como a capacidade do leitor de compreender a mensagem pretendida (DuBay, 2007; Loughran & McDonald, 2016). No campo das finanças, a legibilidade também está relacionada à capacidade de extrair informações relevantes de documentos financeiros, o que impacta a percepção de analistas e investidores (Loughran & McDonald, 2016). Neste trabalho, a definição de legibilidade adotada consiste na quantificação da complexidade de interpretação e compreensão das informações contidas em um texto (Ajina et al., 2016; Gosselin et al., 2021).

A proxy mais utilizada para avaliar a legibilidade é o FOG Index de Gunning (1952), que examina a complexidade e a clareza textual. Esse índice considera o comprimento das sentenças e a proporção de palavras complexas e, na escala do indicador, valores mais elevados indicam maior dificuldade de leitura e maior nível de escolaridade necessário para a compreensão do texto (Gunning, 1952). De forma sintética, o índice estima o nível educacional mínimo requerido para a compreensão adequada do texto, sendo amplamente empregado na literatura contábil e financeira.

Outras proxies também são utilizadas para mensurar a legibilidade, incluindo o índice Flesch Reading Ease (Flesch, 1948) e o índice Flesch-Kincaid (Kincaid et al., 1975). O primeiro mede a facilidade de leitura em uma escala contínua, enquanto o segundo converte a legibilidade em anos de escolaridade necessários para a compreensão do conteúdo, sendo especialmente útil para alinhar textos ao público-alvo.

Li (2008) foi pioneiro no estudo da legibilidade em relatórios financeiros, demonstrando que empresas tendem a produzir textos mais complexos em períodos de desempenho negativo e relatórios mais simples quando apresentam resultados positivos e persistentes. A autora argumenta que más notícias exigem maior esforço explicativo, o que pode elevar naturalmente a complexidade textual, caracterizando uma explicação de natureza ontológica (Li, 2008).

Considerando a dificuldade em identificar a real intenção por trás da elaboração de documentos com textos complexos, a literatura passou a distinguir duas abordagens principais: a ontológica e a de ofuscação (Bloomfield, 2002). Enquanto a primeira associa a complexidade à necessidade informacional em contextos adversos, a segunda sugere o uso intencional de linguagem complexa para obscurecer informações desfavoráveis.

Nesse contexto, Lo et al. (2017) aprofundam esse debate ao demonstrar que a ofuscação tende a prevalecer sobre a explicação ontológica. Os autores evidenciam que empresas envolvidas em práticas de gerenciamento de resultados produzem relatórios mais difíceis de ler, mesmo quando apresentam bom desempenho, indicando intencionalidade na complexidade textual (Lo et al., 2017).

À luz da teoria da agência e da teoria dos stakeholders, a clareza informacional atua como mecanismo de redução da assimetria de informações e de fortalecimento da confiança entre gestores e investidores (Jensen & Meckling, 1976; Freeman, 1984). Nesse sentido, documentos claros e padronizados contribuem para a legitimidade institucional e para decisões de investimento mais eficientes (Deegan, 2002).

Evidências empíricas adicionais corroboram esses achados ao indicar que maior complexidade textual está associada a custos de processamento mais elevados, menor transparência percebida e alterações no comportamento dos investidores, tanto em relatórios financeiros quanto em divulgações narrativas e comunicados institucionais (Miller, 2010; Habib & Hasan, 2018; Monteiro et al., 2020; Rocha et al., 2022; Mankayi et al., 2023).

Considerando a influência da legibilidade em documentos financeiros e a necessidade dos fundos de investimento captarem recursos para cumprir suas estratégias, é plausível que gestores tenham incentivos para redigir regulamentos com maior clareza, de modo a reduzir barreiras informacionais e favorecer a tomada de decisão dos investidores.

Apesar da ampla aceitação dos índices FOG, Flesch e Flesch-Kincaid na literatura internacional, suas fórmulas foram originalmente desenvolvidas para a língua inglesa. Para mitigar esse problema, este estudo utiliza versões adaptadas dessas métricas ao português brasileiro, com base no software ALT (Análise de Legibilidade Textual), que ajusta os coeficientes das fórmulas às características morfosintáticas do idioma (Marco et al., 2022; Moreno et al., 2022).

Essa discussão também dialoga com a literatura de *Law and Finance*, segundo a qual diferenças legais e institucionais moldam a proteção ao investidor e o desenvolvimento dos mercados, reforçando a relevância do contexto regulatório brasileiro para a análise proposta (La Porta et al., 1998).

2.3 Desenvolvimento da Hipótese

A legibilidade dos documentos financeiros é uma característica que influencia a capacidade dos investidores de compreender as informações apresentadas (DuBay, 2007; Loughran & McDonald, 2016). Textos com estrutura mais simples tendem a ser interpretados mais rapidamente, com menor custo cognitivo, favorecendo a tomada de decisão, especialmente entre investidores com menor nível de conhecimento técnico (Miller, 2010; Mankayi et al., 2023).

Embora parte significativa da literatura tenha investigado como o desempenho das empresas influencia a forma de comunicação — sugerindo que gestores ajustam a

complexidade textual conforme os resultados (Li, 2008; Bloomfield, 2002; Lo et al., 2017) —, este estudo adota uma abordagem distinta, fundamentada na perspectiva de que a qualidade da comunicação pode, ela própria, influenciar o comportamento do investidor. Em outras palavras, parte-se da premissa de que regulamentos mais claros e acessíveis podem aumentar a confiança e a atratividade do fundo, contribuindo para uma maior captação líquida (Ertugrul et al., 2017; Toerien & Du Toit, 2024).

