

**FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A – FUCAPE ES**

**EVERTON SOUZA CAPELLETTO DA CUNHA**

**LEGIBILIDADE E TRANSPARÊNCIA NA COMUNICAÇÃO FINANCEIRA: Efeitos  
sobre a decisão de investimento em fundos e debêntures no Brasil**

**VITÓRIA**

**2025**

**EVERTON SOUZA CAPELLETTO DA CUNHA**

**LEGIBILIDADE E TRANSPARÊNCIA NA COMUNICAÇÃO FINANCEIRA: Efeitos  
sobre a decisão de investimento em fundos e debêntures no Brasil**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração, da Fucape Pesquisa e Ensino S/A, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Caio Galdi.

**VITÓRIA**

**2025**

**EVERTON SOUZA CAPELLETTO DA CUNHA**

**LEGIBILIDADE E TRANSPARÊNCIA NA COMUNICAÇÃO FINANCEIRA: Efeitos  
sobre a decisão de investimento em fundos e debêntures no Brasil**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Aprovada em 15 de outubro de 2025.

**BANCA EXAMINADORA**

**Prof. Dr. Fernando Caio Galdi**  
Fucape Pesquisa S/A

**Prof. Dr. Jorge Luiz de Santana Júnior**  
Fucape Pesquisa S/A

**Prof. Dr. Danilo Soares Monte-Mor**  
Fucape Pesquisa S/A

**Prof. Dr. Valcemiro Nossa**  
Fucape Pesquisa S/A

**Prof. Dr. José Alves Dantas**  
Universidade de Brasília

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço à minha querida esposa, Anna Carolina Capelletto da Cunha, por sua paciência, amor e constante apoio. Sem sua compreensão e força, este trabalho não seria possível. À minha filha, Anna Clara Capelletto da Cunha, cuja alegria e sorriso iluminaram meus dias, dando-me ainda mais motivação para seguir em frente.

Agradeço também aos meus pais, José Carlos Alves da Cunha e Márcia Conceição Souza da Cunha, que desde cedo me ensinaram o valor da educação, proporcionando-me as condições para seguir em busca dos meus sonhos, apoiando e fortalecendo meus valores, escolhas e coragem em cada etapa de minha trajetória acadêmica, pessoal e profissional. Ao meu irmão, Ubiratan Souza da Cunha, que sempre esteve presente como uma fonte de inspiração, companheirismo e apoio.

Agradeço à Caixa Econômica Federal, que por meio da bolsa de estudos proporcionou o suporte financeiro necessário para a conclusão deste trabalho; ao meu orientador, Prof. Dr. Fernando Caio Galdi, pela sua orientação precisa, paciência e por acreditar no meu potencial, mesmo nos momentos de maior dificuldade; e ao Prof. Dr. José Alves Dantas, em especial, por me acompanhar desde a pós-graduação, tendo sido avaliador tanto no mestrado quanto no doutorado. Um exemplo de docente, de profissional e de elegância acadêmica.

Por fim, expresso minha gratidão ao meu sogro, Lúcio Rodrigues Capelletto, por todo o suporte e incentivo ao longo dessa trajetória.

A todos, meu muito obrigado!

“A simplicidade é o mais alto grau de  
sofisticação.”  
(Leonardo da Vinci)

## RESUMO

Esta tese teve como objetivo investigar se a legibilidade dos principais documentos informacionais do mercado de capitais brasileiro influencia a decisão de investimento. O primeiro artigo, “A linguagem importa: evidências da relação entre legibilidade e captação de recursos em fundos de investimento”, analisou regulamentos de fundos registrados na CVM entre 2020 e 2024, combinando índices clássicos de legibilidade adaptados ao português com um painel de dados de captação líquida e bruta. Por meio de modelos de regressão com efeitos fixos e controles contratuais, de desempenho e macroeconômicos, os resultados indicaram que regulamentos mais claros e acessíveis estão associados a maior entrada líquida de recursos, sugerindo que a qualidade da comunicação escrita reduz assimetrias informacionais e torna os fundos mais atrativos. O segundo artigo, “Padronização de regulamentos de fundos: uma proposta com checagem de legibilidade”, é de natureza tecnológica e propõe um modelo de organização, estruturação e avaliação dos regulamentos de fundos de investimento, incorporando rotinas automatizadas de mensuração de legibilidade. A solução integra técnicas de mineração de texto e cálculo de índices de legibilidade em ambiente reproduzível, permitindo diagnósticos padronizados, comparáveis e alinhados às exigências regulatórias, com potencial de uso por reguladores, gestores e investidores na melhoria da clareza e da consistência dos documentos. O terceiro artigo, “Clareza na informação e decisão de investimento: evidências do efeito da legibilidade na demanda por debêntures”, examinou prospectos de emissão de debêntures de empresas listadas na B3, avaliando se a legibilidade do documento afeta a velocidade de absorção das ofertas. Com base em índices de legibilidade, características contratuais dos títulos, atributos econômico-financeiros das emissoras e variáveis de mercado, estimaram-se modelos que relacionam clareza textual e tempo de colocação. Contrariando a expectativa teórica inicial, os resultados revelaram que prospectos mais legíveis estiveram associados a prazos mais longos para a completa distribuição das ofertas, indicando que investidores podem interpretar textos mais detalhados e claros como sinalização de maior complexidade ou risco subjacente. Em conjunto, os três artigos reforçam que a linguagem importa na comunicação financeira e que a legibilidade deve ser tratada como dimensão relevante de transparência, governança e proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro.

**Palavras-chave:** legibilidade; fundos de investimento; debêntures; decisão de investimento; mercado de capitais.

## ABSTRACT

This thesis aimed to investigate whether the readability of key informational documents in the Brazilian capital market influences investment decisions. The first article, “Language matters: evidence of the relationship between readability and fund flows in mutual funds”, examined mutual fund regulations filed with the Brazilian Securities Commission (CVM) between 2020 and 2024, combining classic readability indices adapted to Portuguese with a panel of net and gross flows. Using fixed-effects regression models with contractual, performance and macroeconomic controls, the results indicated that clearer and more accessible regulations are associated with higher net inflows, suggesting that the quality of written communication reduces information asymmetry and makes funds more attractive. The second article, “Standardization of fund regulations: a proposal with readability checking”, is technological in nature and proposes a model for structuring, organizing and assessing mutual fund regulations by embedding automated readability-check routines. The solution integrates text-mining techniques and readability indices in a reproducible environment, enabling standardized and comparable diagnostics of document clarity, aligned with regulatory requirements. It offers potential applications for regulators, asset managers and investors seeking to improve the transparency, consistency and usability of disclosure documents. The third article, “Clarity in information and investment decision: evidence of the effect of readability on debenture demand”, analyzed debenture offering prospectuses issued by firms listed on B3, assessing whether document readability affects the speed of offer absorption. Based on readability indices, contractual features of the securities, economic-financial attributes of the issuers and market variables, models were estimated to relate textual clarity to time to placement. Contrary to the initial expectation, the findings showed that more readable prospectuses were associated with longer periods for full distribution of the offers, indicating that investors may interpret more detailed and clearer texts as a signal of greater underlying complexity or risk. Taken together, the three articles reinforce that language matters for financial communication and that readability should be treated as a relevant dimension of transparency, governance and investor protection in the Brazilian capital market.

**Keywords:** readability; mutual funds; debentures; investment decision; Brazilian capital market.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO GERAL .....</b>	<b>11</b>
<b>A LINGUAGEM IMPORTA: EVIDÊNCIAS DA RELAÇÃO ENTRE LEGIBILIDADE E CAPTAÇÃO DE RECURSOS EM FUNDOS DE INVESTIMENTO.....</b>	<b>16</b>
<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>17</b>
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA .....</b>	<b>19</b>
2.1 REGULAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	19
2.2 LEGIBILIDADE .....	22
2.3 DESENVOLVIMENTO DA HIPÓTESE .....	28
<b>3 METODOLOGIA .....</b>	<b>30</b>
3.1 AMOSTRA .....	30
3.2 MODELO EMPÍRICO E VARIÁVEIS .....	32
3.2.1 Variáveis de Controle .....	34
3.3 PROCEDIMENTOS ECONOMÉTRICOS .....	36
3.4 TESTE ADICIONAL .....	41
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>41</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>49</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>53</b>
<b>PADRONIZAÇÃO DE REGULAMENTOS DE FUNDOS: UMA PROPOSTA COM CHECAGEM DE LEGIBILIDADE .....</b>	<b>58</b>
<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>58</b>
<b>2 CONTEXTUALIZAÇÃO DO PROBLEMA .....</b>	<b>61</b>
<b>3 SOLUÇÃO PROPOSTA .....</b>	<b>63</b>
<b>4 METODOLOGIA DE IMPLEMENTAÇÃO.....</b>	<b>65</b>
<b>5 DESAFIOS DE IMPLEMENTAÇÃO E ESTRATÉGIAS DE SUPERAÇÃO .....</b>	<b>68</b>
<b>6 RESULTADOS ESPERADOS E BENEFÍCIOS .....</b>	<b>71</b>

<b>7 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>72</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>73</b>
<b>CLAREZA NA INFORMAÇÃO E DECISÃO DE INVESTIMENTO: EVIDÊNCIAS DO EFEITO DA LEGIBILIDADE NA DEMANDA POR DEBÊNTURES .....</b>	<b>76</b>
<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>76</b>
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA .....</b>	<b>79</b>
2.1 LEGIBILIDADE NO PROCESSO DECISÓRIO.....	79
2.2 COMPLEXIDADE TEXTUAL E MOTIVAÇÕES GERENCIAIS .....	81
2.3 REGULAÇÃO DEBÊNTURES.....	85
<b>3 METODOLOGIA .....</b>	<b>87</b>
3.1 AMOSTRA .....	87
3.2 MODELO EMPÍRICO E VARIÁVEIS .....	89
<b>3.2.1 Variáveis De Controle .....</b>	<b>91</b>
3.3 PROCEDIMENTOS ECONOMÉTRICOS .....	95
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>98</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>105</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>108</b>
<b>CONCLUSÃO GERAL.....</b>	<b>113</b>

## INTRODUÇÃO GERAL

A forma como as organizações comunicam informações financeiras influencia decisões reais de alocação de recursos. Em ambientes regulados, com crescente participação do investidor pessoa física e exigências explícitas de linguagem clara, a legibilidade dos documentos corporativos deixa de ser mero atributo estilístico para assumir papel de governança e eficiência informacional. No Brasil, a Resolução CVM nº 175/2022, voltada aos fundos de investimento, e a Resolução CVM nº 160/2022, aplicável às ofertas públicas, reforçam essa diretriz ao demandar transparência e inteligibilidade na redação. Ainda assim, permanecem lacunas operacionais: faltam parâmetros verificáveis que auxiliem gestores e áreas de compliance a transformar o mandatório regulatório em prática rotineira, e a literatura nacional ainda oferece pouca evidência sobre os efeitos da legibilidade em contextos documentais distintos — regulamentos de fundos, de natureza perene e contratual, e prospectos de debêntures, orientados a decisões pontuais de subscrição em janelas específicas de mercado. Esta tese se insere nesse espaço, investigando se, como e quando a clareza textual impacta a decisão de investimento e propondo um caminho prático para institucionalizar a verificação da legibilidade no ciclo de elaboração e aprovação de documentos.

O trabalho se organiza em três artigos interdependentes, que compõem um arco lógico: parte-se de um exame empírico sobre fundos, avança-se para uma solução tecnológica aplicável ao dia a dia das gestoras e retorna-se a um teste empírico em emissões de dívida corporativa. No primeiro artigo, analisa-se a relação entre a legibilidade dos regulamentos e a captação líquida, com base em uma amostra abrangente no período recente. A hipótese de pesquisa considera que reduzir o custo cognitivo de leitura facilita o processamento de informações relevantes por

investidores heterogêneos, elevando a confiança e, por consequência, a propensão a aportar recursos. Os resultados convergem nesse sentido: textos mais claros associam-se a maior captação líquida, mesmo após controles por características dos fundos e variáveis macroeconômicas. Tal evidência sugere que, em produtos de adesão contínua, a fricção informacional imposta por narrativas densas opera como barreira concreta à entrada do investidor.

O segundo artigo traduz esse diagnóstico em solução aplicável: propõe-se um modelo orientador de regulamento em linguagem clara, alinhado às exigências normativas, e um procedimento de verificação automatizada da legibilidade baseado em métricas consagradas — Fog, Flesch e Flesch-Kincaid — adaptadas à morfossintaxe do português. Em vez de metas numéricas rígidas, recomenda-se o uso de parâmetros empíricos (quartis e mediana da distribuição observada) como referências internas aprovadas pela governança, permitindo calibrar o nível de detalhamento textual ao público-alvo, à estratégia do produto e ao posicionamento competitivo da gestora. A proposta descreve um fluxo de implementação em três etapas — redação, verificação e aprovação documentada —, define papéis e responsabilidades entre jurídico, compliance e gestão, e sugere indicadores de acompanhamento (KPIs de legibilidade, processo e experiência do usuário), formando um trilho auditável que operacionaliza a diretriz de “linguagem clara” de modo mensurável e replicável.

O terceiro artigo amplia o escopo empírico para o mercado primário de debêntures e investiga se a legibilidade dos prospectos influencia a velocidade de absorção das ofertas. Aqui, a dinâmica decisória difere substancialmente: a subscrição envolve diligências formais, comitês de risco, compliance interno e processos de aprovação que, por natureza, respondem não apenas à atratividade

econômica, mas também à percepção de risco contratual e jurídico. Os achados mostram que prospectos mais legíveis se associam a prazos mais longos de colocação. À primeira vista, o resultado contraria a intuição de que clareza acelera a decisão; contudo, ele é compatível com um mecanismo de “salientização de risco”: textos claros tornam cláusulas sensíveis — subordinação, covenants, eventos de vencimento antecipado, garantias e condições de remuneração — mais evidentes, antecipando questionamentos e intensificando o escrutínio antes da subscrição. Em outras palavras, a legibilidade não reduz o rigor da análise; ao contrário, ela a organiza e a aprofunda no tempo, com reflexos na duração do ciclo decisório sem implicar, necessariamente, menor demanda econômica pelo papel.

Tomados em conjunto, os três artigos oferecem duas contribuições centrais. A primeira é teórica e contextual: mostram que a legibilidade opera por canais distintos a depender do desenho institucional do produto e do momento decisório. Em fundos — produto contínuo, com decisão de adesão pulverizada e recorrente — a clareza reduz fricções e favorece captação. Em debêntures — decisão pontual, mediada por governança e controles — a clareza amplia a visibilidade de riscos e pode alongar diligências, sem contradizer a atratividade fundamental da emissão. A segunda contribuição é metodológico-institucional: ao adaptar métricas para o português e ancorar metas em benchmarks empíricos, a tese oferece um procedimento que permite às gestoras internalizar a exigência regulatória em rotinas verificáveis, com evidências documentais apropriadas para auditorias e inspeções.

Do ponto de vista prático, a tese sugere que a comunicação clara deve ser tratada como pilar de governança, e não apenas como requisito de conformidade. Reguladores e participantes de mercado se beneficiam quando a checagem de legibilidade é incorporada às trilhas de auditoria, quando as equipes são capacitadas

para redigir com precisão técnica e linguagem acessível, e quando a definição de metas internas considera o perfil do público e o mix de produtos. Ao mesmo tempo, emissores de dívida precisam reconhecer que clareza e velocidade nem sempre caminham juntas: em ofertas primárias, a transparência pode deslocar o esforço analítico para etapas precedentes, o que, embora aumente o tempo de colocação, contribui para decisões mais informadas e aderentes ao apetite de risco dos investidores.

Como toda investigação, esta tese apresenta limitações. As métricas utilizadas captam dimensões formais do texto e não esgotam aspectos semânticos, visuais e de arquitetura da informação que influenciam a experiência de leitura. Além disso, os resultados refletem um recorte institucional e temporal específicos, sujeitos a mudanças regulatórias e tecnológicas. Em resposta, delineia-se uma agenda de pesquisa que combina métodos automatizados de análise textual com abordagens experimentais (testes de compreensão e comparação entre duas versões de cláusulas críticas) e investigação qualitativa com diferentes perfis de investidores, de modo a refinar a identificação dos mecanismos subjacentes aos efeitos documentados. Extensões comparativas internacionais e aplicações a outros instrumentos de dívida ou comunicações regulatórias complementares podem aprofundar a generalização dos achados.

Em síntese, a tese sustenta que, em mercados onde confiança e transparência são ativos estratégicos, a forma importa tanto quanto o conteúdo. Ao evidenciar os efeitos diferenciados da legibilidade em contextos decisórios distintos e ao propor um caminho prático de institucionalização da checagem textual, o trabalho oferece base conceitual e instrumental para que reguladores, gestoras e emissores aprimorem a qualidade informational de seus documentos e, com isso, promovam decisões de

investimento mais eficientes, justas e alinhadas ao interesse dos diversos stakeholders.

## A LINGUAGEM IMPORTA: EVIDÊNCIAS DA RELAÇÃO ENTRE LEGIBILIDADE E CAPTAÇÃO DE RECURSOS EM FUNDOS DE INVESTIMENTO

### 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). 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.

**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. No entanto, ainda é incipiente a investigação sobre o impacto da qualidade textual desses documentos antes da decisão de investimento.

Nesse sentido, a presente pesquisa propõe inverter a lógica tradicional: em vez de analisar como o desempenho influencia a complexidade dos textos, busca-se investigar se a estrutura textual de um documento regulatório — o regulamento dos fundos — pode afetar a futura captação de recursos. Esta abordagem permite evitar problemas de simultaneidade e oferece uma nova perspectiva sobre a influência da

linguagem na decisão do investidor. A hipótese central é de que regulamentos mais claros e acessíveis favorecem a captação líquida, funcionando como uma ponte de confiança entre o fundo e o mercado.

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 forma como um regulamento é redigido influencia a captação de recursos dos fundos?

Para responder a essa questão, utilizou-se uma 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 quatro 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 Souza 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 contribuição desta pesquisa é dupla. Do ponto de vista acadêmico, amplia-se o escopo dos estudos sobre legibilidade, ao focar em documentos prospectivos e normativos, cuja influência sobre o comportamento do investidor ainda é pouco compreendida. Do ponto de vista prático, os achados oferecem insights úteis para gestores e reguladores, indicando que a comunicação clara pode ser uma ferramenta estratégica para atrair investidores, promovendo inclusão financeira e fortalecendo a transparência no mercado de capitais brasileiro.

## **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 uma série de instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), cada uma específica para diferentes tipos de fundos. Entre as mais relevantes estavam as Instruções CVM 555/2014, CVM 578/2016, CVM 356/2001 e CVM 472/2008, que tratavam, respectivamente, dos fundos de investimento em geral, dos fundos de investimento em participações (FIPs), dos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs), e dos fundos de investimento imobiliário (FIIs).

A Instrução CVM 555/2014, que substituiu a CVM 409/2004, representou um avanço significativo na regulamentação dos fundos de investimento no Brasil, oferecendo maior flexibilidade e padronização na gestão desses veículos. Ao longo dos anos, a CVM fez diversas atualizações nessa instrução para alinhá-la às melhores

práticas internacionais (Comissão de Valores Mobiliários [CVM], 2014). Com outro enfoque, a Instrução CVM 578/2016 foi um marco regulatório para o aprimoramento dos FIPs, introduzindo exigências de governança mais rígidas, buscando facilitar a participação de investidores estrangeiros no mercado brasileiro. Ambas as instruções foram marcos normativos para a profissionalização e expansão do mercado de fundos no país (CVM, 2016).

No campo dos fundos de investimento em direitos creditórios, a Instrução CVM 356/2001 foi um marco inicial para a regulamentação desse tipo de fundo, que se tornou uma importante fonte de financiamento para empresas brasileiras (CVM, 2001). Ao longo de sua vigência, essa instrução foi atualizada diversas vezes para se alinhar às mudanças do mercado e aprimorar a gestão de riscos e transparência. De forma semelhante, a Instrução CVM 472/2008 estabeleceu diretrizes para o desenvolvimento dos fundos imobiliários, delineando regras para a constituição, administração, e distribuição de resultados desses fundos, o que influenciou o crescimento e a difusão dos FIIs entre os investidores (CVM, 2008).

A Resolução CVM 175/2022 consolidou e substituiu uma série de instruções normativas anteriores, unificando as diretrizes aplicáveis aos fundos de investimento em um único marco regulatório. Esse processo atendeu a uma determinação superior. O Decreto nº 10.139, de 2019, impôs a consolidação regulatória. O objetivo era simplificar, organizar e tornar mais acessível o arcabouço normativo, reduzindo a complexidade regulatória. Ao tornar as normas mais acessíveis e flexíveis, a nova resolução buscou facilitar a adaptação dos fundos às mudanças contínuas no cenário econômico e financeiro, refletindo a evolução e a sofisticação que o mercado brasileiro de fundos de investimento alcançou ao longo dos anos (CVM, 2022).

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 dos fundos de investimento é obrigatório e necessário para a operacionalização desses veículos financeiros e deve conter informações detalhadas sobre a política de investimentos, os riscos associados e as condições operacionais do fundo, assegurando que todos os elementos fundamentais estejam claramente definidos. A correta estruturação desse documento visa garantir o alinhamento entre as práticas de gestão do fundo e as expectativas dos investidores, evidenciando seu papel central na administração dos fundos (CVM, 2022).

O regulamento dos fundos de investimento, conforme estabelecido pela Resolução CVM 175, deve ser elaborado de forma clara e sem ambiguidades, garantindo que os investidores compreendam plenamente os termos e condições descritos. Esse requisito visa assegurar que os cotistas estejam bem-informados sobre aspectos fundamentais, como os riscos e as taxas associadas, além de promover uma comunicação eficiente e direta entre a administração dos fundos e os investidores (CVM, 2022). A Resolução também exige que o regulamento seja atualizado sempre que houver mudanças significativas na política de investimentos ou na estrutura de taxas, de modo a assegurar que os cotistas recebam informações precisas e atualizadas em tempo hábil, permitindo-lhes tomar decisões bem fundamentadas (CVM, 2022)

Apesar da unificação das normas pela Resolução CVM 175, é importante destacar que as instruções normativas anteriores, como as CVM 555/2014, CVM 578/2016, CVM 356/2001 e CVM 472/2008, já estabelecia姆 diretrizes detalhadas para a elaboração dos regulamentos dos fundos de investimento. Esses regulamentos desempenharam o papel de meio de comunicação entre a administração dos fundos

e os investidores, sendo fonte de informações sobre a política de investimentos, os riscos envolvidos e as condições operacionais. A Resolução CVM 175, ao consolidar essas normas, preserva a importância dos regulamentos como instrumentos de transparência e clareza, assegurando que a comunicação eficaz das informações continue a ser um pilar na relação entre gestores e cotistas (CVM, 2022).

## 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, medido pelo número de palavras por frase, e a presença de palavras difíceis no texto, medida pelo número de sílabas por palavra (Bloomfield, 2008; Du Toit, 2017; Gunning, 1952; Jugnandan & Willows, 2021; Li, 2008; Lo et al., 2017; Mankayi et al., 2023; Xu et al., 2018). Na escala de complexidade do Fog Index, quanto maior for o índice, maior é a dificuldade de interpretação textual (Gunning, 1952).

O índice FOG, originalmente proposto por Gunning (1952), estima o número de anos de escolaridade formal necessários para que um leitor médio compreenda um

texto em sua primeira leitura. O índice considera o comprimento médio das frases e a proporção de palavras complexas, definidas como aquelas com três ou mais sílabas. Quanto maior o valor do índice, maior a complexidade textual. Por exemplo, um FOG de 14 indica que o leitor precisa de aproximadamente 14 anos de escolaridade para entender o conteúdo.

Outras proxies foram amplamente utilizadas para avaliar a legibilidade, incluindo o índice Flesch Reading Ease (Flesch, 1948) e o índice Flesch-Kincaid (Kincaid et al., 1975). O índice Flesch Reading Ease, desenvolvido por Flesch (1948), mede a facilidade de leitura de um texto em uma escala de 0 a 100. Valores mais altos indicam textos mais fáceis de compreender. Esse índice é calculado com base no número médio de palavras por frase e no número médio de sílabas por palavra, sendo amplamente utilizado em avaliações de clareza textual em documentos institucionais e regulatórios (Rocha et al., 2022; Bargate, 2012; Debener et al., 2023).

Complementarmente, o índice Flesch-Kincaid (Kincaid et al., 1975) converte a legibilidade em anos de escolaridade necessários para a leitura, sendo especialmente útil para alinhar o texto ao público-alvo. Ele utiliza as mesmas variáveis do índice Flesch, mas expressa o resultado como uma estimativa do grau educacional necessário para compreender o conteúdo apresentado.

Li (2008) foi pioneira no estudo da legibilidade em relatórios financeiros, desenvolvendo um modelo econométrico utilizando o índice FOG (Gunning, 1952). Seus achados indicam que as empresas tendem a apresentar relatórios mais difíceis de ler, com um índice FOG elevado, quando os resultados são negativos. Por outro lado, empresas que obtiveram lucros positivos e persistentes tendem a apresentar relatórios mais simples e fáceis de ler, com um índice FOG baixo. A autora ressalta que a explicação ontológica para este fenômeno pode ser que as más notícias,

relacionadas a prejuízos ou lucros menores, são inherentemente mais difíceis de justificar, resultando em uma cobrança maior dos investidores para que os gestores divulguem mais informações (Li, 2008).

Considerando a dificuldade em identificar a real intenção por trás da elaboração de documentos com textos complexos, há duas abordagens principais em evidência: a ontológica e a de ofuscação. A abordagem ontológica sugere que a complexidade textual é uma resposta natural à necessidade de maiores explicações dos gestores em situações adversas. Em contraste, a abordagem de ofuscação propõe que os gestores intencionalmente criam relatórios mais complexos para ocultar o mau desempenho (Bloomfield, 2008).

Nesse contexto, Lo et al. (2017) afirmam que, na abordagem ontológica, as circunstâncias naturalmente influenciam a legibilidade dos relatórios financeiros, enquanto que, na ofuscação, há intencionalidade da administração em afetar a divulgação com relatórios mais complexos. Essa intencionalidade não se limita apenas a esconder mau desempenho, mas também está relacionada à prática de gerenciamento de resultados. Os autores demonstram que a ofuscação supera a ontologia, evidenciando que empresas que gerenciam resultados estão mais propensas a produzir relatórios mais complexos, mesmo quando apresentam bom desempenho e persistência dos lucros (Lo et al., 2017).

As teorias associadas à contabilidade e às finanças buscam padronizar a informação, garantindo relevância e transparência para que os usuários possam interpretar e comparar adequadamente os dados (Toerien & Du Toit, 2023). Adaptando a teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976) em conjunto com a teoria dos stakeholders, é possível expandir o foco para além dos acionistas, incluindo e enfatizando a necessidade de atender a todos os stakeholders (Freeman, 1984). Esse

alinhamento de interesses entre cotistas e a gestão dos fundos pode reduzir a assimetria de informações. Ao considerar as necessidades e expectativas de todos os stakeholders, a gestão dos fundos pode promover maior transparência e confiabilidade nas informações divulgadas, fortalecendo a confiança e melhorando a qualidade das decisões financeiras dos investidores (Freeman, 1984; Jensen & Meckling, 1976; Toerien & Du Toit, 2023).

Além disso, a responsabilidade, a transparência e a adesão a padrões de relato das informações financeiras aumentam a legitimidade de uma empresa (Deegan, 2002). Dessa forma, no contexto dos fundos de investimento os documentos emitidos devem, além de atender aos interesses dos stakeholders, fornecer informações transparentes, pertinentes e comparáveis. Esses documentos devem, sobretudo, facilitar a interpretação e o processo de decisão dos investidores. A clareza e a padronização das informações são relevantes para que os investidores possam avaliar os riscos e as oportunidades de investimento de maneira eficiente, promovendo a confiança e a credibilidade do fundo. Assim, a gestão responsável e a comunicação eficaz são essenciais para garantir que todos os stakeholders estejam bem-informados e alinhados com os objetivos do fundo (Deegan, 2002).

Em contabilidade e finanças, muitas pesquisas se basearam em Li (2008) para examinar a complexidade textual e suas implicações. Monteiro et al. (2020) avaliaram o gerenciamento de resultados com a hipótese de que as empresas ajustam a complexidade textual de seus relatórios conforme o desempenho no período, encontrando evidências de que os gestores não alteram significativamente a legibilidade do resultado líquido conforme o desempenho, mas podem ofuscar as informações sobre o EBITDA em períodos de desempenho negativo (Monteiro et al., 2020).

Esses achados de Monteiro et al. (2020) são importantes para os investidores, pois indicam que a complexidade dos relatórios financeiros pode ser uma estratégia de ofuscação utilizada para manipular a percepção do mercado. Essa prática de aumentar a complexidade textual em determinados contextos pode dificultar a interpretação e a análise por parte dos investidores, afetando a transparência e a tomada de decisões informadas (Monteiro et al., 2020).

A importância de produzir documentos financeiros com alta legibilidade é destacada para agilizar a leitura, facilitar a compreensão e reduzir os custos de processamento (Mankayi et al., 2023). Estudos como os de Du Toit (2017) e Jugnandan e Willows (2021) reforçam que a legibilidade dos relatórios financeiros é muitas vezes inadequada, colocando-os além da capacidade de compreensão do público comum, fomentando a crença de que melhorar a legibilidade dos relatórios financeiros pode contribuir para a promoção da transparência e da confiança no mercado financeiro.

Miller (2010) identificou que relatórios financeiros com maior complexidade de leitura afetam o comportamento dos investidores, dificultando o processamento de informações e resultando em menor atividade de negociações, sendo os efeitos mais evidenciados entre os pequenos investidores. De forma similar, Habib e Hasan (2018) avaliaram a forma como as estratégias empresariais influenciam a legibilidade das divulgações narrativas nos relatórios anuais e encontraram evidências de que empresas que exploram constantemente novas áreas de mercado e promovem inovações frequentes em produtos e serviços tendem a utilizar uma linguagem mais complicada, possivelmente para disfarçar o desempenho organizacional.

Avaliando a legibilidade dos comunicados emitidos pelos presidentes das empresas listadas na Bolsa de Valores de Joanesburgo e alicerçados na teoria da

gestão de impressões, um conceito das ciências comportamentais e da psicologia social que aborda os esforços intencionais, ou não, para influenciar as percepções, Mankayi et al. (2023) encontraram evidências de que a complexidade textual afetou a legibilidade dessas declarações. Os achados sugerem que os gestores podem empregar uma linguagem complexa para moldar a maneira como os stakeholders percebem a situação (Mankayi et al., 2023).

Rocha et al. (2022) investigaram como o nível de gerenciamento de resultados afeta a legibilidade dos press releases de empresas brasileiras. A pesquisa indica que essa prática influencia a clareza dos relatórios, seja por motivos cognitivos, como a dissonância entre o desempenho real e o divulgado, ou pela tentativa de disfarçar um desempenho desfavorável (Rocha et al., 2022).

Considerando a influência da legibilidade em documentos financeiros e a intencionalidade na construção dos textos para alterar a percepção dos investidores, conforme apontado por Mankayi et al. (2023), e considerando a necessidade dos fundos de investimento captarem recursos de investidores para cumprir a estratégia disposta em regulamento, bem como que diferentes linguagens podem ser empregadas com o intuito de moldar a percepção dos stakeholders (Mankayi et al., 2023), é possível que os gestores de fundos tenham incentivos para emitir regulamentos de fácil legibilidade.

Essa abordagem visa atender não só às necessidades e expectativas dos investidores, oferecendo maior transparência e confiabilidade nas informações divulgadas, fortalecendo a confiança e melhorando a qualidade das decisões financeiras dos investidores (Freeman, 1984; Jensen & Meckling, 1976; Toerien & Du Toit, 2023), mas também a necessidade de captação que os fundos de investimento possuem.

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 e aumentar a acurácia das análises no contexto brasileiro, este estudo utilizou, além da versão original do índice de FOG, versões adaptadas das fórmulas — FOG\_AP, Flesch\_AP e Flesch-Kincaid\_AP — com base no software ALT (Análise de Legibilidade Textual), desenvolvido por Souza et al. (2022). O software ajusta os coeficientes das fórmulas para refletir as estruturas morfossintáticas da língua portuguesa, considerando maior extensão frasal e número médio de sílabas por palavra, características típicas do português brasileiro (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 (La Porta et al., 1998), o que motiva comparações do caso brasileiro com outros mercados emergentes.

### 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 (CVM, 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 especificação 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, espera-se 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.

Diante disso, formula-se a 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.

Inicialmente, a amostra totalizou 14.753 observações. Após, os seguintes critérios de exclusão: ausência de captação líquida (2.088), tempo inferior a 18 meses de dados disponíveis (1.890), a fim de manter uma quantidade mínima de fluxos para a avaliação; aplicação mínima superior a R\$ 5 milhões (475) e fundos do tipo FIAGRO (38), 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 (5.958). 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 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 com o objetivo de verificar se as alterações nos regulamentos — e, consequentemente, na legibilidade dos textos — produziram efeitos imediatos sobre a captação líquida dos fundos.

Para tanto, identificaram-se os meses de publicação de novas versões dos regulamentos, considerados como período do evento ( $t = 0$ ), e mensuraram-se 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  $\beta_1$ , 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 três 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), desenvolvido por Souza 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), a fim de proporcionar uma análise comparativa entre as abordagens.

Os índices são calculados dessa forma:

- FOG (Gunning, 1952):

$$\text{Fog} = 0,4 \times \left( \frac{\text{nº palavras}}{\text{nº sentenças}} + \frac{\text{nº palavras complexas}}{\text{nº palavras}} \right) \quad (2)$$

- FOG adaptado (**FOG<sub>AP</sub>**)

$$\text{Fog}_{\text{AP}} = 0,49 \times \left( \frac{\text{nº palavras}}{\text{nº sentenças}} \right) + 19 \times \left( \frac{\text{nº palavras complexas}}{\text{nº palavras}} \right) \quad (3)$$

- Flesch adaptado (**Flesch<sub>AP</sub>**)

$$\text{Flesch}_{\text{AP}} = 226 - 104 \times \left( \frac{\text{nº palavras}}{\text{nº sentenças}} \right) - 72 \times \left( \frac{\text{nº sílabas}}{\text{nº palavras}} \right) \quad (4)$$

- Flesch-Kincaid adaptado **FleschK<sub>AP</sub>**

$$\text{FleschK}_{\text{AP}} = 0,36 \times \left( \frac{\text{nº palavras}}{\text{nº sentenças}} \right) + 10,4 \times \left( \frac{\text{nº sílabas}}{\text{nº palavras}} \right) - 18 \quad (5)$$

### 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 ( $\log_{\text{cap\_liq}}$ ), captação bruta ( $\log_{\text{cap\_mes}}$ ) e patrimônio líquido ( $\log_{\text{pl}}$ ). 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:

*Captação Líquida<sub>it</sub>*

$$\begin{aligned}
 &= \beta_0 + \beta_1 Leg_{it} + \beta_2 CPM_{it} + \beta_3 RET_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 RB3_t \\
 &\quad + \beta_6 INF_t + \beta_7 TBJ_t + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{6}$$

Onde:

*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.

$\varepsilon_{it}$ : 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.

Além disso, todas as regressões foram estimadas com erros padrão robustos, ajustados para *clustering* no nível do fundo. Essa abordagem é recomendada por Wooldridge (2013) para corrigir possíveis heterocedasticidades e correlações intragrupo nos resíduos, aumentando a confiabilidade das inferências estatísticas. A clusterização no nível do fundo garante que as estimativas de variância sejam consistentes mesmo na presença de dependência serial dentro de cada painel.

Esses indicadores foram gerados a partir do processamento dos textos dos regulamentos tanto pelo sistema de análise textual de Gunning-Fog, quanto com o uso do software ALT (Análise de Legibilidade Textual), desenvolvido por Souza et al. (2022), que adapta as fórmulas clássicas de legibilidade para o idioma português com base nas estruturas sintáticas e morfológicas da língua. As informações textuais foram extraídas manualmente dos documentos disponíveis na CVM e os resultados foram

utilizados como variáveis explicativas principais nos modelos econométricos estimados.

Para avaliar a presença de multicolinearidade entre os regressores, foi aplicado o teste do Fator de Inflação da Variância (VIF), conforme recomendado por Wooldridge (2013). Como o comando *vif* não é compatível com modelos de efeitos fixos (*xtreg, fe*), estimou-se uma regressão linear múltipla pelo método dos mínimos quadrados ordinários (*reg*), incluindo todas as variáveis explicativas presentes nas especificações dos modelos. O VIF é uma métrica utilizada para diagnosticar colinearidade entre as variáveis independentes, sendo que valores superiores a 10 são tradicionalmente interpretados como indicativos de multicolinearidade severa. Os resultados obtidos estão sumarizados na Tabela 1.

Tabela 1 – Fatores de Inflação da Variância (VIF) por Modelo Estimado

Índice de Legibilidade	Maior VIF	Menor VIF	Média VIF
FOG	1,46	1,05	1,18
FOG-AP	1,48	1,07	1,19
Flesch-AP	1,48	1,05	1,18
Flesch-Kincaid-AP	1,48	1,05	1,18

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Nota:

FOG = índice de legibilidade de Gunning-Fog;

FOG\_AP = índice FOG adaptado;

FLESCH\_AP = índice de Flesch adaptado;

FLESCH\_K\_AP = índice Flesch-Kincaid adaptado.

Em todas as especificações, os valores máximos e médios dos VIFs permaneceram significativamente abaixo do limiar crítico de 10. Esse resultado indica a ausência de evidências de multicolinearidade relevante entre os regressores, conferindo robustez estatística às estimativas e sustentando a continuidade das análises econômicas com os modelos propostos.

Dado o caráter de painel dos dados (fundos ao longo do tempo), adotou-se o modelo de efeitos fixos (FE). O modelo de efeitos aleatórios (RE) também foi estimado

para fins de comparação. Em seguida, aplicou-se o teste de Hausman. A hipótese nula do teste postula que não há correlação entre os efeitos não observáveis (efeitos individuais dos fundos) e as variáveis explicativas do modelo. Quando essa hipótese é verdadeira, os estimadores de efeitos aleatórios são mais eficientes. No entanto, a rejeição da hipótese nula indica que os efeitos aleatórios são inconsistentes, sendo preferível o uso de efeitos fixos.