Em ambientes de assimetria informacional, a clareza textual pode funcionar como sinal informacional de qualidade e transparência, reduzindo a incerteza na decisão de investimento (Akerlof, 1970). Além disso, vieses comportamentais e a força das narrativas influenciam como os investidores processam textos mais ou menos complexos, o que reforça a relevância da legibilidade (Shiller, 2015).

Essa lógica está alinhada à teoria dos stakeholders (Freeman, 1984) e à teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976), segundo as quais a redução da assimetria informacional por meio de uma comunicação mais eficiente favorece o alinhamento de interesses e fortalece a confiança. Nesse contexto, a legibilidade textual atua como um mecanismo de transparência, especialmente relevante no caso dos fundos de investimento, cujos regulamentos são documentos de natureza prospectiva e normativa, elaborados antes da decisão de alocação de recursos por parte dos investidores (Comissão de Valores Mobiliários, 2022).

Adicionalmente, estudos empíricos mostram que a complexidade textual pode afetar negativamente a reação do mercado. Miller (2010) demonstrou que textos mais difíceis reduzem a atividade de negociação, particularmente entre investidores não institucionais. Já Ertugrul et al. (2017) evidenciaram que empresas com maior clareza nos relatórios enfrentam menor custo de captação. Nesse mesmo sentido, Debener et al. (2023) analisaram mais de mil prospectos de securitização de ativos e concluíram que tanto a extensão quanto a complexidade do conteúdo textual afetam a precificação dos títulos pelos investidores, que exigem maiores retornos diante de textos longos ou pouco padronizados. Os autores argumentam que divulgações excessivas ou mal estruturadas elevam a percepção de risco e dificultam a avaliação das informações, o que compromete a eficiência da decisão de investimento (Debener et al., 2023).

Assim, considerando que o regulamento do fundo é um dos primeiros pontos de contato entre a instituição gestora e o investidor, é esperado que a simplicidade na sua redação contribua para uma maior captação de recursos, ao reduzir a incerteza e melhorar o entendimento sobre os objetivos e regras do fundo. Isso dá suporte à seguinte hipótese de pesquisa:

H1: A legibilidade dos regulamentos de fundos de investimento está associada a um aumento na captação líquida mensal.

3. Metodologia

3.1 Amostra

Esta é uma pesquisa de natureza empírica e abordagem quantitativa, que utiliza dados secundários para testar a hipótese de que a legibilidade dos regulamentos influencia a captação líquida dos fundos de investimento. Os dados dos fundos foram obtidos na plataforma Comdinheiro, abrangendo os seguintes tipos: Fundos de Investimento Financeiro (FIF) — subdivididos nas categorias ações, cambial, multimercado e renda fixa —, Fundos de Investimento em Participações (FIP), Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e Fundos de Investimento Imobiliário (FII).

A amostra final é composta por 219 fundos que apresentaram patrimônio líquido superior a R\$ 300 milhões por, no mínimo, 18 meses, no período de 1º de janeiro de 2020 a 30 de junho de 2024. Os regulamentos desses fundos foram coletados manualmente na base da

Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os documentos foram avaliados quanto à legibilidade, sendo essa medida a principal variável de interesse do estudo.

Desse ponto de partida foram adotados os seguintes critérios de exclusão: ausência de captação líquida; tempo inferior a 18 meses de dados disponíveis, a fim de manter uma quantidade mínima de fluxos para a avaliação; aplicação mínima superior a R\$ 5 milhões e fundos do tipo FIAGRO, que possuem barreiras de entrada significativas e são voltados a investidores qualificados, cujas decisões podem ser menos influenciadas pela legibilidade dos documentos e mais por assessoria especializada ou estratégias personalizadas; e ausência de dados após a análise logarítmica. O painel final foi composto por 4.304 observações, com 214 fundos (multimercado, ações e renda fixa) analisados.

Os regulamentos foram coletados manualmente no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Cada versão emitida foi analisada conforme o período em que esteve vigente, sendo atribuída sua respectiva medida de legibilidade de forma a garantir a comparabilidade entre documentos ao longo do tempo. Os arquivos foram convertidos para texto e processados com auxílio de software específico, conforme detalhado na próxima seção. Para os casos em que houve alteração no conteúdo do regulamento, os índices de legibilidade foram calculados e sensibilizados para o mês subsequente à alteração, permitindo captar eventuais efeitos dessas mudanças textuais sobre a captação líquida.

Adicionalmente, foi conduzido um teste de evento (Seção 3.4) com o objetivo de verificar se as alterações nos regulamentos — e, conseqüentemente, na legibilidade dos textos — produziram efeitos imediatos sobre a captação líquida dos fundos. Para tanto, foram identificados os meses de publicação de novas versões dos regulamentos, considerados como período do evento ($t = 0$), e mensuradas as variações de legibilidade entre as versões anterior e posterior. Essa análise resultou em uma subamostra composta por 87 observações distribuídas em 53 fundos, abrangendo exclusivamente os casos em que foi possível identificar a data exata de alteração do documento.

O procedimento permitiu avaliar, de forma pontual, se mudanças na clareza e complexidade textual dos regulamentos se refletiram no comportamento da captação imediatamente após a divulgação das novas versões.