O teste foi conduzido com a opção *sigmamore*, a qual ajusta a matriz de variância das diferenças mesmo em situações onde ela não é definida positiva, o que garante validade estatística ao procedimento. A tabela a seguir resume os principais resultados dos testes de Hausman realizados para cada especificação com os diferentes índices de legibilidade:

Tabela 2 – Resultados do Teste de Hausman (com opção *sigmamore*)

Índice de Legibilidade	Estatística $\chi^2$	Valor-p	Decisão sobre RE
FOG	101,53	< 0,0001	Rejeita $H_0$ – Usar FE
FOG-AP	99,95	< 0,0001	Rejeita $H_0$ – Usar FE
Flesch-AP	100,91	< 0,0001	Rejeita $H_0$ – Usar FE
Flesch-Kincaid-AP	101,54	< 0,0001	Rejeita $H_0$ – Usar FE

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Nota:

$\chi^2$ : Estatística do teste de Hausman.

p-valor: Probabilidade associada à estatística sob a hipótese nula de que os efeitos aleatórios são apropriados.

Decisão: Com base no p-valor, se  $H_0$  for rejeitada, o modelo de efeitos fixos (FE) deve ser preferido.

Em todos os casos, a hipótese nula foi rejeitada, indicando que os efeitos aleatórios não são apropriados e confirmando a robustez da escolha pelos modelos de efeitos fixos.

Concluídos os procedimentos de preparação dos dados, definição das variáveis e testes econôméticos, a próxima seção apresenta os resultados das regressões com efeitos fixos, evidenciando a relação entre legibilidade dos regulamentos e a captação

líquida dos fundos de investimento, bem como a sensibilidade dos achados frente a diferentes especificações e medidas de legibilidade.

### 3.4 TESTE ADICIONAL

Como teste adicional, foi realizado um 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 controles os mesmos controles.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

O Índice de FOG é utilizado para estimar a legibilidade de um texto, indicando quantos anos de educação formal são necessários para que alguém comprehenda o conteúdo em uma primeira leitura (Gunning, 1952). A escala varia de aproximadamente 6 a 18, onde textos com índice entre 6 e 8 são simples e de fácil compreensão; entre 8 e 12, são moderadamente complexos, como os encontrados

em jornais de grande circulação; de 12 a 14, são mais complexos, geralmente encontrados em artigos acadêmicos ou documentos técnicos; e de 14 a 18, são textos muito complexos, que exigem um nível avançado de escolaridade (Gunning, 1952).

Em contextos nos quais o índice supera a escala, o nível de complexidade textual é muito elevado para ser compreendido, tipicamente correspondente a um nível de tecnicidade muito alta. Textos assim são geralmente densos, com frases longas e muitas palavras polissilábicas, e podem ser encontrados em documentos altamente técnicos.

Além do índice de FOG, também foram utilizados neste estudo os índices de legibilidade Flesch Reading Ease (FRE) e Flesch-Kincaid Grade Level (FKGL), que mensuram respectivamente o grau de facilidade de leitura de um texto e o nível de escolaridade necessário para compreendê-lo, ambos adaptados à língua portuguesa. A escala FRE varia de 0 a 100, sendo que valores mais altos indicam textos mais fáceis de ler. Já o índice FKGL fornece uma estimativa do grau escolar necessário para compreender o texto, sendo que valores entre 1 e 5 indicam leitura apropriada para alunos do ensino fundamental, de 6 a 8 para o ensino fundamental II, de 9 a 12 para o ensino médio e valores acima de 13 indicam necessidade de nível superior de escolaridade (Kincaid et al., 1975).

Tabela 3 - 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

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Nota:

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.

A análise estatística descritiva dos dados coletados revela que os regulamentos dos fundos de investimento incluídos na amostra apresentaram um índice médio de FOG de 21,38, indicando um alto grau de complexidade textual. Esse valor excede a faixa considerada normal para o índice de FOG, sugerindo que a compreensão desses documentos requer um nível elevado de escolaridade e experiência.

Textos com esse nível de complexidade são tipicamente densos, caracterizados por frases extensas e uma abundância de palavras polissilábicas, comumente encontrados em documentos técnicos altamente especializados, como é o caso. Esses textos apresentam desafios até mesmo para leitores experientes, muitas vezes demandando uma leitura atenta e, em alguns casos, repetida para garantir a plena compreensão.

O índice FOG-AP, com média de 15,32 e desvio padrão de 3,84, indica uma redução relativa na complexidade textual em comparação ao índice FOG tradicional, embora ainda represente um nível de tecnicidade elevado. O índice Flesch-AP apresenta média de 34,64, sugerindo uma leitura difícil conforme a escala de Flesch, que indica baixa facilidade de leitura. Já o índice Flesch-Kincaid-AP tem média de 14,99, o que representa um nível de compreensão compatível com o ensino superior. Esses resultados, em conjunto, reforçam o argumento de que os regulamentos dos fundos possuem linguagem técnica e densa, tornando-se pouco acessíveis para investidores com menor nível de escolaridade. A amplitude observada em todos os índices, especialmente nos valores máximos, também sugere variações relevantes entre os fundos quanto à clareza e simplicidade dos regulamentos.

A Tabela 4 apresenta a matriz de correlação entre os índices de legibilidade e as principais variáveis do estudo.

Tabela 4 - Matriz de correlação

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

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

#### Legenda:

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.

$\epsilon_{it}$ : termo de erro.

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

Observa-se, inicialmente, que os quatro índices de legibilidade estão fortemente correlacionados entre si. O FOG apresenta correlação positiva alta com o FOG-AP ( $r = 0,9449$ ;  $p < 0,01$ ) e com o índice Flesch-Kincaid-AP ( $r = 0,6992$ ;  $p < 0,01$ ), além de correlação positiva elevada com o índice transformado (-) Flesch-AP ( $r = 0,7396$ ;  $p < 0,01$ ). Esses resultados evidenciam consistência entre os índices ao capturarem diferentes dimensões da complexidade textual.

No que se refere à variável de interesse principal, log\_cap\_liq (captação líquida), destaca-se sua correlação positiva e estatisticamente significativa com os índices FOG ( $r = 0,1057$ ;  $p < 0,01$ ), FOG-AP ( $r = 0,1316$ ;  $p < 0,01$ ), (-)Flesch-AP ( $r = 0,1114$ ;  $p < 0,01$ ) e Flesch-Kincaid-AP ( $r = 0,1016$ ;  $p < 0,01$ ). Isso sugere que fundos com regulamentos mais complexos, de acordo com os diversos indicadores, tendem a captar mais recursos líquidos. Esse achado contraria parcialmente a hipótese inicial de que a simplicidade textual atrairia maior captação, podendo indicar que a complexidade seja percebida como sinal de sofisticação, seriedade ou segurança institucional por parte dos investidores.

Entre os controles, a captação líquida apresenta correlação elevada com o tamanho do fundo (log\_pl,  $r = 0,5304$ ;  $p < 0,01$ ), reforçando a ideia de que fundos maiores atraem mais recursos — possivelmente pela credibilidade associada ao seu histórico e robustez patrimonial. A correlação entre captação líquida e retorno do fundo é positiva, mas fraca ( $r = 0,0405$ ;  $p < 0,01$ ), indicando que o desempenho recente tem impacto limitado, embora estatisticamente relevante, na decisão dos investidores.

Com relação às variáveis macroeconômicas, a captação líquida está negativamente correlacionada com a taxa Selic ( $r = -0,0861$ ;  $p < 0,01$ ) e com o retorno do índice B3 ( $r = -0,0368$ ;  $p < 0,05$ ), e positivamente com a inflação medida pelo IPCA ( $r = 0,0459$ ;  $p < 0,01$ ). Tais resultados sugerem que, em cenários de juros baixos e inflação elevada, os investidores tendem a buscar alternativas como fundos de investimento para preservar e rentabilizar seu capital.

Tabela 5 - Regressão em painel com efeitos fixos:

$$\text{Captação Líquida}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Leg}_{it} + \beta_2 \text{CPM}_{it} + \beta_3 \text{RET}_{it} + \beta_4 \text{TAM}_{it} + \beta_5 \text{RB3}_t + \beta_6 \text{INF}_{it} + \beta_7 \text{TBJ}_t + \varepsilon$$

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

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Nota:

FOG = índice de legibilidade de Gunning-Fog;

FOG\_AP = versão ajustada do índice FOG;

(-) FLESCH\_AP = índice de Flesch adaptado. O índice Flesch-AP foi multiplicado por -1 para alinhar sua lógica interpretativa à dos demais índices;

FLESCH\_K\_AP = índice Flesch-Kincaid adaptado;

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.

$\varepsilon_{it}$ : termo de erro.

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

Os modelos de regressão com efeitos fixos, apresentados na Tabela 5, revelam que os índices de legibilidade dos regulamentos dos fundos estão associados de forma estatisticamente significativa à captação líquida mensal.

O índice FOG e sua versão ajustada (FOG-AP) apresentaram coeficientes negativos e significativos ao nível de 5%, sugerindo que a maior complexidade dos

regulamentos — medida pelo número de anos de escolaridade estimado para compreensão — está relacionada a uma menor captação líquida. Esse resultado vai ao encontro da hipótese central do trabalho, segundo a qual a dificuldade de leitura pode funcionar como uma barreira informacional, limitando o entendimento dos documentos por parte de investidores com menor familiaridade ou formação técnica.

O índice Flesch-Kincaid-AP, que também expressa a escolaridade mínima necessária para a leitura, reforça esse padrão, com coeficiente negativo e significância estatística ao nível de 1%. O índice (-)Flesch-AP, após sua transformação para alinhamento com a lógica dos demais, também apresentou coeficiente negativo e significância estatística ao nível de 5%, confirmando que textos mais complexos estão associados a uma menor captação líquida.

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 isoliar 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 6 - Regressão em painel com efeitos fixos: teste adicional com foco nas alterações dos regulamentos dos fundos

$$\text{Captação Líquida}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Leg}_{it} + \beta_2 \text{CPM}_{it} + \beta_3 \text{RET}_{it} + \beta_4 \text{TAM}_{it} + \beta_5 \text{RB3}_t + \beta_6 \text{INF}_t + \beta_7 \text{TBJ}_t + \varepsilon$$

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

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Nota:

FOG = índice de legibilidade de Gunning-Fog;

FOG\_AP = versão ajustada do índice FOG;

(-) FLESCH\_AP = índice de Flesch adaptado. O índice Flesch-AP foi multiplicado por -1 para alinhar sua lógica interpretativa à dos demais índices;

FLESCH\_K\_AP = índice Flesch-Kincaid adaptado;

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.

$\varepsilon_{it}$ : termo de erro.

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

As regressões foram estimadas por efeitos fixos e os resultados mostraram que os coeficientes de legibilidade mantiveram o sinal teórico esperado em todos os modelos, com significância estatística próxima ou inferior a 5% em três das quatro especificações. O índice FOG apresentou coeficiente de -0,41 ( $p = 0,062$ ), o FOG\_AP

de -0,28 ( $p = 0,032$ ), o Flesch\_AP (após multiplicação por -1) de -0,087 ( $p = 0,055$ ) e o Flesch-Kincaid\_AP de -0,37 ( $p = 0,038$ ). Esses resultados indicam que maior complexidade textual — refletida por valores mais altos nos índices de legibilidade — está associada a menor captação líquida nos períodos imediatamente subsequentes às alterações dos regulamentos.

A variável de CPM<sup>1</sup> manteve coeficiente positivo e altamente significativo ( $p < 0,01$ ) em todas as estimativas, evidenciando a persistência temporal dos fluxos de captação. As demais variáveis de controle — retorno, tamanho do fundo, IPCA, Selic e retorno da B3 — não apresentaram significância estatística, embora tenham mantido os sinais esperados. Os valores de  $R^2$  within, que variaram entre 0,56 e 0,63, e o elevado  $\rho$  ( $\rho \approx 0,91$ ) confirmam a predominância de efeitos específicos de fundo, reforçando a adequação do modelo de efeitos fixos.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa 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

---

<sup>1</sup>Foi realizado teste excluindo a variável CPM. Os resultados mantiveram significância estatística para as variáveis FOG-AP ( $coef = -0,2324$ ;  $p < 0,10$ ), (-)Flesch-AP ( $coef = -0,0880$ ;  $p < 0,10$ ) e Flesch-Kincaid-AP ( $coef = -0,3337$ ;  $p < 0,10$ ).

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 achado é especialmente relevante em um contexto de crescente demanda por transparência, acessibilidade e inclusão financeira. Embora os regulamentos desempenhem uma função normativa essencial — estabelecendo regras, limites e diretrizes operacionais —, este estudo evidencia que sua forma de apresentação importa tanto quanto o conteúdo. Textos excessivamente técnicos, com frases longas e vocabulário rebuscado, podem gerar barreiras informacionais e reduzir a atratividade do fundo para o investidor médio, especialmente aqueles com menor grau de letramento financeiro.

Como extensão dos modelos principais, foi conduzido um teste adicional com foco nas alterações dos regulamentos, por meio de um estudo de evento que avaliou os efeitos imediatos das mudanças textuais sobre a captação líquida. Os resultados, obtidos em uma subamostra de 87 observações distribuídas em 53 fundos, confirmaram o padrão observado na amostra geral: aumentos na complexidade dos regulamentos — mensurados pelos índices FOG, FOG\_AP, Flesch\_AP (multiplicado por -1) e Flesch-Kincaid\_AP — estiveram associados a reduções na captação líquida no mês subsequente às alterações. Esse achado reforça a robustez da relação entre clareza textual e comportamento de investimento, indicando que a legibilidade exerce influência não apenas estrutural, mas também imediata sobre as decisões dos investidores.

Adicionalmente, os resultados alinharam-se 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, o estudo contribui para o aprimoramento das políticas de *disclosure* e governança no setor de fundos, sugerindo que a clareza do regulamento pode ser encarada não apenas como uma exigência regulatória, mas como uma estratégia competitiva de captação. A Resolução CVM 175/2022, ao exigir clareza na redação dos documentos, parece estar alinhada com esse objetivo. No entanto, ainda há espaço para avanços concretos em diretrizes que incentivem ou padronizem níveis mínimos de legibilidade.

Reconhece-se que este estudo possui limitações. A análise concentrou-se 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. Esse recorte torna a amostra relativamente homogênea e favorece a comparabilidade. 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 agendas futuras, recomenda-se ampliar o escopo para incluir fundos de menor porte e outras classes de ativos, bem como incorporar uma etapa qualitativa

(entrevistas breves com gestores e investidores) para captar percepções sobre a clareza dos regulamentos e o processo decisório, complementando os achados quantitativos. Além disso, estudos comparativos com outros países podem ajudar a compreender como diferentes contextos regulatórios e culturais afetam a relação entre linguagem e comportamento de investimento.

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. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Arora, P. S., & Chauhan, R. (2021). Earnings management through real activities manipulation: Evidence from India. *International Journal of Disclosure and Governance*, 18(3), 295-308. <https://doi.org/10.1002/pa.2692>
- Bargate, K. (2012). The readability of managerial accounting and financial management textbooks. *Meditari Accountancy Research*, 20(1), 4-20. <https://doi.org/10.1108/10222521211234192>
- 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. Disponível em <https://racef.fundace.org.br/index.php/racef/article/view/778>
- Brasil. Presidência da República. Casa Civil. (1976). *Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações*. Casa Civil. Diário Oficial da União, Seção 1, de 17/12/1976. [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)
- Comissão de Valores Mobiliários. (2001). *Instrução CVM Nº 356, de 17 de dezembro de 2001. Dispõe sobre a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs)*. CVM. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2004). *Instrução CVM Nº 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento*. CVM. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst409.html>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2008). *Instrução CVM Nº 472, de 31 de outubro de 2008. Dispõe sobre os fundos de investimento imobiliário (FIIs)*. CVM. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst472.html>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2014). *Instrução CVM Nº 555, de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento*. CVM. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>

- Comissão de Valores Mobiliários. (2016). *Instrução CVM Nº 578, de 30 de agosto de 2016*. Dispõe sobre os fundos de investimento em participações (FIPs). CVM. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>
- 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. CVM. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>
- Debener, J., Fenner, A., Klein, P., & Ongena, S. (2023). Textual Disclosure in Prospectuses and Investors' Security Pricing [Research Paper nº 23-93]. Swiss Finance Institute. <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>
- Du Toit, E. (2017). The readability of integrated reports. *Meditari Accountancy Research*, 25(4), 629-653. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-07-2017-0165>
- DuBay, W. H. (2007). *Smart Language: Readers, Readability, and the Grading of Text*. BookSurge Publishing. <https://files.eric.ed.gov/fulltext/ED506403.pdf>
- 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>
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393-408. <https://www.jstor.org/stable/1805228>
- 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>

- Hongkang Xu, Mai Dao, Jia Wu, & Hua Sun. (2020). Political corruption and annual report readability: Evidence from the United States. *Accounting and Business Research*, 52(2), 166-200. <https://doi.org/10.1080/00014788.2020.1815516>
- 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)
- Jugnandan, S., & Willows, G. D. (2022). “It’s a long story...” – impression management in South African corporate reporting. *Accounting Research Journal*, 35(5), 581-597. <https://doi.org/10.1108/ARJ-07-2021-0209>
- Kincaid, J. P. (1975). *Derivation of new readability formulas (Automated readability index, fog count, and flesch reading ease formula) for Navy enlisted personnel* [Relatório]. Institute for Simulation and Training - University of Central Florida. [https://stars.library.ucf.edu/istlibrary/56/?utm\\_source](https://stars.library.ucf.edu/istlibrary/56/?utm_source)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 246-271. <https://doi.org/10.2307/2491273>.
- 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>
- Li, F. (2010). The information content of forward-looking statements in corporate filings—A naïve Bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research*, 48(5), 1049-1102. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x>
- 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>

- 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., Souza, M. P. de, Hein, N., & Hein, A. K. (2022). ALT: Um software para análise de legibilidade de textos em Língua Portuguesa. *ArXiv*. <https://arxiv.org/abs/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. *Journal of Empirical Finance*, 64, 1-56. *SSRN*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3746457>
- Rocha, B. D. A., Monte-Mor, D. S., Stefanelli, N. O., & Gaio, L. E. (2020). Gerenciamento de Resultados e Readability: Um estudo sobre o Press Release. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 14(39), 1-15. [https://anpcont.org.br/wp-content/uploads/2023/02/ID\\_164.pdf](https://anpcont.org.br/wp-content/uploads/2023/02/ID_164.pdf)
- 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* [Apresentação de trabalho]. 22º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade Internacional, São Paulo, SP, Brasil. <https://congressousp.fipecafi.org/anais/22UsplInternational/ArtigosDownload/3703.pdf>
- Schrand, C. M., & Walther, B. R. (2000). Strategic benchmarks in earnings announcements: The selective disclosure of prior-period earnings components. *The Accounting Review*, 75(2), 151-177. <https://doi.org/10.2308/accr.2000.75.2.151>
- Shiller, R. J. (2015). *Irrational Exuberance* (3<sup>a</sup> 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>
- Souza, M. P. M. de, Moreno, G. C. D. L., Hein, N., & Kroenke, A. (2022). *Análise de Legibilidade Textual* [Plataforma]. <https://legibilidade.com/>
- 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>
- Xu, H., Dao, M., Wu, J., & Sun, H. (2020). Political corruption and annual report readability: Evidence from the United States. *Accounting and Business Research*, 52(2), 166-200. <https://doi.org/10.1080/00014788.2020.1815516>

- You, H., & Zhang, X. J. (2009). Financial reporting complexity and investor underreaction to 10-K information. *Review of Accounting Studies*, 14(4), 559-586. <https://doi.org/10.1007/s11142-008-9083-2>
- Yu, X., & Zhao, L. (2024). Textual disclosure complexity and analysts' weighting of information. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 20(1), Article 100395. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2023.100395>

## **PADRONIZAÇÃO DE REGULAMENTOS DE FUNDOS: UMA PROPOSTA COM CHECAGEM DE LEGIBILIDADE**

### **RESUMO**

Este artigo tecnológico apresenta uma proposta prática para enfrentar o desafio identificado em estudos recentes: a elevada complexidade textual dos regulamentos de fundos de investimento no Brasil, que pode atuar como barreira informacional à captação de recursos. A partir dos achados de um estudo científico prévio — que evidencia a relação entre legibilidade e captação líquida — propõe-se o desenvolvimento de um modelo de regulamento escrito em linguagem clara, alinhado às diretrizes normativas da CVM, e a criação de um procedimento automatizado de verificação de legibilidade. A ferramenta aplica índices consagrados, como FOG, Flesch Reading Ease e Flesch-Kincaid, em versões adaptadas à língua portuguesa, com parâmetros definidos com base na estatística descritiva real dos regulamentos analisados entre 2020 e 2024. Espera-se que a aplicação deste modelo contribua para elevar os padrões de clareza documental, reduzir assimetrias informacionais e oferecer aos gestores um recurso objetivo para ajustar seus documentos antes da publicação, alinhando-os à Resolução CVM 175/2022. A proposta reforça o compromisso com a inclusão financeira, a transparência e a governança, combinando rigor científico e aplicação prática.