3.2 Modelo Empírico e Variáveis

Para verificar o impacto da legibilidade na captação líquida mensal dos fundos de investimento foi utilizado o seguinte modelo:

$$\text{Captação Líquida}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Legibilidade}_{it} + \sum \beta_x \text{Controles} + \varepsilon \quad (1)$$

A variável dependente, captação líquida do fundo i no período t , é utilizada como proxy para a demanda dos investidores. O foco da análise é o coeficiente β_1 , que representa o impacto da legibilidade sobre a captação. A hipótese do estudo será confirmada caso o coeficiente estimado seja estatisticamente significativo e apresente sinal negativo, indicando que maior complexidade textual (menor legibilidade) está associada a uma menor captação líquida.

A variável de interesse, Legibilidade, foi mensurada por meio de índices comumente utilizados na literatura: FOG (Gunning, 1952), Flesch Reading Ease (Flesch, 1948) e Flesch-Kincaid (Kincaid et al., 1975). Todos os índices foram adaptados à língua portuguesa utilizando o *software* ALT (Análise de Legibilidade Textual), disponível em <https://legibilidade.com/>, desenvolvido por Marco et al. (2022), o qual considera as especificidades sintáticas e morfológicas do português para calcular as métricas de forma mais precisa. No caso do índice FOG, além da versão adaptada, também foi considerada sua aplicação em formato original,

conforme a metodologia proposta por Gunning (1952), disponível em <http://gunning-fog-index.com/index.html>, a fim de proporcionar uma análise comparativa entre as abordagens.

3.2.1 Variáveis de Controle

Com o objetivo de isolar o efeito da legibilidade sobre a captação líquida dos fundos de investimento, foram incorporadas ao modelo variáveis de controle fundamentadas na literatura e na racionalidade econômica que rege o comportamento dos investidores nesse mercado.

Captação Bruta (CPM): representa o volume total de recursos ingressados no fundo em determinado período. Foi incluída como variável de controle por refletir o comportamento agregado dos investidores, englobando efeitos sazonais, choques de mercado e outros eventos que podem influenciar a atratividade dos fundos de forma mais ampla, independentemente do conteúdo informacional do regulamento. Essa abordagem segue Sirri e Tufano (1998), que utilizam os fluxos brutos para investigar os determinantes das decisões de investimento em fundos de ações, e Rakowski e Yamani (2021), que reforçam a relevância dos fluxos brutos na modelagem da dinâmica dos fluxos líquidos, especialmente ao corrigirem potenciais vieses de endogeneidade.

Retorno do fundo (RET): mensura a rentabilidade do fundo no período imediatamente anterior e foi incluído como variável de controle por capturar o impacto do desempenho recente sobre as decisões dos investidores. Embora seja amplamente divulgado no mercado que retornos passados não asseguram retornos futuros, a literatura demonstra que o histórico de performance continua exercendo influência relevante sobre a alocação de recursos. Sirri e Tufano (1998) mostram que fundos com retornos superiores atraem fluxos desproporcionalmente maiores, ao passo que retornos insatisfatórios produzem efeitos assimétricos. De forma complementar, Huang et al. (2022) reforçam a importância dessa variável ao constatarem que o desempenho recente — mensurado por alphas ajustados ao risco — segue como principal fator explicativo da dinâmica de fluxos, ainda que sua influência seja moderada pela volatilidade percebida, em consonância com a hipótese de aprendizado do investidor.

Tamanho do fundo (TAM): calculado a partir do logaritmo do patrimônio líquido, o tamanho foi incorporado como variável de controle por refletir a percepção de robustez institucional e estabilidade que tende a ser atribuída a fundos de maior porte. Conforme demonstrado por Huang et al. (2007), o tamanho do fundo exerce influência significativa sobre os fluxos, tanto pela sinalização de menor risco percebido quanto pela maior visibilidade no mercado. Esses achados são corroborados por Ferreira et al. (2012), que identificam associação robusta entre o porte dos fundos e o volume dos fluxos, e por Rakowski e Yamani (2021), que destacam o tamanho como variável fundamental na modelagem de fluxos líquidos, dada sua relação com custos de escala e preferência dos investidores.

Retorno do índice B3 (RB3): utilizado como proxy do desempenho geral do mercado acionário brasileiro. Noguchi et al. (2023) destacam a importância do ambiente macroeconômico na dinâmica de alocação dos investidores institucionais, com a premissa de que um movimento positivo nesse índice tende a aumentar a atratividade dos fundos de ações, uma vez que o cenário de valorização das ações costuma estimular a migração de recursos de produtos mais conservadores para ativos de maior risco (Noguchi et al., 2023).

Inflação (INF): medida pelo IPCA, essa variável foi incorporada ao modelo por refletir o ambiente macroeconômico que condiciona o comportamento dos investidores. Pesquisas indicam que, em períodos de inflação elevada, a redução do retorno real dos investimentos pode desestimular a alocação em ativos mais voláteis. Assim, a inflação tende a afetar a atratividade dos fundos de ações ao reduzir o apetite dos investidores por esse tipo de ativo, contribuindo

para a compreensão da dinâmica dos fluxos em cenários de instabilidade econômica (Noguchi et al., 2023; Rakowski & Yamani, 2021).