**Palavras-chave:** legibilidade; fundos de investimento; linguagem clara; Regulamento; solução tecnológica.

### **1 INTRODUÇÃO**

Os fundos de investimento são veículos de investimento coletivo que desempenham papel relevante no mercado de capitais brasileiro, possibilitando a diversificação de carteiras, a diluição de riscos e o acesso a estratégias mais sofisticadas. Por força normativa, esses fundos são regidos por regulamentos obrigatórios, que funcionam como contratos de adesão, detalhando direitos, deveres,

objetivos de investimento, riscos, custos e condições operacionais (CVM, 2022). Assim, o regulamento consolida-se como primeiro ponto de contato formal entre a gestora e o investidor, moldando expectativas e atuando como instrumento de credibilidade e transparência (Deegan, 2002).

Embora a Resolução CVM 175/2022 determine que os regulamentos sejam redigidos de forma clara e compreensível, as evidências empíricas do artigo anterior mostram que, na prática, os textos ainda apresentam níveis elevados de complexidade. A legibilidade foi medida por indicadores consagrados na literatura: o índice FOG, que estima o número de anos de escolaridade formal necessários para compreender um texto em uma primeira leitura (Gunning, 1952; DuBay, 2007), e o Flesch Reading Ease, que atribui uma pontuação de 0 a 100 à facilidade de leitura — quanto maior a pontuação, mais simples é o texto (Flesch, 1948; DuBay, 2007). Na amostra analisada, as médias revelaram índices FOG superiores a 21 e Flesch Reading Ease abaixo de 40, indicando que a leitura exige nível de escolaridade avançado — muito além da média do público investidor. Essa barreira pode afastar potenciais cotistas com menor letramento financeiro, ampliando assimetrias informacionais e dificultando o entendimento de direitos, deveres e riscos (Loughran & McDonald, 2016).

A análise empírica desenvolvida nesta tese evidenciou que regulamentos excessivamente complexos podem atuar como barreira informacional, limitando a compreensão de aspectos essenciais e impactando negativamente a disposição de alocação de recursos — resultado que amplia o debate sobre como a estrutura textual pode influenciar o comportamento de leitura e a clareza percebida (Miller, 2010).

Diante desse cenário, este artigo tecnológico apresenta uma solução prática e replicável para enfrentar a ausência de padrões claros e verificáveis de legibilidade

em regulamentos de fundos. Apesar dos avanços normativos, documentos excessivamente técnicos ainda limitam o acesso à informação e podem reduzir o potencial de captação, criando barreiras que podem ser mitigadas com mecanismos objetivos de avaliação.

Para isso, propõe-se um modelo orientador de regulamento, redigido em linguagem clara e direta, sem comprometer as exigências legais, complementado por um procedimento de verificação automatizada da legibilidade. Recomenda-se que os regulamentos sejam analisados previamente em um programa que calcule os índices FOG, Flesch Reading Ease e Flesch-Kincaid, todos adaptados à estrutura do português. A partir da análise estatística apresentada, este artigo sugere intervalos de referência práticos — como o primeiro quartil ou a mediana observada — para servir de padrão mínimo de clareza. Assim, o programa realiza a medição, enquanto os parâmetros definidos por esta proposta permitem comparar os resultados e orientar equipes de redação e compliance, garantindo que o texto final respeite o nível de compreensão desejado. Espera-se, com isso, reduzir barreiras informacionais, reforçar a transparência e fortalecer a confiança entre fundos e investidores, promovendo melhores práticas de governança (Freeman, 1984; Jensen & Meckling, 1976; Deegan, 2002).

A principal contribuição prática está em oferecer ao mercado um instrumento objetivo para apoiar a elaboração de regulamentos mais acessíveis, transformando evidências empíricas em um padrão de referência aplicável. Ao definir intervalos recomendados de legibilidade e combinar isso com um procedimento de medição estruturado, cria-se uma base que pode ser utilizada por gestores, equipes de compliance, departamentos jurídicos e auditores antes da emissão oficial.

Essa prática contribui para elevar a transparência, ampliar o entendimento por parte de investidores de diferentes perfis e fortalecer a relação de confiança entre fundos e cotistas, em consonância com as diretrizes da Resolução CVM 175/2022. Além disso, ao alinhar a forma de comunicação aos achados empíricos — que indicam que maior clareza textual pode favorecer a captação — a proposta surge como diferencial competitivo, oferecendo uma resposta prática a uma lacuna que impacta diretamente a atração de recursos.

Assim, a solução proposta vai além do diagnóstico acadêmico, traduzindo os resultados em uma diretriz de aplicação prática que pode ser adaptada e replicada por diferentes organizações. Ao disponibilizar uma abordagem clara e verificável, busca-se inspirar melhorias contínuas na comunicação regulatória e contribuir para o fortalecimento da confiança no mercado de capitais brasileiro.

## **2 CONTEXTUALIZAÇÃO DO PROBLEMA**

Apesar da exigência normativa de clareza textual nos regulamentos de fundos de investimento, as evidências empíricas desta pesquisa confirmam que, na prática, esses documentos ainda apresentam grau de complexidade elevado, criando barreiras de entendimento para investidores de diferentes perfis. Essa constatação se apoia nos índices de legibilidade calculados, que revelaram medianas do índice FOG superiores a 20, indicando que a leitura de um regulamento típico exige, em média, mais de 20 anos de escolaridade formal — ou seja, nível de pós-graduação (Gunning, 1952; DuBay, 2007). Da mesma forma, o Flesch Reading Ease, com mediana inferior a 40, aponta que os textos se enquadram na faixa de leitura difícil, restrita a leitores experientes e com maior repertório técnico (Flesch, 1948; DuBay, 2007).

A Tabela 1 resume as estatísticas descritivas desses índices, calculados para uma amostra de 214 fundos de investimento, analisados entre janeiro de 2020 e junho de 2024, totalizando 4.304 observações válidas.

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	12,8	28,3	35	39,6	55,3
Flesch-Kincaid-AP	14,99	3,2	10,4	12,6	13,9	17,4	39,1

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Nota:

FOG = índice de legibilidade de Gunning-Fog;

FOG\_AP = índice FOG adaptado;

FLESCH\_AP = índice de Flesch adaptado;

FLESCH\_K\_AP = índice Flesch-Kincaid adaptado.

Esses valores reforçam o descompasso entre a exigência legal de redação clara e a realidade prática, sobretudo quando se observa que a média de anos de estudo da população brasileira de 25 anos ou mais é de aproximadamente 11 anos de escolaridade formal (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística [IBGE], 2022). Isso limita a capacidade de interpretação de documentos extensos e repletos de termos técnicos (Loughran & McDonald, 2016).

Na prática, isso significa que, mesmo quando a informação está formalmente disponível, o excesso de tecnicidade atua como barreira de acesso, elevando o risco de assimetria informacional (Grossman & Stiglitz, 1980). Esse desalinhanamento entre a forma de comunicação e o perfil do investidor compromete a efetividade do regulamento como instrumento de transparência, desestimula a confiança e pode reduzir o interesse de novos cotistas em aderir aos fundos — impactando diretamente a captação de recursos.

Assim, fica evidente a necessidade de criar mecanismos objetivos de avaliação, que ofereçam a gestores e equipes de compliance parâmetros claros e comparáveis para balizar a legibilidade dos regulamentos antes de sua divulgação. Sem uma ferramenta de medição associada a um benchmark realista, a exigência legal de clareza textual tende a permanecer restrita à interpretação subjetiva, perpetuando o problema identificado.

### **3 SOLUÇÃO PROPOSTA**

Diante do descompasso evidenciado entre a exigência normativa de clareza textual e a realidade da legibilidade dos regulamentos de fundos, este artigo propõe uma solução prática e replicável baseada em dois pilares complementares: (i) um modelo orientador de estrutura de regulamento redigido em linguagem direta e acessível, respeitando integralmente as exigências legais da Resolução CVM 175/2022, e (ii) um procedimento automatizado de verificação da legibilidade, que possibilita medir de forma objetiva o grau de complexidade textual antes da emissão final do documento.

A ferramenta de verificação baseia-se em três índices de legibilidade amplamente reconhecidos na literatura internacional:

- FOG Index (Gunning, 1952), que estima o número de anos de escolaridade formal necessários para leitura e compreensão em uma primeira leitura;
- Flesch Reading Ease (Flesch, 1948), que avalia a facilidade de leitura em uma escala de 0 a 100 — quanto maior o valor, mais simples é o texto;
- Flesch-Kincaid Grade Level (Kincaid et al., 1975), que converte a análise em uma estimativa de grau escolar necessário para compreensão.

Para garantir maior aderência à morfossintaxe do português brasileiro, os índices utilizados passam por adaptação metodológica, conforme o ALT — Análise de Legibilidade Textual, desenvolvido por Souza et al. (2022). Esse ajuste considera a maior extensão média das frases e o número de sílabas por palavra típicos do idioma, calibrando as fórmulas originais para fornecer resultados mais precisos.

Os cálculos seguem as seguintes fórmulas base, adaptadas ao português (Moreno et al., 2022):

- FOG adaptado ( $\text{FOG}_{\text{AP}}$ )

$$\text{Fog}_{\text{AP}} = 0,49 \times \left( \frac{\text{nº palavras}}{\text{nº sentenças}} \right) + 19 \times \left( \frac{\text{nº palavras complexas}}{\text{nº palavras}} \right) \quad (1)$$

- Flesch adaptado ( $\text{Flesch}_{\text{AP}}$ )

$$\text{Flesch}_{\text{AP}} = 226 - 104 \times \left( \frac{\text{nº palavras}}{\text{nº sentenças}} \right) - 72 \times \left( \frac{\text{nº sílabas}}{\text{nº palavras}} \right) \quad (2)$$

- Flesch-Kincaid adaptado  $\text{FleschK}_{\text{AP}}$

$$\text{FleschK}_{\text{AP}} = 0,36 \times \left( \frac{\text{nº palavras}}{\text{nº sentenças}} \right) + 10,4 \times \left( \frac{\text{nº sílabas}}{\text{nº palavras}} \right) - 18 \quad (3)$$

O programa de verificação não reescreve o texto nem impõe alterações automáticas. Sua função é calcular os índices e apresentar os resultados de forma clara, permitindo que os gestores e as áreas de governança avaliem a adequação do regulamento ao público-alvo e à estratégia do fundo, com base em evidências empíricas de legibilidade.

Em vez de estabelecer limites fixos de legibilidade, recomenda-se que cada instituição utilize as métricas empíricas (quartis, medianas ou benchmarks internos)

como referências dinâmicas. Tais parâmetros devem ser apreciados pela governança e definidos pelos gestores, de modo a refletir o perfil do investidor e a estratégia de comunicação adotada pelo fundo. Assim, o processo valoriza a autonomia decisória e permite ajustes conforme o contexto, a sofisticação do produto e o público-alvo pretendido.

A verificação da legibilidade deve ocorrer na fase final da redação do regulamento, como etapa integrada ao fluxo de revisão jurídica e de compliance. Quando identificados níveis de complexidade considerados elevados, as equipes responsáveis poderão, mediante avaliação técnica e de governança, revisar trechos excessivamente densos, simplificar construções sintáticas ou adaptar o vocabulário, sempre em consonância com a política de comunicação e a estratégia do fundo.

Dessa forma, o processo combina evidência empírica, padronização técnica e aplicação prática — garantindo que o conteúdo permaneça juridicamente completo, sem impor limites rígidos, mas apresentado em linguagem mais acessível, alinhada à estratégia e à autonomia dos gestores e transparente ao investidor final.

#### **4 METODOLOGIA DE IMPLEMENTAÇÃO**

Para que a solução proposta seja incorporada de forma eficaz à prática do mercado, recomenda-se uma metodologia estruturada em três etapas principais, integradas ao fluxo de elaboração, verificação e aprovação dos regulamentos de fundos de investimento.

##### **Etapa 1 — Redação Inicial do Regulamento:**

O processo tem início com a elaboração ou atualização do regulamento, alinhada ao modelo orientador aqui proposto, que recomenda o uso de linguagem clara, frases diretas, parágrafos objetivos e estrutura lógica das informações.

Nos termos da Resolução CVM 175/2022, o regulamento deve conter, no mínimo:

- Identificação do fundo e sua categoria;
- Política de investimentos;
- Regras de administração e custódia;
- Critérios de avaliação e precificação dos ativos;
- Taxas cobradas, incluindo taxa de administração e performance, se aplicável;
- Condições de aplicação, resgate e liquidação;
- Riscos envolvidos;
- Direitos e deveres dos cotistas;
- Política de distribuição de resultados;
- Procedimentos em caso de liquidação.

A gestora, em conjunto com o departamento jurídico, é responsável por garantir que todos esses elementos estejam contemplados, de acordo com a norma vigente, sem comprometer a clareza do texto.

### **Etapa 2 — Verificação Automatizada da Legibilidade:**

Concluída a versão inicial, o regulamento deve ser submetido ao programa de Análise de Legibilidade (Souza et al., 2022), que calcula, de forma automática, os índices FOG, Flesch Reading Ease e Flesch-Kincaid, todos em versões adaptadas ao português (Moreno et al., 2022).

Importante: o programa não realiza comparações automáticas com benchmarks, apenas fornece o valor numérico dos índices calculados.

propõe-se que os resultados de legibilidade sejam analisados à luz dos parâmetros internos definidos pela própria instituição, os quais devem ser apreciados pela governança e estabelecidos pelos gestores, em conformidade com o perfil do fundo e a estratégia de comunicação. O objetivo é garantir flexibilidade para que fundos voltados a diferentes públicos — como varejo, qualificados ou institucionais —

possam adotar níveis de detalhamento textual coerentes com suas características e necessidades.

Quando a análise indicar níveis de complexidade acima do que a governança considerar adequado, a equipe de compliance poderá recomendar ajustes de clareza textual, em parceria com o jurídico e a gestão, priorizando a manutenção do conteúdo técnico e normativo, mas buscando maior fluidez e acessibilidade na comunicação.

### **Etapa 3 — Aprovação Final e Registro Documental:**

Após a verificação da legibilidade e eventuais ajustes, o regulamento segue para a instância de governança definida por cada gestor, respeitando o fluxo de aprovação interna previsto para documentos oficiais. O relatório de verificação de legibilidade, gerado pelo programa, deve ser anexado ao dossiê de governança como evidência de que o fundo adota boas práticas de clareza, transparência e alinhamento às diretrizes normativas.

Recomenda-se repetir o procedimento sempre que houver alteração material no regulamento, como mudança na política de investimentos, estrutura de taxas ou regras operacionais, garantindo a manutenção do padrão de legibilidade ao longo do tempo.

Essa metodologia reforça a autonomia das gestoras e a responsabilidade compartilhada entre jurídico, compliance e governança na definição dos níveis desejáveis de clareza, assegurando equilíbrio entre precisão técnica e comunicação acessível. Dessa forma, a solução proposta se consolida como uma prática de controle interno e transparência, alinhada à Resolução CVM 175/2022 e às melhores práticas de governança do mercado de capitais.

## 5 DESAFIOS DE IMPLEMENTAÇÃO E ESTRATÉGIAS DE SUPERAÇÃO

A adoção de um modelo orientador em linguagem clara com checagem automatizada de legibilidade envolve desafios práticos de natureza cultural (resistência a simplificação textual), tecnológica (adaptações de sistemas) e organizacional (capacitação e incorporação a rotinas). Sua superação requer apoio institucional da alta administração e das áreas Jurídico/Compliance, Gestão de Fundos e Operações/TI, além de diretrizes explícitas, processos padronizados e indicadores de acompanhamento, em consonância com a literatura de linguagem simples (Kim & Kim, 2019), design centrado no usuário aplicado a materiais financeiros (IDEO, 2015) e soluções RegTech para compliance documental (Arner et al., 2017).

- Patrocínio institucional e diretrizes claras: aprovação de uma Política de Linguagem Clara; guia de estilo e repositório de cláusulas padronizadas que preservem a precisão normativa em redação objetiva; preferência por textos principais concisos com anexos técnicos quando necessário; projetos-piloto para evidenciar ganhos (melhora nos índices de legibilidade, menor retrabalho e menor tempo de revisão).
- Adoção tecnológica incremental:
  - Fase 1 – operação manual: uso do ALT/legibilidade.com na revisão final, com arquivamento do relatório no dossiê de governança;
  - Fase 2 – semiautomação: plug-ins/macros no editor para sinalizar frases extensas, jargões e índices durante a redação;
  - Fase 3 – integração: conexão por API ao DMS/ECM para alertas automáticos quando os resultados se afastarem dos parâmetros

definidos internamente pela governança (alinhado à literatura de RegTech: Arner et al., 2017).

- Capacitação objetiva das equipes: trilha curta (4–6 horas) combinando e-learning e oficina prática de reescrita; glossário institucional; rubrica de revisão (voz ativa, comprimento de frases, consistência terminológica, exemplos quando cabível); pontos focais em Jurídico e Compliance para suporte contínuo, incorporando princípios de design centrado no usuário (IDEO, 2015).
- Governança e métricas de sucesso (curto, médio e longo prazos): definição de parâmetros de referência internos, apreciados pela governança e estabelecidos pelos gestores, considerando o perfil do público e a estratégia de cada fundo. Esses parâmetros podem ter como base as medianas ou quartis das distribuições empíricas de legibilidade, sem caráter normativo fixo, mas como guia de melhoria contínua. O monitoramento periódico deve incluir:
  - KPIs de legibilidade: % de regulamentos dentro das metas; distribuição dos índices por produto; evolução trimestral e anual.
  - KPIs de processo: tempo de ciclo de aprovação; taxa de retrabalho; achados de auditoria; volume de pedidos de ajuste por Compliance/Jurídico.
  - KPIs de cliente/usuário: NPS/CSAT de clareza; redução de reclamações e pedidos de esclarecimento (ouvidoria/distribuidores); resultados de testes de compreensão (amostras internas/externas).
  - KPIs de resultado de negócio (quando cabível e com controle de mix/mercado): variação da captação líquida ajustada; taxa de conversão em canais digitais; queda na taxa de abandono de leitura/assinatura.

- Avaliações experimentais: testes A/B de versões de cláusulas críticas (linguagem simples vs. tradicional) com métricas de compreensão/tempo de leitura.
- Em vez de metas numéricas padronizadas, recomenda-se que cada gestora defina suas próprias metas internas de avanço, coerentes com sua maturidade institucional e portfólio de produtos, observando a evolução incremental dos indicadores de clareza e eficiência.
- Roteiro de adoção (indicativo): 0–90 dias (pilotos; v1 do guia/checklist; medição manual; capacitação); 90–180 dias (expansão; semiautomação; formalização da política; metas e KPIs); 180–360 dias (integração sistêmica quando pertinente; revisão anual do guia; auditoria interna e benchmark).
- Riscos residuais e cuidados: manutenção de trilhas de auditoria (versões e relatórios ALT); segmentação por público-alvo (com níveis de exigência mais elevados para fundos voltados ao varejo); atenção à acessibilidade e usabilidade (dispositivos móveis, leitores de tela); atualização regulatória periódica do guia (Kim & Kim, 2019).

Com esses elementos, a implantação torna-se auditável, escalável e mensurável, preservando a precisão normativa, valorizando a autonomia da governança na definição dos parâmetros de clareza e reforçando a aderência às diretrizes da CVM, às melhores práticas de governança e à literatura sobre RegTech e design de linguagem (IDEO, 2015; Arner et al., 2017; Kim & Kim, 2019).

## 6 RESULTADOS ESPERADOS E BENEFÍCIOS

A implementação do modelo orientador, aliado ao procedimento de verificação automatizada da legibilidade, tem potencial de gerar benefícios diretos e indiretos para os diversos agentes envolvidos na cadeia de valor dos fundos de investimento.

Do ponto de vista da gestora, a solução fortalece os controles internos de governança, criando uma prática adicional de compliance documental, que facilita auditorias internas e externas. Ao adotar processos estruturados de verificação e acompanhamento da legibilidade, a gestora demonstra compromisso com a transparência, reforçando sua imagem institucional junto a investidores, órgãos reguladores e parceiros de distribuição.

Para os investidores, a maior clareza dos regulamentos significa acesso mais igualitário à informação, especialmente para públicos com menor familiaridade com termos jurídicos e financeiros. Essa redução de barreiras de leitura contribui para decisões de investimento mais informadas, alinhadas ao perfil e aos objetivos de cada cotista — promovendo inclusão e mitigando o risco de assimetrias informacionais.

Do ponto de vista regulatório, a prática complementa as diretrizes da Resolução CVM 175/2022, oferecendo um instrumento verificável de que o requisito de redação clara foi atendido com base em métricas objetivas, não apenas em avaliações subjetivas. Esse diferencial pode ser relevante em fiscalizações e inspeções, funcionando como evidência concreta de aderência às boas práticas de *disclosure*.

Além disso, ao alinhar a comunicação com os padrões sugeridos neste artigo tecnológico — baseados em evidências empíricas —, a gestora potencializa o impacto positivo que a clareza textual pode exercer sobre a captação líquida, conforme indicado pela pesquisa científica associada a este trabalho. Ainda que outros fatores

influenciem a decisão de investimento, a busca por clareza textual — dentro dos parâmetros definidos pela governança e ajustados à estratégia e ao público-alvo de cada fundo — pode constituir um diferencial competitivo para a captação de recursos, sinalizando cuidado, coerência e respeito ao investidor.

## 7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo tecnológico teve como propósito apresentar uma solução prática para um problema real evidenciado por dados: a elevada complexidade textual dos regulamentos de fundos de investimento no Brasil. Embora a Resolução CVM 175/2022 reforce a exigência de comunicação clara e acessível, a análise empírica revelou que, na prática, muitos documentos ainda demandam nível de escolaridade avançado, criando barreiras que limitam o entendimento de investidores com diferentes perfis.

Diante desse cenário, propôs-se a combinação de um modelo orientador de redação clara com a verificação automatizada da legibilidade, utilizando índices consagrados — FOG, Flesch Reading Ease e Flesch-Kincaid — em versões adaptadas à língua portuguesa. A metodologia estruturada em três etapas define responsabilidades claras, integra o processo à governança de aprovação de cada fundo e orienta o uso de métricas de legibilidade como ferramentas de apoio à decisão, sem impor limites fixos. Os parâmetros devem ser avaliados pela governança e definidos pelos gestores, de acordo com o público-alvo e a estratégia de comunicação de cada produto.

A solução apresentada amplia o escopo da exigência normativa, oferecendo um padrão técnico verificável que transforma o requisito de clareza textual em prática concreta, passível de auditoria e replicação. Ao propor um processo de avaliação contínua baseado em dados reais e comparativos empíricos, este trabalho contribui

para que a exigência de comunicação comprehensível deixe de depender de critérios subjetivos e seja incorporada de forma estruturada às rotinas de gestores, equipes jurídicas e compliance, com flexibilidade para refletir a identidade e a estratégia de cada fundo.

Do ponto de vista prático, espera-se que a aplicação sistemática dessa solução fortaleça a governança informacional dos fundos, reduza assimetrias de informação, amplie o alcance dos documentos a públicos com menor familiaridade técnica e, como consequência indireta, contribua para potencializar a propensão de captação líquida — conforme evidenciado nos resultados da pesquisa científica que deu origem a este trabalho. Ainda que a captação dependa de múltiplos fatores, a comunicação clara, alinhada à estratégia e sustentada por critérios objetivos de legibilidade, se destaca como um diferencial competitivo em um mercado que valoriza transparência e confiança.

Em síntese, este artigo reforça que a forma importa tanto quanto o conteúdo. Manter o equilíbrio entre rigor técnico, clareza e alinhamento com o perfil do investidor é um desafio constante, mas também uma oportunidade para as gestoras se destacarem em um ambiente competitivo. Ao reconhecer a legibilidade como um elemento de governança e não apenas de conformidade regulatória, cria-se uma ponte entre a teoria acadêmica, a exigência regulatória e as boas práticas de mercado — consolidando um caminho para uma comunicação mais acessível, eficiente e justa no mercado de capitais brasileiro.

## REFERÊNCIAS

- Arner, D. W., Barberis, J., & Buckley, R. P. (2017). FinTech, RegTech and the Future of Financial Regulation. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 37(3), 371-413.  
<https://scholarlycommons.law.northwestern.edu/njilb/vol37/iss3/2>

- 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.* CVM. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol175.html>
- 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.* BookSurge Publishing. <https://files.eric.ed.gov/fulltext/ED506403.pdf>
- 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>
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393-408. <https://www.jstor.org/stable/1805228>
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. (2024). *Síntese de indicadores sociais: Uma análise das condições de vida da população brasileira.* IBGE. <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv102144.pdf>
- IDEO. (2015). *Field Guide to Human-Centered Design.* IDEO.
- 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)
- Kim, J., & Kim, Y. (2019). Plain Language in Legal Documents: A Review of Research. *Journal of Technical Writing and Communication*, 49(3), 263-284.
- Kincaid, J. P., Fishburne, R. P., Jr., Rogers, R. L., & Chissom, B. S. (1975). *Derivation of new readability formulas (Automated readability index, fog count, and flesch reading ease formula) for Navy enlisted personnel* [Relatório]. Institute for Simulation and Training - University of Central Florida. [https://stars.library.ucf.edu/istlibrary/56/?utm\\_sourc](https://stars.library.ucf.edu/istlibrary/56/?utm_sourc)
- 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>
- 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>

Moreno, G. C. D. L., Souza, M. P. de, Hein, N., & Hein, A. K. (2022). ALT: Um software para análise de legibilidade de textos em Língua Portuguesa. *ArXiv*. <https://arxiv.org/abs/2203.12135>

Souza, M. P. M. de, Moreno, G. C. D. L., Hein, N., & Kroenke, A. (2022). *Análise de Legibilidade Textual* [Plataforma]. <https://legibilidade.com/>

## **CLAREZA NA INFORMAÇÃO E DECISÃO DE INVESTIMENTO: EVIDÊNCIAS DO EFEITO DA LEGIBILIDADE NA DEMANDA POR DEBÊNTURES**

### **RESUMO**

Este estudo investiga a relação entre a legibilidade dos prospectos de emissão de debêntures e a demanda por esses títulos no mercado brasileiro. Utilizando uma amostra de prospectos de empresas listadas na B3, o objetivo foi avaliar de que forma a clareza e a acessibilidade das informações influenciam a velocidade de absorção das ofertas pelo mercado. Foram aplicados diferentes índices de legibilidade — Fog Index, FOG adaptado, Flesch adaptado e Flesch-Kincaid adaptado — combinados a variáveis de controle contratuais, financeiras e macroeconômicas. Os resultados, contrariando a expectativa teórica inicial, indicam que prospectos mais legíveis estiveram associados a prazos mais longos para a absorção das debêntures, compatível com um mecanismo de salientização de risco que amplia diligências e trâmites internos antes da subscrição. Em suma, a clareza textual torna cláusulas sensíveis mais salientes, aumentando o escrutínio, o que pode alongar o tempo de absorção da emissão pelo mercado. Esses achados contribuem para o debate sobre transparência informacional.

**Palavras-chave:** legibilidade; debêntures; percepção de risco; prospectos de emissão; mercado brasileiro.

### **1 INTRODUÇÃO**

As debêntures são títulos de dívida emitidos por companhias abertas com o objetivo de captar recursos diretamente no mercado de capitais, constituindo uma alternativa ao capital próprio e ao crédito bancário tradicional. Esses títulos asseguram ao investidor um direito de crédito contra a empresa emissora, com promessa de remuneração atrelada a condições previamente acordadas. Para viabilizar a captação,

a empresa divulga ao mercado um prospecto de emissão, documento que reúne as principais informações jurídicas, financeiras e operacionais da oferta.

Por se tratar de um instrumento de captação voluntária e competitivo, o prospecto exerce papel fundamental na comunicação com investidores. Seu conteúdo visa garantir o acesso a dados relevantes sobre a estrutura da emissão, os riscos envolvidos, o desempenho passado da emissora e outras informações regulatórias. A Resolução CVM nº 160/2022 estabelece os elementos obrigatórios que devem constar nesse documento, como demonstrações financeiras auditadas, fatores de risco, condições da oferta e características das debêntures. Ainda que existam requisitos formais de conteúdo, não há padronização quanto à forma de apresentação textual das informações, o que pode levar a diferenças significativas na clareza e legibilidade desses documentos (CVM, 2022).

Nesse contexto, ganha relevância o debate sobre a legibilidade dos prospectos de emissão de debêntures e seu potencial impacto sobre a atratividade da oferta e a velocidade de absorção pelo mercado. A literatura em contabilidade e finanças aponta que textos excessivamente complexos ou mal estruturados dificultam o processamento das informações, prejudicando a avaliação e a tomada de decisão por parte dos investidores (Li, 2008; Miller, 2010). Embora a maior parte das pesquisas se concentre na análise de relatórios financeiros e comunicados gerenciais, observa-se uma lacuna no exame da clareza textual de documentos voltados à captação de recursos, como é o caso dos prospectos de emissão de títulos de dívida.

Além do impacto cognitivo direto, estudos indicam que a baixa legibilidade pode refletir estratégias gerenciais oportunistas, especialmente em cenários de baixo desempenho. De acordo com Bloomfield (2002), gestores podem recorrer à complexidade linguística como forma de ofuscar informações negativas, dificultando

sua identificação e retardando a reação do mercado. Em linha semelhante, Lo et al. (2017) mostram que empresas envolvidas em gerenciamento de resultados tendem a publicar relatórios menos legíveis, sugerindo um padrão estratégico de opacidade informacional. Por outro lado, evidências recentes indicam que o mercado pode perceber essa falta de clareza como um sinal de risco informacional, o que afeta negativamente a atratividade dos títulos emitidos (Ertugrul et al., 2017). Essa dualidade — entre a tentativa de camuflagem por parte da gestão e a reação defensiva dos investidores — reforça a importância de investigar como a legibilidade impacta não apenas a percepção de risco, mas a efetiva demanda pelas ofertas.

Diante desse pano de fundo, este artigo investiga se a legibilidade dos prospectos de emissão de debêntures influencia a demanda por esses títulos no mercado brasileiro, considerando a duração da colocação como proxy da atratividade da emissão. A questão central da pesquisa é: prospectos de difícil leitura estão associados a uma menor demanda pelas debêntures ofertadas? A hipótese de trabalho considera que prospectos menos legíveis tendem a reduzir a atratividade da oferta, ao ampliarem a incerteza percebida pelo mercado.

Apesar da ampla literatura sobre relatórios anuais e outros documentos corporativos, são escassos os estudos que aplicam essa discussão aos prospectos de emissão de títulos de dívida. Estes documentos, embora normativamente estruturados, oferecem liberdade narrativa suficiente para que a legibilidade varie de forma substancial entre emissores. Essa característica sugere que, mesmo diante de exigências regulatórias, o emissor possui margem para exercer discricionariedade na elaboração textual, o que pode ser utilizado como mecanismo de gestão de impressões (Hooghiemstra, 2000) ou de legitimação simbólica (Suchman, 1995).

A relevância do estudo reside em ampliar a compreensão de como características formais dos textos — como a legibilidade — impactam decisões de investimento em títulos de dívida. Do ponto de vista prático, os resultados podem subsidiar ajustes na forma de elaboração dos prospectos, contribuindo para uma comunicação mais eficiente entre empresas emissoras e investidores. Do ponto de vista acadêmico, o artigo avança na literatura ao analisar a legibilidade como variável explicativa da demanda por debêntures, em um contexto ainda pouco explorado na realidade brasileira.

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 LEGIBILIDADE NO PROCESSO DECISÓRIO**

A proxy mais utilizada para avaliar a legibilidade é o Fog Index de Gunning (1952), que examina a complexidade e a clareza textual com base no comprimento das sentenças, medido pelo número de palavras por frase, e na presença de palavras difíceis, medida pelo número de sílabas por palavra (Bloomfield, 2008; Du Toit, 2017; Gunning, 1952; Jugnandan & Willows, 2021; Li, 2008; Lo et al., 2017; Mankayi et al., 2023; Xu et al., 2018). Na escala do Fog Index, quanto maior o índice, maior é a dificuldade de interpretação textual.

Além do Fog Index, outras métricas, como o Flesch e o Flesch-Kincaid, também são amplamente utilizadas para medir a legibilidade. O Flesch, proposto por Flesch (1948), baseia-se no número médio de palavras por frase e no número médio de sílabas por palavra, resultando em uma pontuação de 0 a 100, em que valores mais altos indicam maior facilidade de leitura. Já o Flesch-Kincaid, desenvolvido por Kincaid et al. (1975), transforma essa pontuação em uma estimativa dos anos de escolaridade necessários para a compreensão do texto, identificando o nível educacional mínimo exigido para uma leitura eficaz.

A legibilidade está relacionada à facilidade com que um texto pode ser lido e compreendido, sendo influenciada por fatores como vocabulário, estrutura frasal, organização textual e familiaridade do leitor com o conteúdo (DuBay, 2007). No contexto das finanças, legibilidade refere-se à clareza e à complexidade da linguagem utilizada em documentos informacionais, como relatórios corporativos, comunicados ao mercado e prospectos financeiros (Loughran & McDonald, 2016). Textos mais legíveis tendem a ser interpretados com maior rapidez e precisão, enquanto textos complexos podem gerar barreiras cognitivas ao entendimento das informações (Ajina et al., 2016; Gosselin et al., 2021).

A contabilidade, fundamentada em suas diversas teorias, tem como principal objetivo fornecer informações úteis, transparentes e comparáveis aos usuários das demonstrações financeiras, visando apoiar a tomada de decisões (Toerien e Toit, 2023). A teoria da agência (Jensen & Meckling, 1976), por exemplo, trata a contabilidade financeira como um mecanismo essencial para alinhar os interesses de gestores e acionistas, contribuindo para reduzir a assimetria informacional e minimizar os conflitos inerentes a essa relação.

Nesse contexto, a teoria dos stakeholders (Freeman, 1984) amplia esse enfoque, ao considerar a relevância de atender às expectativas de diferentes partes interessadas, além dos acionistas, como parte essencial da atuação organizacional. Nesse sentido, a contabilidade financeira deve produzir informações que sejam claras e acessíveis a todos os stakeholders, promovendo tanto a identificação de riscos quanto a responsabilização.

Adicionalmente, a teoria da legitimidade, conforme Deegan (2002), sugere que as empresas buscam manter sua legitimidade social por meio de práticas de transparência e conformidade com as normas e padrões de divulgação. A

disponibilização de informações financeiras relevantes, claras e comparáveis nos relatórios corporativos, reforça essa legitimidade ao garantir que a organização atenda às expectativas informacionais de seus diversos públicos, posicionando-se como uma entidade responsável e confiável no ambiente de negócios.

Dessa forma, a legibilidade pode ser compreendida como uma característica formal dos textos que influencia a facilidade de leitura e interpretação dos documentos corporativos (DuBay, 2007; Loughran & McDonald, 2016). No caso dos prospectos de emissão de debêntures, que reúnem informações técnico-financeiras destinadas a públicos com diferentes níveis de familiaridade com o conteúdo, a clareza textual adquire relevância operacional (Ajina et al., 2016). As teorias da agência (Jensen & Meckling, 1976), dos stakeholders (Freeman, 1984) e da legitimidade (Deegan, 2002) fornecem base para considerar que a forma como as informações são redigidas pode afetar a capacidade dos agentes externos de processar e utilizar essas informações em seus processos decisórios.

## 2.2 COMPLEXIDADE TEXTUAL E MOTIVAÇÕES GERENCIAIS

Relatórios financeiros com menor nível de legibilidade tendem a estar relacionados tanto à complexidade das operações quanto a desempenhos insatisfatórios (Xu et al., 2018). Nesse sentido, é importante que documentos financeiros sejam legíveis para serem considerados de alta qualidade, facilitando a compreensão, reduzindo os custos de processamento e aumentando a velocidade de leitura (Mankayi et al., 2023). A dificuldade na leitura de narrativas está, em grande parte, associada à complexidade do texto, sendo que um aumento nessa complexidade torna as narrativas mais difíceis de compreender. Du Toit (2017) e Jugnandan e Willows (2021) examinaram a legibilidade e as narrativas dentro de

relatórios financeiros, e os resultados mostram que os relatórios anuais são extremamente difíceis de compreender, estando além do alcance do público.

Li (2008) desenvolveu um modelo econométrico voltado para explicar a complexidade dos relatórios financeiros com base em métricas de legibilidade. Usando o índice Fog (Gunning, 1952), o autor constatou uma relação entre a transparência dos relatórios anuais e o resultado financeiro das empresas, além da persistência dos lucros. Os resultados mostram que as empresas com menor lucratividade tendem a elaborar relatórios de leitura mais complexa, refletidos por um índice Fog mais elevado. Em contraste, aquelas que produziram relatórios mais acessíveis, com um índice Fog reduzido, registraram lucros positivos e mais consistentes ao longo do tempo (Li, 2008).

Ainda assim, o autor advertiu para possíveis explicações, sendo a explicação ontológica uma alternativa aos seus achados a de que as más notícias, relacionadas a prejuízos ou menores lucros, são inherentemente mais complexas de se justificar, sendo uma exigência dos investidores a divulgação de mais informações por parte dos gestores (Li, 2008).

Em seguida, Bloomfield (2008) apresentou, como uma outra explicação alternativa, a hipótese de ofuscação, que consiste na ação intencional de gestores em esconder más notícias utilizando-se de uma comunicação mais difícil e complexa de decifrar. Consequentemente, é difícil identificar o genuíno motivador para os relatórios financeiros serem produzidos com textos complexos, mas há dois que se destacam: ontológico, no qual as más notícias naturalmente são mais trabalhosas de serem abordadas e a ofuscação, em que os gestores produzem relatórios mais complexos visando ofuscar o mau desempenho (Bloomfield, 2008).