Taxa Selic (TBJ): corresponde à taxa básica de juros da economia brasileira no período analisado e representa o custo de oportunidade do capital, afetando diretamente a atratividade dos fundos de investimento. Pesquisas indicam que, em contextos de Selic elevada, os investidores tendem a redirecionar recursos para alternativas mais conservadoras, como os fundos de renda fixa, em detrimento daqueles com maior exposição ao risco. Essa lógica é compatível com os achados de Noguchi et al. (2023), que destacam a relevância de variáveis macroeconômicas na alocação dos recursos institucionais, e com os resultados de Bossan e Pimentel (2022), que observaram a superioridade de fundos conservadores justamente em momentos nos quais a Selic superava o desempenho do mercado acionário.

3.3 Procedimentos Econométricos

A partir da base de dados estruturada conforme descrito na seção anterior, foram realizados procedimentos de limpeza da base, com a remoção de observações com valores faltantes e exclusão dos fundos que apresentaram menos de 18 observações mensais no período de análise, a fim de garantir consistência temporal nos painéis.

Com o intuito de preparar as variáveis para os modelos econométricos, foram aplicadas transformações logarítmicas em variáveis como captação líquida (\log_cap_liq), captação bruta (\log_cap_mes) e patrimônio líquido (\log_pl). Essa escolha metodológica fundamenta-se em quatro principais razões: (i) suavizar a assimetria das distribuições dessas variáveis, que apresentam caudas longas; (ii) reduzir o impacto de valores extremos (outliers), que poderiam distorcer os coeficientes estimados; (iii) melhorar a linearidade entre as variáveis independentes e dependentes, alinhando os dados aos pressupostos do modelo de regressão linear; e (iv) permitir que os coeficientes sejam interpretados como elasticidades, facilitando a análise econômica dos efeitos (Wooldridge, 2013).

Em decorrência, como a transformação logarítmica não é definida para valores negativos, os registros com captação líquida negativa foram excluídos previamente à aplicação da transformação, de forma a evitar a geração de valores ausentes e garantir a consistência estatística da variável dependente.

Foram utilizados quatro índices alternativos de legibilidade como variáveis de interesse: fog_index , fog_ap , $flesch_ap$ e $flesch_k_ap$, que capturam diferentes aspectos da complexidade textual dos regulamentos dos fundos.

Como o índice Flesch-AP apresenta escala inversa em relação aos demais (ou seja, valores mais altos indicam maior legibilidade e, portanto, menor complexidade), foi aplicado um ajuste na variável, multiplicando seus valores por -1, de forma a unificar a lógica de interpretação dos coeficientes estimados nas regressões. Após essa transformação, todos os índices passaram a expressar a complexidade textual em escala direta — quanto maior o valor, maior a dificuldade de leitura.

Conforme discutido na seção 3.2, que tratou do modelo empírico, esses índices foram introduzidos individualmente nas especificações econométricas para evitar problemas de multicolinearidade, dada a correlação elevada entre eles, conforme a equação a seguir:

$$\begin{aligned} \text{Captação Líquida}_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \text{Leg}_{it} + \beta_2 \text{CPM}_{it} + \beta_3 \text{RET}_{it} + \beta_4 \text{TAM}_{it} + \beta_5 \text{RB3}_t + \beta_6 \text{INF}_t \\ &+ \beta_7 \text{TBJ}_t + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

Em que:

Captação Líquida_{it}: captação líquida do fundo i no período t, em base logarítmica.

Legibilidade_{it}: índice de legibilidade do regulamento do fundo i no período t (FOG, FOG_{AP}, (-) Flesch_{AP} ou Flesch_{K_{AP}}).

CPM_{it}: captação bruta do fundo i no período t, em base logarítmica.

RET_{it}: retorno do fundo i no período t.

TAM_{it}: tamanho do fundo i no período t, medido pelo logaritmo do patrimônio líquido.

RB3_t: retorno do índice B3 no período t.

INF_t: inflação medida pelo IPCA no período t.

TBJ_t: taxa básica de juros (Selic) no período t.

ε_{it}: termo de erro.

As variáveis utilizadas nas regressões foram previamente winsorizadas nos percentis 1% e 99%, com o objetivo de mitigar a influência de valores extremos (outliers). Todas as regressões e testes subsequentes foram conduzidos com base nos dados já winsorizados.

As regressões foram estimadas em painel com erros padrão robustos, ajustados por *clustering* no nível do fundo. Como diagnósticos econométricos usuais, foram avaliados (i) multicolinearidade por meio do Fator de Inflação da Variância (VIF), (ii) a escolha entre efeitos fixos e aleatórios por meio do teste de Hausman, e (iii) a adequação dos erros padrão robustos com *cluster* no nível do fundo, não havendo indícios de problemas que comprometessem as inferências; e testes formais de especificação sustentaram a adoção do modelo de efeitos fixos.

3.4 Teste Adicional

Como teste adicional, foi realizado estudo de evento com o objetivo de verificar se as alterações nos regulamentos dos fundos e as respectivas mudanças de legibilidade dos textos apresentaram algum impacto sobre a captação líquida. O evento foi definido como o mês de publicação da nova versão do regulamento ($t = 0$), permitindo mensurar o efeito imediato das modificações documentais sobre os fluxos de entrada de recursos.

A análise foi conduzida a partir de uma subamostra composta por 87 observações distribuídas em 53 fundos, abrangendo exclusivamente os casos em que foi possível identificar com precisão a data da alteração e calcular a variação da legibilidade entre a versão anterior e a nova. Para cada evento, os índices de legibilidade (FOG, FOG_{AP}, Flesch_{AP} e Flesch_{K_{AP}}) foram recalculados e associados ao período de vigência do novo documento, de modo a refletir a percepção dos investidores diante do texto revisado.