Lo et al. (2017) destacam a dicotomia entre a explicação ontológica, na qual a legibilidade é naturalmente condicionada pelas circunstâncias, e teoria da ofuscação, sugerindo que a administração interfere no processo de divulgação, levando à produção de relatórios mais complexos. Essa ofuscação, segundo os autores, pode não estar necessariamente associada a um desempenho ruim, mas sim a práticas de gerenciamento de resultados. Eles observam que empresas envolvidas em gerenciamento de resultados possuem maior propensão a apresentar relatórios mais difíceis de entender, mesmo quando o desempenho financeiro e a persistência dos lucros são favoráveis, evidenciando situações em que a ofuscação prevalece sobre fatores ontológicos (Lo et al., 2017).

Com base no trabalho de Li (2008), diversas pesquisas empíricas nas áreas de contabilidade e finanças passaram a investigar a comunicação corporativa e suas consequências para a tomada de decisão dos stakeholders. Examinando a maneira como a complexidade dos relatórios 10-K apresentados à SEC afeta a reação dos investidores, You e Zhang (2009) identificaram que as empresas com relatórios mais complexos apresentam um desvio de preço das ações que persiste por até 12 meses após o arquivamento. A complexidade dos relatórios financeiros torna mais difícil para os investidores processarem completamente as informações, resultando em uma reação de mercado mais lenta.

Avaliando de que forma a complexidade dos relatórios financeiros exerce influência sobre as decisões dos investidores, Miller (2010) identificou que a complexidade dos relatórios está associada a uma redução no volume total de negociação, sendo que os efeitos ficam mais evidentes entre os pequenos investidores. A complexidade dos relatórios financeiros torna mais difícil para os

pequenos investidores processarem as informações, resultando em menor atividade de negociação.

Habib e Hasan (2018) investigam como diferentes estratégias empresariais influenciam a legibilidade dos relatórios anuais. As descobertas sugerem que as estratégias empresariais influenciam significativamente a legibilidade das divulgações, e que as empresas que constantemente buscam novas oportunidades de mercado e inovam regularmente em produtos e serviço tendem a usar linguagem mais complexa possivelmente para mascarar o desempenho organizacional.

Fundamentados na teoria da gestão de impressões, um conceito da psicologia social e das ciências comportamentais, que se refere aos esforços conscientes ou inconscientes para influenciar as percepções, Mankayi et al. (2023) avaliaram a legibilidade das declarações do presidente do conselho das empresas listadas na Bolsa de Valores de Joanesburgo. Os resultados indicam que a legibilidade das declarações foi afetada pela complexidade textual, sugerindo que os gestores podem usar linguagem complexa para influenciar a percepção dos stakeholders.

No cenário brasileiro, Rocha et al. (2022) examinaram a conexão entre a clareza dos comunicados à imprensa e o nível de manipulação de resultados das empresas. Os autores identificaram evidências de que o gerenciamento de resultados influencia a legibilidade dos relatórios, seja pela tentativa de encobrir o fraco desempenho, seja por fatores cognitivos, como a dissonância causada pelas diferenças entre o desempenho real e o divulgado.

A literatura indica que a forma como as informações são apresentadas nos documentos corporativos pode influenciar significativamente a percepção dos stakeholders sobre a empresa (Suchman, 1995). A linguagem adotada, o estilo textual e o nível de clareza empregado nos relatórios podem ser utilizados de modo

estratégico pelos gestores para reforçar determinadas mensagens ou suavizar interpretações negativas (Hooghiemstra, 2000). Em contextos regulados, como o de ofertas públicas, essas escolhas comunicacionais ganham ainda mais relevância, pois interagem com expectativas formais de transparência e com a leitura analítica dos potenciais investidores.

No caso específico dos prospectos de emissão de debêntures, embora existam normas regulatórias padronizadas, o texto ainda permite certo grau de discricionariedade na sua formulação. Esse espaço interpretativo pode resultar em variações substanciais na legibilidade, o que se alinha à literatura que discute o uso estratégico da linguagem em documentos corporativos (Hooghiemstra, 2000) e aos estudos que relacionam a complexidade textual à intenção de ofuscação ou à dificuldade inerente de comunicar certas informações (Bloomfield, 2008; Lo et al., 2017).

Prospectos redigidos de forma mais clara e objetiva têm maior potencial de facilitar o entendimento da oferta, contribuindo para a construção de uma imagem de comprometimento informacional e de confiabilidade por parte do emissor (Suchman, 1995; Hooghiemstra, 2000). Nesse contexto, a boa legibilidade pode favorecer uma percepção mais positiva da emissão, ampliando o interesse dos investidores e influenciando, de forma concreta, a demanda pelos títulos (Ertugrul, Kravet & McVay, 2017).

### 2.3 REGULAÇÃO DEBÊNTURES

A regulamentação das debêntures pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil evoluiu significativamente nas últimas décadas, com o objetivo de assegurar maior transparência, eficiência e proteção aos investidores. A Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, representou um marco nesse processo ao estabelecer

normas gerais para a realização de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários no mercado brasileiro, incluindo debêntures (CVM, 2003).

Desde então, tornou-se obrigatória a apresentação de diversos documentos para o registro de ofertas públicas, entre os quais se destaca o prospecto de emissão. Esse documento deve conter informações detalhadas sobre a empresa emissora, os termos da emissão, os fatores de risco, as demonstrações financeiras e a destinação dos recursos captados. A exigência visa garantir que os investidores tenham acesso a dados suficientes para uma tomada de decisão consciente e fundamentada (CVM, 2003).

Nos anos seguintes, a CVM promoveu aprimoramentos normativos com vistas à simplificação e modernização dos procedimentos. A Instrução CVM nº 471, de 2008, introduziu o registro automático para emissores frequentes e de grande porte, reduzindo a burocracia e conferindo maior agilidade ao processo de captação de recursos (CVM, 2008). Já a Instrução CVM nº 476, de 2009, passou a permitir a realização de ofertas com esforços restritos, voltadas exclusivamente a investidores qualificados, sem a necessidade de registro prévio, embora com um prospecto mais sucinto (CVM, 2009).

Mais recentemente, a Resolução CVM nº 160, de 2022, consolidou e modernizou o arcabouço normativo relativo às ofertas públicas, substituindo as instruções anteriores e alinhando as exigências às melhores práticas internacionais. A nova norma mantém a obrigatoriedade de um prospecto detalhado, incentivando objetividade e clareza na apresentação (CVM, 2022).

Embora a regulação imponha diretrizes formais sobre o conteúdo mínimo do prospecto, a forma de apresentação textual ainda comporta certo grau de discricionariedade por parte dos emissores. Isso cria espaço para variações na

legibilidade dos documentos, que podem decorrer tanto da complexidade intrínseca das informações quanto de escolhas estratégicas na comunicação (Bloomfield, 2008; Lo et al., 2017; Hooghiemstra, 2000). Ertugrul et al. (2017) mostram que a forma como as informações são apresentadas pode afetar a maneira como os investidores percebem a oferta, influenciando diretamente o seu comportamento em relação à demanda pelos títulos.

Nesse contexto, prospectos redigidos de forma mais clara e objetiva tendem a facilitar o entendimento da oferta, transmitindo uma imagem de maior comprometimento informacional por parte do emissor. Evidências empíricas mostram que essa percepção pode favorecer o interesse dos investidores, com implicações sobre o sucesso da colocação dos títulos (Ertugrul et al., 2017).

**H1: Prospectos de emissão de debêntures com baixa legibilidade aumentam a percepção de assimetria informacional, resultando em menor demanda pelos títulos.**

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.1 AMOSTRA**

Esta pesquisa empírica, de abordagem quantitativa, utiliza dados secundários para verificar se a legibilidade dos prospectos de emissão de debêntures influencia a demanda pelos títulos. As informações sobre as ofertas foram extraídas da base ANBIMA Datasets, que consolida dados do mercado primário de debêntures no Brasil; os indicadores econômico-financeiros dos foram extraídos manualmente a partir das demonstrações financeiras das empresas emissoras, referentes ao exercício anterior

às emissões; e os prospectos completos foram coletados no sistema de Consulta de Documentos de Companhias Abertas do site da CVM.

No período compreendido entre janeiro de 2017 e junho de 2024, a base original contabilizava 3.723 emissões (considerando séries emitidas) realizadas por 1.441 empresas. Aplicaram-se, então, as seguintes exclusões:

- ofertas conduzidas sob ICVM 476 – Esforços Restritos (2.859 emissões), que utilizam material publicitário simplificado e não exigem prospecto abrangente;
- ofertas sob ICVM 400 – Dispensada (1 emissão), nas quais a elaboração do prospecto completo é dispensada;
- ofertas sob RCVM 160 – Rito Automático (767 emissões), porque não apresentavam o prospecto integralmente disponível para consulta.

Os prospectos foram coletados manualmente no sistema de Consulta de Documentos de Companhias Abertas, disponível no site da CVM. Cada prospecto foi avaliado individualmente, sendo calculado o índice de legibilidade por emissão e por série, nos casos em que uma mesma emissão contou com mais de uma série de debêntures, de modo a preservar a comparabilidade entre os documentos. Foram excluídos da análise os anexos dos prospectos, por não se tratar de conteúdo redigido diretamente pela empresa emissora, o que poderia comprometer a fidedignidade da avaliação textual. Os arquivos foram convertidos para texto editável e processados com o auxílio de softwares específicos, conforme detalhado na próxima seção.

Após esses ajustes – que visam concentrar a análise em ofertas públicas amplas com documentação completa – restaram 78 emissões de debêntures listadas na B3, cuja colocação foi integral e para as quais os respectivos prospectos estavam

disponíveis na íntegra. Essa amostra é a base das análises empíricas desenvolvidas nas seções seguintes.

### 3.2 MODELO EMPÍRICO E VARIÁVEIS

Para verificar o impacto da legibilidade dos prospectos sobre a demanda por debêntures, estimou-se o seguinte modelo de regressão linear múltipla:

$$\text{Duração da oferta}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Legibilidade}_i + \sum \beta_x \text{Controles} + \varepsilon \quad (1)$$

A proxy para a demanda consiste na duração da oferta (em dias corridos entre o início e o encerramento da colocação). A justificativa para a utilização dessa variável decorre do funcionamento específico do mercado primário de debêntures, no qual as emissões possuem um teto fixado previamente no volume ofertado. Como a totalidade das emissões da amostra atingiram esse valor máximo, o volume total colocado pode não refletir diferenças marginais na intensidade da demanda entre ofertas.

Nesse contexto, a rapidez com que uma oferta é totalmente subscrita pode ser interpretada como indicativo da atratividade da emissão, pressupondo que ofertas mais demandadas sejam absorvidas em um intervalo de tempo menor. Assim, a variável “duração da colocação” é utilizada como medida inversa da demanda: quanto menor o número de dias para encerramento, maior se presume ter sido o interesse dos investidores.

A variável de interesse, Legibilidade, foi mensurada por meio de três 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), desenvolvido por Souza 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), a fim de proporcionar uma análise comparativa entre as abordagens.

Os índices são calculados dessa forma:

- FOG (Gunning, 1952):

$$\text{Fog} = 0,4 \times \left( \frac{\text{nº palavras}}{\text{nº sentenças}} + \frac{\text{nº palavras complexas}}{\text{nº palavras}} \right) \quad (2)$$

- FOG adaptado ( $\text{FOG}_{\text{AP}}$ )

$$\text{Fog}_{\text{AP}} = 0,49 \times \left( \frac{\text{nº palavras}}{\text{nº sentenças}} \right) + 19 \times \left( \frac{\text{nº palavras complexas}}{\text{nº palavras}} \right) \quad (3)$$

- Flesch adaptado ( $\text{Flesch}_{\text{AP}}$ )

$$\text{Flesch}_{\text{AP}} = 226 - 104 \times \left( \frac{\text{nº palavras}}{\text{nº sentenças}} \right) - 72 \times \left( \frac{\text{nº sílabas}}{\text{nº palavras}} \right) \quad (4)$$

- Flesch-Kincaid adaptado  $\text{FleschK}_{\text{AP}}$

$$\text{FleschK}_{\text{AP}} = 0,36 \times \left( \frac{\text{nº palavras}}{\text{nº sentenças}} \right) + 10,4 \times \left( \frac{\text{nº sílabas}}{\text{nº palavras}} \right) - 18 \quad (5)$$

Nesses modelos, a interpretação do coeficiente  $\beta_1$  depende da escala do índice de legibilidade utilizado. Nos índices FOG (original e adaptado) e FleschK<sub>AP</sub>, valores mais altos indicam maior complexidade textual (ou seja, menor legibilidade). Assim, espera-se que  $\beta_1$  seja positivo no modelo em que a variável dependente é a duração da oferta — refletindo que prospectos mais complexos estão associados a menor demanda.

Por outro lado, o índice Flesch\_AP adaptado ao português, originalmente apresenta interpretação inversa: quanto maior seu valor, maior a facilidade de leitura. No entanto, para fins de padronização com os demais índices — nos quais valores mais elevados indicam menor legibilidade — o Flesch\_AP foi multiplicado por -1. Com essa transformação, espera-se que o coeficiente  $\beta_1$  seja positivo no modelo com a duração da oferta como variável dependente, refletindo que prospectos menos legíveis tendem a ser absorvidos mais lentamente pelo mercado. Esse ajuste permite uma interpretação coerente dos coeficientes estimados, dado que todos os índices de legibilidade passam a adotar a mesma direção de escala.

Dessa forma, os modelos testam simultaneamente se prospectos menos legíveis estão associados tanto a menores volumes efetivamente captados quanto a prazos mais extensos de absorção, compondo uma análise integrada da demanda sob múltiplas perspectivas.

### **3.2.1 Variáveis de Controle**

Para isolar o efeito da legibilidade sobre a demanda por debêntures, foram incorporadas variáveis de controle ao modelo empírico com base na literatura e na lógica econômica que rege o comportamento dos investidores no mercado primário de títulos de dívida corporativa. O modelo testa uma proxy de demanda, que consiste na duração da oferta (em dias corridos entre o início e o encerramento da colocação).

A inclusão dessa métrica é justificada pelo fato de que, no mercado de debêntures, a maioria das emissões atinge o teto previamente definido, o que pode limitar a capacidade do volume captado refletir nuances na intensidade da demanda. Assim, o foco é identificar se prospectos menos legíveis — mais complexos do ponto

de vista textual — estão associados a uma menor atratividade da emissão, refletida em maior tempo de absorção dos papéis pelo mercado.

Valor Total Final (VT\_F): representa o volume efetivamente adquirido pelos debenturistas, medido em logaritmo natural. Quando utilizado como variável de controle, permite ajustar a análise ao porte da colocação. Ofertas de maior volume podem demandar mais tempo para serem integralmente absorvidas, a depender da profundidade do mercado e da intensidade marginal da demanda (Li et al., 2023; Wei et al., 2023).

Dummy de Garantia (D\_GAR): variável binária que assume valor 1 quando a emissão conta com garantia real ou fidejussória, e 0 caso contrário. A presença de garantias reduz o risco percebido pelos investidores ao oferecer proteção adicional contra inadimplência, o que tende a aumentar a atratividade da emissão (Benmelech & Bergman, 2008). Espera-se, portanto, correlação positiva com o valor captado e negativa com a duração da oferta.

D\_Indexador (INDX): variável categórica que identifica o tipo de indexação da debênture (como CDI, IPCA ou pré-fixada). A forma de indexação afeta diretamente a estrutura de remuneração do título, podendo influenciar a atratividade junto aos investidores. Dessa forma, a inclusão desta variável como controle busca isolar o efeito da legibilidade, evitando que características contratuais da remuneração interfiram indevidamente nas inferências empíricas (Sheng & Saito, 2005).

Spread (SPREAD): representa a remuneração adicional da debênture em relação ao indexador de referência (como CDI ou IPCA), expressa em pontos-base. Spreads mais elevados podem, por um lado, tornar a emissão mais atrativa ao oferecer maior retorno aos investidores; por outro, podem sinalizar maior risco

percebido pelo mercado. Assim, espera-se uma relação negativa com a duração da oferta (Sheng & Saito, 2005).

Ativo Total (ATIVO): variável contínua que representa o porte econômico da empresa emissora, mensurado pelo logaritmo do ativo total, com base nos dados do exercício anterior à emissão. Emissores de maior porte tendem a transmitir maior robustez institucional e menor risco percebido, o que pode favorecer tanto o volume captado quanto a velocidade de colocação dos títulos. Assim, espera-se um coeficiente positivo no modelo com valor captado e negativo no modelo com duração da oferta (Sheng & Saito, 2005).

Dívida Líquida (DIV\_L): variável contínua que representa o endividamento líquido da empresa emissora, calculado como o total de dívidas subtraído das disponibilidades (caixa e equivalentes de caixa), com base nos dados do exercício anterior à emissão. Esse indicador capture o nível de alavancagem financeira da empresa, o qual está associado à percepção de risco de crédito por parte dos investidores. Quanto maior a dívida líquida, maior o risco percebido, o que pode reduzir a atratividade da emissão. Assim, espera-se uma relação negativa com o valor captado e positiva com a duração da colocação (Sheng & Saito, 2005).

Indicador de Alavancagem (DIV\_L/EBITDA): representa o múltiplo de alavancagem financeira da empresa, calculado como a razão entre a dívida líquida (total de dívidas menos disponibilidades) e o EBITDA do exercício anterior à emissão. Esse indicador expressa a capacidade da empresa de gerar recursos operacionais suficientes para arcar com seu endividamento. Empresas com múltiplos elevados tendem a ser percebidas como mais arriscadas, o que pode inibir a demanda por seus títulos. Espera-se, portanto, uma relação negativa com o valor captado e positiva com a duração da colocação (Damodaran, 2012; Palepu et. al, 2019, Sheng & Saito, 2005).

Rating de Crédito (RISC): representa a avaliação do risco de inadimplência do emissor no momento da emissão, conforme atribuído por agências como Fitch, Moody's e S&P. Para viabilizar sua inclusão nos modelos econométricos, os ratings foram convertidos em uma escala numérica crescente de risco, na qual valores mais baixos indicam melhor qualidade de crédito. Essa recodificação permitiu o tratamento do rating como variável contínua, preservando a lógica ordinal da classificação de risco. Espera-se que emissores com melhor avaliação (menor valor na escala) consigam captar mais recursos e concluir suas ofertas em prazos mais curtos, refletindo maior confiança por parte dos investidores (Sheng & Saito, 2005).

A ordenação adotada foi a seguinte: AAA = 1, AA+ = 2, AA = 3, AA- = 4, A+ = 5, A = 6, A- = 7, BBB+ = 8, BBB = 9, BBB- = 10, BB+ = 11, BB = 12, BB- = 13, B+ = 14, B = 15, B- = 16 e, por fim, ratings de maior risco, como CCC+, CCC, CCC-, CC, C e D, foram agrupados no valor 17.

Inflação (INF): variação mensal do índice oficial de preços ao consumidor, no mês da emissão da debênture. Essa variável foi incluída como controle para captar o ambiente macroeconômico em que as ofertas foram realizadas. Em contextos de inflação elevada, o retorno real dos títulos tende a ser reduzido, o que pode afetar negativamente a atratividade das debêntures, sobretudo daquelas com remuneração prefixada. Ao mesmo tempo, títulos indexados à inflação podem se tornar relativamente mais atraentes (Gürkaynak et al, 2010). Assim, a inclusão do IPCA permite ajustar o modelo para choques macroeconômicos que influenciam a alocação dos investidores.