A especificação empírica seguiu o mesmo formato do modelo principal, mantendo os mesmos controles.

4. Análise dos Resultados

A Tabela 1 apresenta estatísticas descritivas dos índices de legibilidade dos regulamentos. De forma geral, os valores médios indicam textos com elevada complexidade, compatíveis com documentos técnicos, e com variação relevante entre fundos, sugerindo heterogeneidade quanto à clareza e à padronização dos regulamentos.

Tabela 1: Estatística descritiva dos índices de legibilidade

Índice de Legibilidade	Média	DP	Mínimo	Q1	Mediana	Q2	Máximo
FOG	21,34	1,7	17,61	20	20,84	22,9	25,97
FOG-AP	15,32	3,8	8,7	12,2	13,7	19,2	23,7
(-) Flesch-AP	-34,64	7,2	-55,3	-39,6	-35	-28,3	-12,8
Flesch-Kincaid-AP	14,99	3,2	10,4	12,6	13,9	17,4	39,1

Em que: FOG = índice de legibilidade de Gunning-Fog; FOG_AP = índice FOG adaptado; FLESCH_AP = índice de Flesch adaptado, multiplicado por -1 para alinhamento com a lógica dos demais índices; FLESCH_K_AP = índice Flesch-Kincaid adaptado.

Em particular, observa-se que o índice FOG apresenta média acima da faixa usualmente observada em textos gerais, enquanto as medidas adaptadas ao português (FOG-AP e Flesch-Kincaid-AP) também apontam para exigência de escolaridade elevada para leitura, reforçando o caráter técnico dos documentos.

A Tabela 2 apresenta a matriz de correlação entre os índices de legibilidade e as principais variáveis do estudo.

Tabela 2: Matriz de correlação

Variável	FOG	FOG_AP	(-)FLA_AP	FLK_AP	CPL	CPM	RET	TAM	RB3	INF	TBJ
FOG	1										
FOG_AP	0,9449 ***	1									
(-) FLA_AP	0,7396 ***	0,8318 ***	1								
FLK_AP	0,6992 ***	0,7721 ***	0,873 ***	1							
CPL	0,1057 ***	0,1316 ***	0,1114 ***	0,1016 ***	1						
CPM	0,1609 ***	0,213 ***	0,1866 ***	0,1914 ***	0,5714 ***	1					
RET	-0,018 *	-0,0208 **	-0,0171 *	-0,0173 *	0,0405 ***	-0,017 *	1				
TAM	0,1485 ***	0,1688 ***	0,116 ***	0,0891 ***	0,5304 ***	0,4587 ***	-0,0044	1			
RB3	-0,006	-0,0096	-0,01	-0,01	-0,0368 **	-0,0366 ***	0,2238 ***	-0,0081	1		
INF	-0,0023	-0,0058	-0,0134	-0,0074	0,0459 ***	-0,0117 ***	-0,0398 ***	-0,0012	-0,1168 ***	1	
TBJ	-0,0297 ***	-0,0209 **	-0,0407 ***	-0,0266 ***	-0,0861 ***	-0,011 ***	0,1454 ***	-0,006	-0,0314 ***	-0,2392 ***	1

Em que: FOG = índice de legibilidade de Gunning-Fog; FOG_AP = versão ajustada do índice FOG; (-) FLA_AP = índice de Flesch adaptado, multiplicado por -1 para alinhamento com a lógica dos demais índices; FLK_AP = índice Flesch-Kincaid adaptado; CPL = logaritmo da captação líquida mensal do fundo *i* no período *t*; CPM_{*it*}: captação bruta do fundo *i* no período *t*, em base logarítmica; RET_{*it*}: retorno do fundo *i* no período *t*; TAM_{*it*}: tamanho do fundo *i* no período *t*, medido pelo logaritmo do patrimônio líquido; RB3_{*t*}: retorno do índice B3 no período *t*; INF_{*t*}: inflação medida pelo IPCA no período *t*; TBJ_{*t*}: taxa básica de juros (Selic) no período *t*; ε_{*it*}: termo de erro.

***Significativo a 1%; **Significativo a 5%; *Significativo a 10%.

A matriz de correlação (Tabela 2) indica alta correlação entre os índices de legibilidade, o que justifica sua entrada individual nas regressões. Além disso, a correlação bivariada entre captação líquida e legibilidade deve ser interpretada com cautela, pois não controla por características dos fundos e condições macroeconômicas. Assim, a análise central é baseada nos modelos multivariados apresentados a seguir:

Tabela 3: Regressão em painel com efeitos fixos:

$$Captação\ Líquida_{it} = \beta_0 + \beta_1 Leg_{it} + \beta_2 CPM_{it} + \beta_3 RET_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 RB3_t + \beta_6 INF_t + \beta_7 TBJ_t + \varepsilon$$

Variável	FOG		FOG_AP		(-) Flesch_AP		Flesch_k_AP	
	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor
Legibilidade	-0,1314	0,013 **	-0,0584	0,018 **	-0,0184	0,018 **	-0,0888	0,009 ***
RET	0,0619	0,000 ***	0,0617	0,000 ***	0,0619	0,000 ***	0,0618	0,000 ***
CPM	0,6194	0,000 ***	0,6188	0,000 ***	0,6193	0,000 ***	0,6191	0,000 ***
TAM	0,4280	0,000 ***	0,4278	0,000 ***	0,4262	0,000 ***	0,4278	0,000 ***
RB3	0,0009	0,531	0,0009	0,536	0,0009	0,539	0,0009	0,529
INF	0,0189	0,252	0,0198	0,227	0,0190	0,249	0,0190	0,249
TBJ	-0,1879	0,000 ***	-0,1861	0,000 ***	-0,1868	0,000 ***	-0,1884	0,000 ***
Constante	1,4737	0,235	-0,4279	0,591	-1,9545	0,022 **	0,0052	0,995
Observações	4.304		4.304		4.304		4.304	
Nº Fundos	214		214		214		214	
R-quadrado	0,3741		0,3747		0,3995		0,3587	
Estatística F	43,41		43,48		43,63		43,57	
P-valor F	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	

Em que: FOG = índice de legibilidade de Gunning-Fog; FOG_AP = versão ajustada do índice FOG; (-) FLA_AP = índice de Flesch adaptado, multiplicado por -1 para alinhamento com a lógica dos demais índices; FLK_AP = índice Flesch-Kincaid adaptado; CPL = logaritmo da captação líquida mensal do fundo i no período t; CPM_it: captação bruta do fundo i no período t, em base logarítmica; RET_it: retorno do fundo i no período t; TAM_it: tamanho do fundo i no período t, medido pelo logaritmo do patrimônio líquido; RB3_t: retorno do índice B3 no período t; INF_t: inflação medida pelo IPCA no período t; TBJ_t: taxa básica de juros (Selic) no período t; ε_{it} : termo de erro.

***Significativo a 1%; **Significativo a 5%; *Significativo a 10%.

Os modelos de regressão com efeitos fixos, apresentados na Tabela 3, revelam que os índices de legibilidade dos regulamentos dos fundos estão associados de forma estatisticamente significativa à captação líquida mensal.

Em todas as especificações, o coeficiente associado à legibilidade (complexidade textual) apresenta sinal negativo e significância estatística ($p < 0,05$ em três medidas e $p < 0,01$ em uma medida), indicando que maior complexidade textual está associada a menor captação líquida, após o controle por desempenho, porte, fluxos e variáveis macroeconômicas. A consistência do sinal entre diferentes métricas reforça a robustez do resultado e sustenta a hipótese do estudo, H1.

Esses resultados diferem parcialmente daqueles observados na matriz de correlação, que indicava uma associação positiva entre os quatro índices de legibilidade FOG, FOG-AP, (-)Flesch-AP e Flesch-Kincaid-AP com a captação líquida. A divergência se explica, em parte, pela natureza da análise: na correlação bivariada, não há controle sobre características específicas dos fundos, como retorno, porte ou contexto macroeconômico. Fundos maiores e

mais estruturados, que naturalmente captam mais recursos, também tendem a apresentar regulamentos mais extensos e tecnicamente elaborados.

A incorporação dessas variáveis de controle no modelo de regressão permite isolar o efeito da legibilidade textual. Ao se ajustar para tais fatores, os resultados sugerem que, independentemente do tamanho ou desempenho do fundo, regulamentos mais complexos tendem a estar associados a menor captação líquida. O padrão observado é consistente entre os diferentes índices analisados, o que reforça a robustez do achado e a relevância da legibilidade como variável explicativa.

Tabela 4: Regressão em painel com efeitos fixos: teste adicional – análise de evento.

$$Captação\ Líquida_{it} = \beta_0 + \beta_1 Leg_{it} + \beta_2 CPM_{it} + \beta_3 RET_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 RB3_t + \beta_6 INF_t + \beta_7 TBJ_t + \varepsilon$$

Variável	FOG		FOG_AP		(-) Flesch_AP		Flesch_k_AP	
	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor
Legibilidade	-0,4105	0,062 *	-0,2835	0,032 **	-0,0872	0,055 **	-0,3684	0,038 **
RET	0,1984	0,086 *	0,2250	0,054 **	0,2171	0,062 *	0,2285	0,047 **
CPM	1,2482	0,000 ***	1,3656	0,000 ***	1,2600	0,000 ***	1,3192	0,000 ***
TAM	1,5812	0,645	0,5708	0,873	0,8683	0,815	0,4420	0,902
RB3	-0,0029	0,751	-0,0115	0,279	-0,0100	0,425	-0,0123	0,269
INF	0,1942	0,458	0,3017	0,264	0,3056	0,294	0,3326	0,236
TBJ	1,2012	0,327	0,2101	0,903	1,0134	0,488	0,4330	0,797
Constante	-10,192	0,676	-5,4742	0,875	-14,875	0,665	-2,6445	0,941
Observações	87		87		87		87	
Nº Fundos	53		53		53		53	
R-quadrado	0,2611		0,1558		0,2122		0,1578	
Estatística F	9,64		14,40		11,42		13,05	
P-valor F	0,0000		0,0000		0,0000		0,0000	

Em que: FOG = índice de legibilidade de Gunning-Fog; FOG_AP = versão ajustada do índice FOG; (-) FLA_AP = índice de Flesch adaptado, multiplicado por -1 para alinhamento com a lógica dos demais índices; FLK_AP = índice Flesch-Kincaid adaptado; CPL = logaritmo da captação líquida mensal do fundo i no período t; CPM_it: captação bruta do fundo i no período t, em base logarítmica; RET_it: retorno do fundo i no período t; TAM_it: tamanho do fundo i no período t, medido pelo logaritmo do patrimônio líquido; RB3_t: retorno do índice B3 no período t; INF_t: inflação medida pelo IPCA no período t; TBJ_t: taxa básica de juros (Selic) no período t; ε_{it} : termo de erro.