Taxa Selic (TBJ): representa a taxa básica de juros da economia brasileira, sendo utilizada como referencial do custo de oportunidade do capital no mês da emissão. Elevações na Selic podem levar investidores a direcionar recursos para

ativos mais conservadores e de menor risco, como títulos públicos, em detrimento de instrumentos corporativos como as debêntures (Sheng & Saito, 2005; Bossan & Pimentel, 2022). A variável é incorporada ao modelo para isolar os efeitos da política monetária sobre a demanda pelos papéis, esperando-se uma correlação negativa com o volume captado e positiva com a duração da colocação.

Retorno do Ibovespa (RB3): utilizado como proxy para o desempenho do mercado acionário brasileiro no mês da emissão, esse indicador busca capturar a atratividade relativa da renda variável frente à renda fixa. Em períodos de valorização do mercado de ações, investidores institucionais tendem a redirecionar recursos para ativos de maior risco e retorno potencial, reduzindo a demanda por instrumentos de dívida corporativa (Sheng & Saito, 2005).

### 3.3 PROCEDIMENTOS ECONOMÉTRICOS

Inicialmente, procedeu-se à filtragem da base para exclusão de registros com valores ausentes em variáveis essenciais, de forma a garantir a completude dos dados utilizados nas estimativas econométricas. Esse procedimento resultou na exclusão de 10 observações.

Em seguida, aplicaram-se transformações logarítmicas às variáveis de valor monetário e de porte do emissor — como o volume captado, o valor emitido, o ativo total e a dívida líquida — visando reduzir assimetrias, suavizar valores extremos e facilitar a interpretação dos coeficientes.

As variáveis transformadas em logaritmo foram winsorizadas nos percentis de 1% e 99%, de modo a conter distorções causadas por valores atípicos, sem perda relevante de informação.

Após o tratamento das variáveis, foram estimados modelos de regressão múltipla, cada um incorporando um dos índices de legibilidade — Fog Index, Fog\_AP, Flesch\_AP e Flesch-Kincaid\_AP — como variável principal de interesse. Cada índice foi testado individualmente para verificar sua relação com a duração do período da oferta (DUR), em modelos distintos. Para mitigar potenciais problemas de heterocedasticidade e distorções de escala, manteve-se o uso de logaritmos naturais nas variáveis monetárias, conforme recomendado por Gujarati e Porter (2011) e Wooldridge (2010), para padronizar a escala das variáveis e permitir a interpretação dos coeficientes em termos de elasticidade.

As especificações dos modelos podem ser resumidas pela seguinte equação:

$$\begin{aligned}
 DUR_i = & \beta_0 + \beta_1 LEG_i + \beta_2 VT\_Final_i + \beta_3 D\_GAR_i + \beta_4 INDX_i + \beta_5 SPREAD_i \\
 & + \beta_6 TAM_i + \beta_7 DIV\_L_i + \beta_8 DIV_L/EBTIDA_i + \beta_9 RISC_i + \beta_{10} INF_i \\
 & + \beta_{11} TBJ_i + \beta_{12} RB3_i + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{6}$$

Onde:

DUR: Duração da oferta, medida pela quantidade de dias entre a emissão e o encerramento da oferta;  
LEG: Legibilidade do prospecto, medida individualmente pelos índices Fog Index, Fog\_AP, Flesch\_AP e Flesch-Kincaid\_AP;  
VT\_Final: Volume total final captado na emissão (em base logarítmica);  
D\_GAR: Dummy de garantias (igual a 1 quando há garantias reais ou fidejussórias, 0 caso contrário);  
INDX: Indexador da debênture (variáveis dummy);  
SPREAD: Spread da debênture (diferença entre a taxa da debênture e o indexador);  
TAM: Total do ativo do emissor, no exercício anterior à oferta (em base logarítmica);  
DIV\_L: Total das dívidas da empresa emissora, no exercício anterior à oferta (em base logarítmica);  
DIV\_L/EBITDA: Indicador de capacidade de pagamento, razão entre dívida líquida e EBITDA, no exercício anterior à oferta;  
RISC: Rating da emissão (nota de risco);  
INF: Inflação (IPCA) no período da oferta;  
TBJ: Taxa básica de juros (SELIC);  
RB3: Retorno da B3 (variação percentual);  
 $\varepsilon$ : termo de erro.

Os índices de legibilidade foram calculados a partir do processamento integral dos prospectos de emissão, desconsiderando anexos, utilizando o método Gunning Fog (Gunning, 1952) e o software ALT (Análise de Legibilidade Textual), desenvolvido

por Souza et al. (2022), que adapta fórmulas clássicas de legibilidade ao contexto da língua portuguesa.

Para verificar sinais de colinearidade entre os regressores, calculou-se o Fator de Inflação da Variância (VIF), conforme parâmetro de referência em Wooldridge (2013). A verificação foi conduzida por regressão linear (OLS), abrangendo o conjunto de variáveis especificadas na Equação (6). O VIF quantifica o grau de correlação entre as variáveis independentes, sendo usual considerar valores acima de 10 como indicativo de multicolinearidade relevante. A Tabela 1 apresenta a síntese dos resultados.

Tabela 1 – Fatores de Inflação da Variância (VIF), Variável Dependente: Duração da oferta			
Índice de Legibilidade	VIF Mínimo	VIF Máximo	VIF Médio
FOG	1,11	5,62	2,36
FOG_AP	1,34	5,56	2,36
FLESCH_AP	1,32	5,55	2,33
FLESCH_K_AP	1,33	5,56	2,35

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Nota:

FOG = índice de legibilidade de Gunning-Fog;

FOG\_AP = índice FOG adaptado;

FLESCH\_AP = índice de Flesch adaptado;

FLESCH\_K\_AP = índice Flesch-Kincaid adaptado.

A inspeção dos valores do VIF evidenciou que, em todos os modelos estimados, os índices permaneceram abaixo do limiar convencional de 10, sugerindo ausência de multicolinearidade severa entre os regressores. Os VIFs médios variaram entre 2,3 e 2,4, indicando que o grau de correlação entre as variáveis explicativas não compromete a precisão das estimativas dos coeficientes. Esse diagnóstico respalda a consistência dos modelos estimados e contribui para a confiabilidade das inferências estatísticas apresentadas na seção seguinte.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os índices de legibilidade analisados neste estudo foram o Gunning Fog (FOG), o FOG adaptado (FOG\_AP), o Flesch adaptado (Flesch\_AP) — multiplicado por -1 para fins de alinhamento interpretativo — e o Flesch-Kincaid adaptado (Flesch-Kincaid\_AP), todos aplicados aos prospectos de emissão de debêntures. O FOG estima o nível de escolaridade, em anos de estudo, necessário para compreender o texto em uma leitura completa.

O FOG\_AP ajusta essa métrica à estrutura da língua portuguesa. Já os índices Flesch, originalmente formulados em escala direta de clareza textual, indicam a facilidade de leitura; no presente estudo, o Flesch\_AP foi invertido, de modo que valores mais altos representem maior complexidade, tornando sua interpretação comparável à dos demais índices. O Flesch-Kincaid\_AP, por sua vez, segue o mesmo princípio do FOG, expressando o número de anos de escolaridade exigidos para a compreensão do texto.

Nos prospectos analisados, o FOG apresentou média de 15,6 (mínimo de 14,6 e máximo de 17,3), o FOG\_AP média de 14,8 (12,7 a 18), o Flesch\_AP — após a multiplicação por -1 — apresentou média de -33,3 (de -40,7 a -25,9), e o Flesch-Kincaid\_AP média de 15,0 (13,3 a 17,6). Esses valores refletem o grau de tecnicidade característico de documentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro, implicando elevada barreira cognitiva aos investidores não especializados.

Tabela 2 — Estatísticas descritivas dos índices de legibilidade dos prospectos de emissão de debêntures

Índice	Média	DP	Mínimo	P25	Mediana	P75	Máximo
FOG	15,64	0,5	14,57	15,34	15,61	15,81	17,29

FOG_AP	14,8	1,26	12,7	13,8	14,8	15,7	18
Flesch_AP	-33,35	3,97	-40,70	-36,8	-33,1	-30,40	-25,90
Flesch-Kincaid_AP	15,05	1,12	13,3	14,1	15,2	15,8	17,6

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

Nota:

FOG = índice de legibilidade de Gunning-Fog;

FOG\_AP = índice FOG adaptado;

FLESCH\_AP (\*-1) = Índice de Flesch adaptado, com sinal invertido;

FLESCH\_K\_AP = índice Flesch-Kincaid adaptado.

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas dos índices de legibilidade calculados para os prospectos das debêntures analisadas. Observa-se que o índice FOG, por exemplo, indica uma média de aproximadamente 15 anos de escolaridade formal para compreensão do texto, enquanto o FOG\_AP e o Flesch-Kincaid\_AP apontam valores próximos, evidenciando uma redação densa. Já o Flesch\_AP — considerado aqui com sinal invertido, para alinhamento interpretativo com os demais índices — apresentou médias negativas, indicando baixa facilidade de leitura. Valores mais negativos nessa escala correspondem a menor clareza textual, reforçando a elevada complexidade dos documentos analisados. Esses resultados confirmam que os prospectos tendem a manter uma linguagem técnica, exigindo maior esforço interpretativo por parte dos investidores.

Tabela 3 - Matriz de correlação

Variável	FOG	FOG_A_P	(-) FLESCH_AP	FLESCH_K_AP	VT_F	DUR	D_GAR	INDX
<b>FOG</b>	1							
<b>FOG_AP</b>	0,2640 **	1						
<b>(-) FLESCH_AP</b>	0,3180 ***	0,9084 ***	1					
<b>FLESCH_K_AP</b>	0,2918 ***	0,9742 ***	0,9696 ***	1				
<b>VT_F</b>	0,1038 **	-0,2183 *	-0,1969 **	-0,2254 **	1			
<b>DUR</b>	-0,1353	0,0084	-0,0726	-0,0450	-0,1353	1		
<b>D_GAR</b>	0,0178	0,5688 ***	0,4989 ***	0,5558 ***	-0,3523 ***	0,2022 *	1	
<b>INDX</b>	-0,0173	-0,0469	-0,0027	-0,0211	0,1041	-0,0123	0,0289	1
<b>SPREAD</b>	-0,0552	-0,0510	0,0371	-0,0211	0,1360	0,0175	-0,0638	0,7256 ***
<b>TAM</b>	0,0066	-0,3464 ***	-0,3083 ***	-0,3359 ***	0,1719	-0,0115	-0,2084 *	0,1815
<b>DIV_L</b>	0,0811	-0,2578 **	-0,2670 **	-0,2646 **	0,0957	0,1341	-0,0575	0,2145 *
<b>ENDIV</b>	0,2275 **	0,1432	0,0884	0,1331	0,0030	0,1574	0,3697 ***	-0,0036
<b>INF</b>	0,0257	0,0181	0,1195	0,0433	0,0872	-0,1322	-0,0643	0,0045
<b>RISC</b>	-0,0057	0,1040	0,1472	0,1325	-0,1446	0,3552 ***	0,3552 ***	0,0988
<b>TBJ</b>	-0,1014	-0,0953	-0,0375	-0,0844	-0,0935	0,1237	-0,0769	-0,1701
<b>RB3</b>	-0,0992	-0,0464	0,0537	-0,0563	-0,0313	0,3305	-0,0921	0,0982 ***
Variável	SPRD	TAM	DIV_L	ENDIV	RISC	INF	TBJ	RB3
<b>SPRD</b>	1							
<b>TAM</b>	-0,2262 **	1						
<b>DIV_L</b>	-0,0503	0,6753 ***	1					
<b>ENDIV</b>	-0,1612	0,1235	0,3240 ***	1				
<b>RISC</b>	0,1629	-0,1076	0,1639	0,3045 ***	1			
<b>INF</b>	0,0781	-0,1408	-0,2901 ***	0,0458	0,0458	1		
<b>TBJ</b>	0,1668	-0,0869	0,0668	-0,1408	-0,1408	-0,3207 ***	1	
<b>RB3</b>	-0,2151 *	0,3947 ***	0,3511 ***	-0,0914	-0,0914	-0,2900 ***	-0,1708	1

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

FOG: Índice de legibilidade de Gunning-Fog;  
 FOG\_AP: Índice de Legibilidade de Gunning-Fog adaptado à Língua Portuguesa;  
 (-) FLESCH\_AP: Índice de legibilidade de Flesch Reading Ease adaptado à Língua Portuguesa, com sinal invertido para uniformização interpretativa (valores maiores indicam menor clareza);  
 FLESCH\_K\_AP: Índice Flesch-Kincaid adaptado à Língua Portuguesa;  
 VT\_Final: Volume total final da emissão de debêntures (em logaritmo natural);  
 DUR: Duração da oferta, medida em dias corridos entre a data de início e o encerramento da colocação;  
 D\_GAR: Dummy de garantia adicional (1 quando há garantias reais ou fidejussórias, 0 caso contrário);  
 INDEX: Indexador da debênture (variável dummy para cada indexador utilizado: IPCA, CDI, outros);  
 SPRD: Spread da debênture, calculado como a diferença percentual entre a taxa da emissão e o indexador de referência;  
 TAM: Tamanho da empresa emissora, medido pelo logaritmo natural do ativo total no exercício anterior à emissão;  
 DIV\_L: Dívida líquida da empresa emissora, em logaritmo natural, no exercício anterior à emissão;  
 ENDIV: Endividamento, medido pela razão dívida líquida / EBITDA, no exercício anterior à emissão;  
 RISC: Rating de crédito do emissor, no momento da emissão, conforme classificação das agências de risco;  
 INF: Índice de Preços ao Consumidor Amplo, representando a inflação no período da oferta;  
 TBJ: Taxa básica de juros (SELIC) vigente no período da oferta;  
 RB3: Retorno do índice B3 (variação percentual) no período de emissão.  
 Significância estatística: \*\*\* p < 0,01; \*\* p < 0,05; \* p < 0,10.

A matriz de correlação evidencia consistência entre os índices de legibilidade aplicados. Observa-se correlação positiva significativa entre o FOG e sua versão adaptada (FOG\_AP), com coeficiente de 0,2640 ( $p < 0,05$ ), indicando alinhamento metodológico entre a métrica tradicional e a versão adaptada ao contexto da língua portuguesa.

Entre os índices baseados na fórmula de Flesch, destaca-se a correlação negativa e elevada em magnitude entre o FLESCH\_AP e o FOG\_AP (-0,9084) e entre o FLESCH\_AP e o FLESCH\_K\_AP (-0,9696), ambas significativas ao nível de 1%. Esses resultados confirmam que os índices capturam dimensões opostas da complexidade textual, uma vez que escalas como a de Flesch aumentam à medida que a leitura se torna mais fácil, ao contrário do Gunning-Fog. Em conjunto, esses padrões indicam que as métricas de legibilidade, embora correlacionadas entre si, capturam aspectos distintos da estrutura textual, justificando sua aplicação complementar nos modelos econométricos.

No que se refere à variável DUR, que representa o tempo de colocação das debêntures, não foi identificada correlação estatisticamente significativa com nenhum dos índices de legibilidade. Esse resultado sugere que, embora os prospectos

apresentem níveis distintos de complexidade textual, a duração da oferta não é diretamente afetada pela facilidade de leitura do documento. É possível que o ritmo de colocação esteja mais associado a fatores de natureza econômica e contratual — como o spread, a existência de garantias ou o rating do emissor — do que à clareza textual em si. A ausência de significância reforça a hipótese de que a legibilidade atua mais como elemento de governança e transparência do que como determinante operacional imediato do desempenho da oferta.

As variáveis de controle também apresentaram relações relevantes. O tamanho da empresa emissora (TAM) mostrou correlação negativa significativa com o FOG\_AP (-0,3464;  $p < 0,01$ ), o FLESCH\_K\_AP (-0,3359;  $p < 0,01$ ) e com o (-) FLESCH\_AP (-0,3083;  $p < 0,01$ ), sugerindo que empresas de maior porte tendem a elaborar prospectos relativamente mais claros ou menos densos. O endividamento (ENDIV) apresentou associação positiva e significativa com a dummy de garantia (0,3697;  $p < 0,01$ ), reforçando o vínculo entre maior risco financeiro e a exigência de cláusulas adicionais de proteção. Por fim, o spread mostrou correlação elevada com o indexador (0,7256;  $p < 0,01$ ), atestando coerência interna entre as variáveis contratuais.

Adicionalmente, o rating de crédito (RISC) apresentou correlação negativa, embora não significativa, com o volume final captado (-0,1446), mas revelou associação positiva com a duração da colocação (0,3552;  $p < 0,01$ ) e com a dummy de garantia (0,3259;  $p < 0,01$ ). emissores com maior risco de crédito tendem a demandar prazos mais longos para a absorção de suas emissões pelo mercado, além de oferecer garantias adicionais como forma de mitigar a percepção de risco por parte dos investidores.

Esses resultados bivariados são coerentes com o comportamento esperado segundo a literatura, reforçando a adequação dos dados para os testes de regressão

múltipla que se seguem. Assim, a hipótese de que prospectos mais legíveis reduzem assimetrias informacionais encontra respaldo indireto na coerência entre as variáveis de estrutura e risco, mas não no tempo de colocação em si — reforçando a importância das variáveis contratuais e macroeconômicas como determinantes centrais da demanda.

Tabela 4 — Seção A - Regressão Múltipla

$$\begin{aligned} DUR_i = \beta_0 + \beta_1 LEG_i + \beta_2 VT\_Final_i + \beta_3 D\_GAR_i + \beta_4 INDX_i + \beta_5 SPREAD_i + \beta_6 TAM_i + \beta_7 DIV\_L_i \\ + \beta_8 DIV_L/EBTIDA_i + \beta_9 RISC_i + \beta_{10} INF_i + \beta_{11} TBJ_i + \beta_{12} RB3_i + \varepsilon \end{aligned}$$

Variável	FOG	FOG_AP	(-) Flesch_AP	Flesch_k_AP
<b>Legibilidade</b>	-0,4685	-0,3665	-0,2093 **	-0,6630 *
<b>VT_Final</b>	0,2019	0,1763	0,1486	0,1477
<b>D_GAR</b>	0,6791	1,3395	1,7534 *	1,6837 *
<b>INDX</b>	-0,9889	-0,8884	-0,8568	-0,9181
<b>Spread</b>	0,3635	0,3387	0,3533	0,3453
<b>TAM</b>	-0,4708 *	-0,5584 *	-0,5566 **	-0,5897 **
<b>DIV_L</b>	0,1798	0,1332	0,0786	0,1040
<b>ENDIV</b>	0,2180	0,2489	0,2978	0,2942
<b>RISC</b>	0,9527 ***	0,9252 ***	0,9436 ***	0,9263 ***
<b>INF</b>	0,2584	0,3576	0,6744	0,4510
<b>TBJ</b>	1,9870	2,0165	2,2090	1,9398
<b>RB3</b>	0,2285 ***	0,2437 ***	0,2577 ***	0,2492 ***
<b>Constante</b>	11,4634	11,8706	0,0151	17,5722 **
<b>Observações</b>	78	78	78	78
<b>R-quadrado</b>	0,3689	0,3761	0,4106	0,398
<b>Estatística F</b>	6,00	5,82	6,38	6,11
<b>P-valor F</b>	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor (2025).