***Significativo a 1%; **Significativo a 5%; *Significativo a 10%.

Como teste adicional, a análise de evento (Tabela 4) avalia o efeito imediato de alterações textuais dos regulamentos sobre a captação líquida. O evento é definido como o mês de publicação da nova versão do regulamento ($t = 0$) e, para cada ocorrência, mensura-se a variação da legibilidade entre a versão anterior e a nova. Os índices (FOG, FOG_AP, Flesch_AP e Flesch-Kincaid-AP) são recalculados e associados ao período de vigência do novo documento, de modo a refletir a percepção dos investidores diante do texto revisado.

Mantendo a mesma especificação do modelo principal e os mesmos controles, os resultados preservam o sinal negativo dos coeficientes de legibilidade e apresentam significância estatística em parte das especificações, sugerindo que aumentos de complexidade após a alteração do regulamento estão associados a menor captação no período imediatamente subsequente, reforçando as evidências de corroboração da hipótese H1. Em conjunto, os achados do modelo principal e do teste adicional reforçam a robustez do efeito entre diferentes métricas e desenhos empíricos.

5. Considerações Finais

Este estudo analisou se a legibilidade dos regulamentos dos fundos de investimento está associada à captação líquida no mercado brasileiro. Os achados indicam que textos mais acessíveis, sob diferentes métricas de legibilidade, tendem a favorecer a entrada de recursos, reforçando o papel da comunicação clara como fator de atratividade e transparência.

Os resultados revelam que a complexidade textual atua como uma barreira informacional relevante, cujos efeitos se tornam evidentes quando controladas variáveis estruturais dos fundos e aspectos macroeconômicos. A constatação de que a dificuldade de leitura impacta negativamente a captação sugere que a forma como o conteúdo é apresentado pode ser tão importante quanto o conteúdo em si.

Esse resultado é particularmente relevante em um contexto de demanda por transparência e inclusão financeira: regulamentos excessivamente técnicos podem elevar barreiras de compreensão e reduzir a atratividade para investidores com menor letramento financeiro.

Como extensão, o estudo de evento confirmou o padrão observado: aumentos na complexidade dos regulamentos estiveram associados a reduções na captação líquida no período imediatamente subsequente às alterações, reforçando a robustez do efeito.

Esses achados empíricos se alinham à literatura que reconhece a importância da clareza textual como um canal de sinalização de credibilidade, confiabilidade e respeito ao investidor (Li, 2008; Lo et al., 2017; Mankayi et al., 2023). Enquanto a análise de correlação indicava uma possível valorização de textos mais sofisticados, os modelos de regressão mostraram que, quando isolado o efeito da legibilidade, documentos mais simples e diretos tendem a favorecer a entrada de capital nos fundos. Isso reforça a hipótese de que, em ambientes com alta assimetria de informação, o esforço de simplificação textual atua como mecanismo de aproximação entre gestores e investidores.

Do ponto de vista prático, os achados sugerem que a clareza do regulamento pode ser tratada como instrumento de governança e estratégia de captação, complementando diretrizes regulatórias voltadas à transparência.

Como limitações do estudo é possível se destacar, inicialmente, que a análise se concentrou em fundos de grande porte (PL > R\$ 300 milhões) com histórico mínimo de 18 meses, cujos investidores podem ter perfis mais sofisticados ou contar com assessoria profissional, o que pode reduzir a sensibilidade à legibilidade, ou reduzir a sensibilidade em caso de investidores não sofisticados ignorarem regulamentos. Por outro lado, esse recorte torna a amostra relativamente homogênea e favorece a comparabilidade. Outro aspecto é que o horizonte temporal (2020–2024) é curto e foi marcado por choques externos relevantes, como a pandemia de Covid-19, inflação elevada e ciclos agressivos de política monetária — fatores que podem afetar os fluxos de captação. Futuras investigações que estratifiquem por porte e por perfil de investidor (varejo vs. qualificados) podem revelar nuances adicionais e ampliar a generalização dos achados.

Como agenda futura, recomenda-se ampliar a análise para fundos de menor porte e outras classes, bem como investigar mecanismos comportamentais e comparações

internacionais que ajudem a compreender como o contexto institucional e o perfil do investidor modulam a relação entre linguagem e decisão de investimento (La Porta et al., 1998; Shiller, 2015).

Em complemento, estudos comparativos entre países, à luz do arcabouço de Law and Finance, e investigações sobre comportamento do investidor diante de diferentes níveis de complexidade textual podem aprofundar os mecanismos por trás dos resultados (La Porta et al., 1998; Shiller, 2015).

Em suma, esta pesquisa confirma que a forma importa: a legibilidade textual, frequentemente negligenciada, tem implicações diretas na capacidade dos fundos de atrair recursos. Reforça-se, assim, a importância de uma comunicação eficaz, transparente e orientada ao público-alvo — condição fundamental para o funcionamento eficiente dos mercados financeiros.

REFERÊNCIAS

- Ajina, A., Laouiti, M., & Msolli, B. (2016). Guiding through the fog: does annual report readability reveal earnings management? *Research in International Business and Finance*, 38, 509–516. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.07.021>
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Bloomfield, R. J. (2002). The “incomplete revelation hypothesis” and financial reporting. *Accounting Horizons*, 16(3), 233–243. <https://doi.org/10.2139/ssrn.312671>
- Bossan, V., & Pimentel, R. C. (2022). Fundos de Investimentos em Ações no Brasil: Análise de Desempenho e seus Determinantes. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace*, 13(2), 1–21. <https://racef.fundace.org.br/index.php/racef/article/view/778>
- Brasil. Comissão de Valores Mobiliários. (2022). Resolução CVM Nº 175, de 23 de dezembro de 2022: Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento.
- Debener, J., Fenner, A., Klein, P., & Ongena, S. (2023). Textual Disclosure in Prospectuses and Investors’ Security Pricing. *Swiss Finance Institute Research Paper* (23-93). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4603229>
- Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures – a theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282–311. <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>
- DuBay, W. H. (2007). *Smart Language: Readers, Readability, and the Grading of Text*.
- Ertugrul, M., Lei, J., Qiu, J., & Wan, C. (2017). Annual report readability, tone ambiguity, and the cost of borrowing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 811–836. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000187>
- Ferreira, M. A., Keswani, A., Miguel, A. F., & Ramos, S. B. (2012). The flow-performance relationship around the world. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1759–1780. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.019>
- Flesch, R. (1948). A new readability yardstick. *Journal of Applied Psychology*, 32(3), 221–233. <https://doi.org/10.1037/h0057532>
- Freeman, R. E. (1984). Strategic management: A stakeholder approach. *Academy of Management Review*, 9(3), 601–612. <https://doi.org/10.5465/amr.1984.4277733>
- Gosselin, A. M., Le Maux, J., & Smaili, N. (2021). Readability of accounting disclosures: a comprehensive review and research agenda. *Accounting Perspectives*, 20(4), 543–581. <https://doi.org/10.1111/1911-3838.12275>

- Gunning, R. (1952). The technique of clear writing. (FOG Index). (Se preferir, mantenha apenas “Gunning, 1952” como no texto; ideal é padronizar a referência específica do FOG.)
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2018). Corporate life cycle research in accounting, finance and corporate governance: A survey, and directions for future research. *International Review of Financial Analysis*, 55, 20–34. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.12.004>
- Huang, J., Wei, K. D., & Yan, H. (2007). Participation costs and the sensitivity of fund flows to past performance. *The Journal of Finance*, 62(3), 1273–1311. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01236.x>
- Huang, J., Wei, K. D., & Yan, H. (2022). Investor learning and mutual fund flows. *Financial Management*, 51(3), 739–765. <https://doi.org/10.1111/fima.12378>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kincaid, J. P. (1975). Derivation of new readability formulas (Automated readability index, fog count, and flesch reading ease formula) for Navy enlisted personnel. <https://stars.library.ucf.edu/istlibrary/56/>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2–3), 221–247. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.02.003>
- Lo, K., Ramos, F., & Rogo, R. (2017). Earnings management and annual report readability. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 1–25. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2016.09.002>
- Loughran, T., & McDonald, B. (2016). Textual analysis in accounting and finance: A survey. *Journal of Accounting Research*, 54(4), 1187–1230. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12123>
- Mankayi, S., Matenda, F. R., & Sibanda, M. (2023). An analysis of the readability of the chairman’s statement in South Africa. *Risks*, 11(3), 54. <https://doi.org/10.3390/risks11030054>
- Marco P. M. de Souza, Gleice C. de L. Moreno, Nelson Hein, & Adriana Kroenke. (2022). ALT – Análise de Legibilidade Textual. Disponível em: <https://legibilidade.com/>
- Miller, B. P. (2010). The effects of reporting complexity on small and large investor trading. *The Accounting Review*, 85(6), 2107–2143. <https://doi.org/10.2308/accr.00000001>
- Monteiro, J. J., Rengel, R., De Sousa, A. M., & Borba, J. A. (2020). Não basta ler, é preciso compreender: um enfoque na legibilidade do resultado e do EBITDA. *Revista Universo Contábil*, 16(3), 31–49. <https://doi.org/10.4270/ruc2020314>
- Moreno, G. C. D. L., de Souza, M. P., Hein, N., & Hein, A. K. (2022). ALT: um software para análise de legibilidade de textos em Língua Portuguesa. arXiv preprint arXiv:2203.12135.
- Noguchi, A., Bortoluzzo, A. B., & Araujo, M. V. (2023). A direção do mercado acionário impacta o alfa de fundos? *Brazilian Review of Finance*, 21(2), 77–99. <https://periodicos.fgv.br/rbfin/article/view/85926>
- Rakowski, D., & Yamani, E. (2021). Endogeneity in the mutual fund flow-performance relationship: An instrumental variables solution. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3746457>
- Rocha, B. D. A., Monte-Mor, D. S., Stefanelli, N. O., & Gaio, L. E. (2022). Readability e Gerenciamento de Resultados: evidências sobre o mercado de capitais brasileiro. 22^o Congresso USP de Controladoria e Contabilidade Internacional. <https://congressousp.fipecafi.org/anais/22UspInternational/ArtigosDownload/3703.pdf>



- Shiller, R. J. (2015). *Irrational Exuberance* (3rd ed.). Princeton University Press.
- Sirri, E. R., & Tufano, P. (1998). Costly search and mutual fund flows. *Journal of Finance*, 53(5), 1589–1622. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00066>
- Toerien, F. E., & Du Toit, E. (2024). Fighting through the Flesch and Fog: the readability of risk disclosures. *Accounting Research Journal*, 37(1), 39–56. <https://doi.org/10.1108/ARJ-03-2023-...0094>
- Wooldridge, J. M. (2013). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (5th ed.). Cengage Learning.