FOG: Índice de legibilidade de Gunning-Fog;  
 FOG\_AP: Índice de Legibilidade de Gunning-Fog adaptado à Língua Portuguesa;  
 (-) FLESCH\_AP: Índice de legibilidade de Flesch Reading Ease adaptado à Língua Portuguesa, com sinal invertido para uniformização interpretativa (valores maiores indicam menor clareza);  
 FLESCH\_K\_AP: Índice Flesch-Kincaid adaptado à Língua Portuguesa;  
 VT\_Final: Volume total final da emissão de debêntures (em logaritmo natural);  
 DUR: Duração da oferta, medida em dias corridos entre a data de início e o encerramento da colocação;  
 D\_GAR: Dummy de garantia adicional (1 quando há garantias reais ou fidejussórias, 0 caso contrário);  
 INDEX: Indexador da debênture (variável dummy para cada indexador utilizado: IPCA, CDI, outros);  
 SPRD: Spread da debênture, calculado como a diferença percentual entre a taxa da emissão e o indexador de referência;  
 TAM: Tamanho da empresa emissora, medido pelo logaritmo natural do ativo total no exercício anterior à emissão;  
 DIV\_L: Dívida líquida da empresa emissora, em logaritmo natural, no exercício anterior à emissão;  
 ENDIV: Endividamento, medido pela razão dívida líquida / EBITDA, no exercício anterior à emissão;  
 RISC: Rating de crédito do emissor, no momento da emissão, conforme classificação das agências de risco.  
 INF: Índice de Preços ao Consumidor Amplo, representando a inflação no período da oferta;  
 TBJ: Taxa básica de juros (SELIC) vigente no período da oferta;  
 RB3: Retorno do Índice B3 (variação percentual) no período de emissão.  
 Significância estatística: \*\*\* p < 0,01; \*\* p < 0,05; \* p < 0,10.

Os índices de legibilidade — FOG, FOG\_AP, (-) FLESCH\_AP e FLESCH\_K\_AP — foram avaliados quanto à sua relação com a duração da colocação (DUR) das ofertas de debêntures. Os resultados indicam que dois dos quatro índices analisados apresentaram relação estatisticamente significativa com a variável DUR: o (-) FLESCH\_AP ( $\beta = -0,209$ ;  $p < 0,05$ ), e o FLESCH\_K\_AP ( $\beta = -0,663$ ;  $p < 0,05$ ), sugerindo que prospectos mais legíveis, segundo ambas as métricas, estão associados a prazos mais longos para a absorção da emissão.

Por que textos mais simples podem alongar a colocação? Há, ao menos, um mecanismo central: a salientização de risco. Textos mais claros tornam cláusulas sensíveis (subordinação, covenants, eventos de vencimento antecipado) mais explícitas, induzindo cautela racional e alongando diligências e aprovações internas antes da subscrição. À luz da assimetria de informação em financiamento por dívida (Myers & Majluf, 1984), a clareza não elimina o escrutínio — ela o antecipa e o torna mais minucioso antecipa e intensifica o escrutínio, o que pode estender a duração da colocação mesmo quando a atratividade econômica permanece elevada.

À primeira vista, esse padrão pode parecer contraintuitivo, uma vez que se esperaria que textos mais fáceis de ler resultassem em decisões mais rápidas por

parte dos investidores. Contudo, sob o prisma da *salientização de risco*, a maior clareza evidencia pontos de atenção contratuais que demandam avaliação mais criteriosa, estendendo o tempo necessário para a decisão de investimento.

Esses achados indicam que a legibilidade atua sobretudo na dinâmica de tomada de decisão — em particular, na velocidade de absorção dos títulos — via salientização de risco.

Adicionalmente, as estimativas reforçam a relevância de variáveis associadas à estrutura contratual e à percepção de risco. O rating de crédito (RISC) apresentou coeficiente positivo e estatisticamente significativo ( $\beta \approx 0,93$ ;  $p < 0,01$ ), indicando que debêntures de emissores com maior risco exigem maior prazo de colocação. A coerência entre o efeito de salientização e o gradiente de risco captado pelo RISC reforça a interpretação de que maior clareza torna riscos contratuais mais evidentes e, por isso, prolonga etapas de compliance e aprovação.

Diante dessas evidências, observa-se que a clareza do prospecto — embora não necessariamente relacionada ao apetite inicial dos investidores — desempenha papel relevante na dinâmica de colocação das ofertas. A legibilidade deve, portanto, ser considerada em conjunto com as demais características da emissão, como garantias, risco percebido e complexidade contratual. Em síntese, o canal dominante identificado é o de salientização de risco: maior clareza textual → riscos mais salientes → diligência ampliada → maior duração da colocação.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo teve como objetivo principal investigar se a legibilidade dos prospectos de emissão de debêntures influencia a demanda por esses títulos no mercado brasileiro. Partindo da premissa teórica de que uma comunicação mais clara

e acessível pode reduzir assimetrias informacionais e facilitar a decisão de investimento, a análise empírica foi conduzida com base em uma amostra de prospectos de empresas listadas na B3, no período de 2017 a 2024. Para isso, aplicaram-se quatro índices de legibilidade amplamente reconhecidos — Fog Index, FOG adaptado, Flesch adaptado e Flesch-Kincaid adaptado —, testados individualmente em modelos de regressão múltipla com controles robustos relacionados à estrutura contratual, características dos emissores e variáveis macroeconômicas.

Os resultados indicaram que prospectos com maior facilidade de leitura, segundo os índices Flesch e Flesch-Kincaid adaptados à língua portuguesa, estiveram associados a prazos mais longos de colocação das ofertas. Embora esse padrão pareça, à primeira vista, contrário à hipótese de que a clareza reduz assimetrias informacionais, os achados sugerem a atuação de um mecanismo de salientização de risco: textos mais claros tornam cláusulas sensíveis — como garantias, subordinação e covenants — mais evidentes, induzindo uma postura mais cautelosa por parte dos investidores e prolongando as etapas de diligência e aprovação interna antes da subscrição. Assim, conclui-se que a legibilidade não atua de forma direta sobre a atratividade da emissão, mas influencia a dinâmica de colocação por meio de um canal de maior escrutínio e análise.

Entre as limitações do estudo, destaca-se a incapacidade dos índices utilizados em capturar nuances subjetivas da forma como os investidores processam as informações, uma vez que tais métricas avaliam apenas aspectos formais do texto. Além disso, a amostra concentrou-se em prospectos de companhias brasileiras que realizaram emissões sob um mesmo rito regulatório, o que restringe a generalização dos resultados a outros contextos institucionais ou a mercados com diferentes níveis

de maturidade. Por fim, o recorte temporal — embora abrangente — pode não refletir plenamente as mudanças mais recentes na comunicação financeira, especialmente aquelas impulsionadas pela digitalização, pelo uso de inteligência artificial em compliance e pelas crescentes demandas por governança corporativa transparente.

Apesar dessas limitações, os achados contribuem para o avanço da literatura ao evidenciar que a legibilidade, isoladamente, não exerce impacto direto sobre a atratividade das ofertas, mas pode influenciar o tempo necessário para sua absorção pelo mercado ao **antecipar e intensificar o escrutínio dos riscos**. Do ponto de vista prático, os resultados sugerem que emissores e reguladores devem considerar não apenas a clareza textual dos prospectos, mas também a coerência da estrutura contratual e das garantias oferecidas — elementos que se mostraram relevantes para a tomada de decisão dos investidores e para a velocidade de colocação dos papéis. Reforça-se, assim, a importância de políticas regulatórias que estimulem, para além do cumprimento de exigências formais, o aprimoramento efetivo da comunicação como instrumento de redução de incertezas.

Para futuras pesquisas, recomenda-se aprofundar a investigação sobre a interação entre legibilidade e outros atributos qualitativos dos prospectos, como a consistência das informações, a presença de linguagem persuasiva e a clareza na organização visual dos documentos. Sugere-se, ainda, a combinação de métodos automatizados de análise textual com abordagens experimentais que permitam captar as reações comportamentais dos investidores diante de diferentes formatos de redação. Complementarmente, uma etapa qualitativa enxuta ( $\approx 10\text{--}15$  entrevistas semiestruturadas com alocadores institucionais, *private banking* e investidores de varejo) pode aferir se a maior clareza realmente torna os riscos mais salientes e, por

isso, estende a diligência antes da subscrição, refinando a interpretação dos achados quantitativos.

Por fim, ampliar o escopo empírico para incluir comparações internacionais ou emissões de outros instrumentos de dívida corporativa pode aprimorar a compreensão sobre os mecanismos pelos quais a comunicação influencia decisões de investimento em contextos regulatórios diversos. Com isso, espera-se contribuir para o desenvolvimento de práticas de divulgação mais eficazes, alinhadas às demandas de um mercado de capitais cada vez mais atento à transparência, à simplicidade e à qualidade da informação.

## 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>
- Arora, P. S., & Chauhan, R. (2021). Earnings management through real activities manipulation: Evidence from India. *International Journal of Disclosure and Governance*, 18(3), 295-308. <https://doi.org/10.1002/pa.2692>
- Bargate, K. (2012). The readability of managerial accounting and financial management textbooks. *Meditari Accountancy Research*, 20(1), 4-20. <https://doi.org/10.1108/10222521211234192>
- Benmelech, E., & Bergman, N. K. (2009). Collateral pricing. *Journal of Financial Economics*, 91(3), 339-360. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.03.003>
- Bloomfield, R. J. (2002). The "incomplete revelation hypothesis" and financial reporting. *Accounting Horizons*, 16(3), 233-243. <https://dx.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). <https://doi.org/10.13059/racef.v13i2.778>
- Brasil. Presidência da República. Casa Civil. (1976). *Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Casa Civil. Diário Oficial da União, Seção 1, de 17/12/1976. [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)

- Comissão de Valores Mobiliários. (2022). *Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022*. Dispõe sobre a prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários e de emissão de certificados de valores mobiliários. CVM. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol160.html>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons.
- Debener, J., Fenner, A., Klein, P., & Ongena, S. (2023). Textual Disclosure in Prospectuses and Investors' Security Pricing [Working Paper nº23-93]. Swiss Finance Institute Research Paper. <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. DOI:10.1108/09513570210435852
- Du Toit, E. (2017). The readability of integrated reports. *Meditari Accountancy Research*, 25(4), 629-653. DOI:10.1108/MEDAR-07-2017-0165
- DuBay, W. H. (2007). *Smart Language: Readers, Readability, and the Grading of Text*. BookSurge Publishing. <https://files.eric.ed.gov/fulltext/ED506403.pdf>
- 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. DOI: 10.1017/S0022109017000187
- 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. DOI: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>
- Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393-408. <https://www.jstor.org/stable/1805228>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Basic econometrics* (5<sup>a</sup> ed.). McGraw-Hill Education.
- Gürkaynak, R. S., Sack, B., & Wright, J. H. (2010). The TIPS yield curve and inflation compensation. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(1), 70–92. <https://doi.org/10.1257/mac.2.1.70>
- 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>

- Hooghiemstra, R. (2000). Corporate communication and impression management – New perspectives why companies engage in corporate social reporting. *Journal of Business Ethics*, 27(1–2), 55–68. <https://doi.org/10.1023/A:1006400707757>.
- 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)
- Jugnandan, S., & Willows, G. D. (2022). “It’s a long story...” – impression management in South African corporate reporting. *Accounting Research Journal*, 35(5), 581–597. DOI:10.1108/ARJ-07-2021-0209
- Kincaid, J. P., Fishburne, R. P., Jr., Rogers, R. L., & Chissom, B. S. (1975). *Derivation of new readability formulas (Automated readability index, fog count, and flesch reading ease formula) for Navy enlisted personnel* [Relatório]. Institute for Simulation and Training - University of Central Florida. [https://stars.library.ucf.edu/istlibrary/56/?utm\\_source](https://stars.library.ucf.edu/istlibrary/56/?utm_source)
- Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of accounting research*, 31(2), 246–271. <https://doi.org/10.2307/2491273>
- 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>
- Li, F. (2010). The Information Content of Forward-Looking Statements in Corporate Filings—A Naïve Bayesian Machine Learning Approach. *Journal of Accounting Research*, 48(5), 1049–1102. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00382.x>
- Li, F., Yang, M., & Zhang, T. (2023). Does prospectus readability matter for bond issuance pricing? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 80, 102074. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102074>
- Lo, K., Ramos, F., & Rogo, R. (2017). Earnings management and annual report readability. *Journal of accounting and Economics*, 63(1), 1–25. DOI: 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. DOI: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. DOI:10.3390/risks11030054
- Miller, B. P. (2010). The effects of reporting complexity on small and large investor trading. *The Accounting Review*, 85(6), 2107–2143. DOI: 10.2308/accr-00000001

- Moreno, G. C. D. L., Souza, M. P. de, Hein, N., & Hein, A. K. (2022). ALT: Um software para análise de legibilidade de textos em Língua Portuguesa. *ArXiv*. <https://arxiv.org/abs/2203.12135>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Palepu, K. G., Healy, P. M., & Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS edition*. Cengage learning.
- Rocha, B. D. A., Monte-Mor, D. S., Stefanelli, N. O., & Gaio, L. E. (2020). Gerenciamento de Resultados e Readability: Um estudo sobre o Press Release. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 14(39), 1-15. [https://anpcont.org.br/wp-content/uploads/2023/02/ID\\_164.pdf](https://anpcont.org.br/wp-content/uploads/2023/02/ID_164.pdf)
- Rocha, B. D. A., Monte-Mor, D. S., Stefanelli, N. O., & Gaio, L. E. (2022, Julho 27-29). Readability e Gerenciamento de Resultados: Evidências sobre o mercado de capitais brasileiro [Trabalho Apresentado]. 22º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade Internacional, São Paulo, SP, Brasil. <https://congressousp.fipecafi.org/anais/22UsplInternational/ArtigosDownload/3703.pdf>
- Schrand, C. M., & Walther, B. R. (2000). Strategic benchmarks in earnings announcements: the selective disclosure of prior-period earnings components. *The Accounting Review*, 75(2), 151-177. DOI: 10.2308/accr.2000.75.2.151
- Sheng, H. H., & Saito, R. (2005). Determinantes de spread das debêntures no mercado brasileiro. *Revista de Administração da USP*, 40(2), 193–205 <https://www.redalyc.org/pdf/2234/223417391008.pdf>
- Souza, M. P. M. de, Moreno, G. C. D. L., Hein, N., & Kroenke, A. (2022). *Análise de Legibilidade Textual* [Plataforma]. <https://legibilidade.com/>
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331>
- 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. DOI:10.1108/ARJ-03-2023-0094
- Wei, L., Jing, H., Miao, X., & Yao, Y. (2023, December 7). Textual Characteristics of Risk Disclosures and Credit Risk Premium: Evidence from the Chinese Corporate Bond Market. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4657192>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data* (2<sup>a</sup> ed.). MIT Press.
- Xu, H., Dao, M., Wu, J., & Sun, H. (2020). Political corruption and annual report readability: evidence from the United States. *Accounting and Business Research*, 52(2), 166-200. <https://doi.org/10.1080/00014788.2020.1815516>

- You, H., & Zhang, X. J. (2009). Financial reporting complexity and investor underreaction to 10-K information. *Review of Accounting Studies*, 14(4), 559-586. <https://doi.org/10.1007/s11142-008-9083-2>
- Yu, X., & Zhao, L. (2024). Textual disclosure complexity and analysts' weighting of information. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 20(1), Article 100395. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2023.100395>

## CONCLUSÃO GERAL

A presente Tese teve como propósito investigar a influência da legibilidade dos documentos financeiros sobre a tomada de decisão dos investidores, sob a ótica da transparência, da governança e da eficiência informacional. Ao articular evidências empíricas, aplicação tecnológica e expansão conceitual para diferentes instrumentos do mercado de capitais, o trabalho reforça a relevância da forma textual como componente do processo de comunicação financeira. Demonstrou-se que a clareza da linguagem não apenas cumpre uma função normativa, mas também afeta, de maneira mensurável, a forma como o investidor processa, interpreta e reage às informações divulgadas pelos emissores e gestores.

Os resultados dos três artigos evidenciam que os efeitos da legibilidade variam conforme o contexto institucional e o tipo de decisão de investimento. No caso dos fundos de investimento, os regulamentos mais claros e acessíveis mostraram-se positivamente associados à captação líquida, indicando que a redução de barreiras cognitivas e informacionais favorece o engajamento e a confiança dos investidores, sobretudo em produtos de adesão contínua. Já no contexto das debêntures, observou-se efeito de sinal oposto: prospectos mais legíveis estiveram relacionados a prazos mais longos de colocação. Longe de refutar a hipótese de eficiência informacional, tal resultado revela uma dimensão mais sofisticada da relação entre forma e conteúdo — a salientização de risco —, pela qual a maior clareza torna as cláusulas sensíveis mais evidentes, promovendo um escrutínio mais rigoroso e prolongado por parte dos investidores institucionais e intermediários financeiros. Essa evidência amplia a compreensão sobre os mecanismos pelos quais a linguagem influencia o comportamento de mercado, mostrando que a clareza pode, em certos

contextos, intensificar o processo de avaliação, sem comprometer a atratividade econômica da emissão.

A contribuição tecnológica desta tese reside na proposta de padronização dos regulamentos de fundos de investimento, acompanhada de um procedimento automatizado de verificação de legibilidade. Essa solução operacionaliza a exigência de “linguagem clara” da Resolução CVM nº 175/2022, oferecendo um caminho verificável e auditável para que as gestoras integrem a análise de legibilidade ao seu fluxo de governança. Ao combinar índices consagrados, parâmetros empíricos e etapas de revisão estruturadas, o modelo propõe que a clareza textual seja tratada como métrica de qualidade e elemento de governança, e não apenas como obrigação regulatória. Com isso, transforma achados científicos em diretriz prática de aprimoramento institucional.

Em conjunto, os três artigos formam um percurso coerente entre teoria, prática e evidência: partem do diagnóstico de que a complexidade textual representa uma barreira informacional, propõem uma solução aplicável para mitigá-la e demonstram empiricamente que o papel da legibilidade depende do contexto decisório. A tese, portanto, não apenas confirma que a linguagem importa, mas também revela como e em que direção ela influencia o comportamento dos agentes de mercado. O ponto de convergência entre os achados é que a comunicação financeira clara fortalece a confiança e a credibilidade — atributos centrais da governança corporativa moderna.

Do ponto de vista teórico, a tese contribui ao posicionar a legibilidade como variável de governança e não apenas de compliance, ampliando o campo da análise textual em contabilidade e finanças. Do ponto de vista metodológico, aprimora a mensuração empírica ao adaptar índices à língua portuguesa e ao propor padrões de referência internos baseados em dados reais. E, sob a perspectiva prática e

regulatória, entrega um instrumento que pode ser imediatamente incorporado às rotinas de mercado, auxiliando gestoras, emissores e órgãos de supervisão a transformar a exigência abstrata de clareza em resultado tangível e mensurável.

Como toda pesquisa, este trabalho possui limitações, especialmente no que se refere à abrangência das métricas textuais e à capacidade de capturar aspectos semânticos ou comportamentais da interpretação da informação. Ainda assim, abre caminho para uma agenda de continuidade que combine métodos quantitativos e experimentais, entrevistas com investidores institucionais e estudos comparativos internacionais, a fim de aprofundar o entendimento sobre a interação entre linguagem, risco percebido e decisão de investimento.

Em síntese, esta tese reafirma que a forma e o conteúdo são dimensões indissociáveis da comunicação financeira. A clareza, quando tratada como princípio de governança e instrumento de inclusão informacional, tem o potencial de elevar a qualidade do mercado de capitais brasileiro, aproximando-o de práticas internacionais de transparência e de design regulatório centrado no investidor. Ao integrar rigor científico, aplicação tecnológica e relevância institucional, o trabalho busca contribuir para um mercado mais acessível, eficiente e confiável — onde a boa informação, além de completa, seja também compreensível.