



Instituto Politécnico
de Viana do Castelo

ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)
INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA

**IMPACTO DA ANTECIPAÇÃO DE COMISSÕES NA GESTÃO
DO FLUXO DE CAIXA: UM ESTUDO DE CASO DE UMA
EMPRESA DO SETOR DE EMPRÉSTIMOS CONSIGNADOS**

Pedro Dion Siman Rodrigues

Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança para obtenção do
Grau de Mestre em Gestão das Organizações, Ramo de Gestão de Empresas

Orientado por

Professora Doutora Ana Paula Carvalho do Monte

Professor Doutor Anderson Rocha de Jesus Fernandes

Bragança, Fevereiro de 2026.



Instituto Politécnico
de Viana do Castelo

ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)
INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA

**IMPACTO DA ANTECIPAÇÃO DE COMISSÕES NA GESTÃO
DO FLUXO DE CAIXA: UM ESTUDO DE CASO DE UMA
EMPRESA DO SETOR DE EMPRÉSTIMOS CONSIGNADOS**

Pedro Dion Siman Rodrigues

Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança para obtenção do
Grau de Mestre em Gestão das Organizações, Ramo de Gestão de Empresas

Orientado por

Professora Doutora Ana Paula Carvalho do Monte
Professor Doutor Anderson Rocha de Jesus Fernandes

Bragança, Fevereiro de 2026.

Resumo

O objetivo principal deste trabalho é avaliar de que forma a antecipação de comissões pode vir a impactar a gestão do fluxo de caixa de uma empresa do setor de empréstimos consignados, a qual está inserida num ambiente de procura variável. O método de investigação escolhido foi o estudo de caso, que recorre a uma abordagem mista, combinando a análise quantitativa de dados financeiros da empresa com a análise qualitativa, realizada através de entrevistas com dois gestores financeiros. Vale destacar que estudos sobre este mercado específico são escassos, tornando esta análise quase única e particularmente relevante. Os resultados obtidos demonstram que a antecipação não é apenas uma opção, mas uma ferramenta vital para a sobrevivência da empresa, suprimindo as necessidades de liquidez imediata. A simulação realizada provou que, sem esta prática, a operação seria inviável. No entanto, conclui-se que o uso constante da antecipação gera um endividamento elevado e consome parte significativa dos lucros. Como principal contributo, o estudo identifica que a solução para este problema não está apenas no corte de custos, mas sim na estratégia de diversificação para produtos mais seguros, permitindo à empresa reduzir a dependência da antecipação e garantir a sua solvência e equilíbrio financeiro a longo prazo.

Palavras-chave: Fluxo de Caixa, Antecipação de Comissões, Liquidez, Solvência.

Abstract

The main objective of this work is to evaluate how commission anticipation impacts the cash flow management of a company in the payroll loan sector, which operates in a variable demand environment. The chosen research method was a case study, employing a mixed-method approach that combines quantitative analysis of the company's financial data with qualitative analysis conducted through interviews with two financial managers. It is worth highlighting that studies on this specific market are scarce, making this analysis nearly unique and particularly relevant. The results obtained demonstrate that anticipation is not merely an option, but a vital tool for the company's survival, meeting immediate liquidity needs. The simulation performed proved that, without this practice, the operation would be unfeasible. However, it is concluded that the constant use of anticipation generates high indebtedness and consumes a significant portion of profits. As a main contribution, the study identifies that the solution to this problem lies not only in cost cutting, but in a diversification strategy towards safer products, allowing the company to reduce its dependence on anticipation and ensure its solvency and long-term financial balance.

Keywords: Cash Flow, Commission Anticipation, Liquidity, Solvency.

Lista de Siglas e Acrónimos

ASFAC – Associação de Instituições de Crédito Especializado

BACEN – Banco Central do Brasil

BP – Balanço Patrimonial

CDI – Certificado de Depósito Interbancário

CFC – Conselho Federal de Contabilidade

CLT – Consolidação das Leis do Trabalho

CNC – Comissão de Normalização Contabilística

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

DFC – Demonstração de Fluxo de Caixa

DMPL – Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido

DRE – Demonstração de Resultados do Exercício

EG – Endividamento Geral

ESRB – *European Systemic Risk Board* (Comité Europeu do Risco Sistémico)

EVA – Valor Económico Agregado (*Economic Value Added*)

FGTS – Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

IAS – *International Accounting Standards* (Normas Internacionais de Contabilidade)

IFRS – *International Financial Reporting Standards* (Normas Internacionais de Relato Financeiro)

IIA – Índice de Intensidade de Antecipação

INSS – Instituto Nacional do Seguro Social

LC – Liquidez Corrente

LI – Liquidez Imediata

ML – Margem Líquida

NBC TG – Norma Brasileira de Contabilidade Técnica Geral

ROA – Retorno sobre o Ativo (*Return on Assets*)

ROE – Retorno sobre o Capital Próprio (*Return on Equity*)

SEBRAE – Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

SPSS – *Statistical Product and Service Solutions*

TI – Tecnologia da Informação

Índice Geral

Índice de Tabelas	viii
Introdução.....	1
1. Enquadramento teórico	5
1.1 Demonstrações Financeiras.....	5
1.2 Liquidez, Solvência, Risco e Antecipação de Recebíveis	7
1.3 Revisão da Literatura	8
2. Metodologia de investigação.....	13
2.1 Objetivos e Classificação da Investigação.....	13
2.2 Estratégias de Coleta de Dados.....	14
2.3 Indicadores Financeiros	14
2.4 Delimitação da Análise.....	17
2.4.1 Análise qualitativa	17
2.4.2 Análise quantitativa	17
2.4.3 Triangulação dos resultados	19
2.5 Considerações Éticas.....	19
3. Apresentação e análise dos resultados	20
3.1 Análise dos Dados Qualitativos: A Percepção da Gestão	21
3.1.1 Caracterização dos entrevistados.....	21
3.1.2 Fatores motivadores e o processo de antecipação	22
3.1.3 O impacto percebido na liquidez e solvência.....	25
3.1.4 Estratégias de mitigação de riscos e alternativas	30
3.2 Análise dos Dados Quantitativos	32
3.2.1 Análise descritiva (cenário real).....	33
3.2.2 Análise contrafactual (cenário simulado)	37
3.2.3 Análise correlacional	41
3.3 Triangulação e Discussão dos Resultados	44
3.3.1 Dependência da antecipação para o caixa	45
3.3.2 Medidas para manter a competitividade no mercado	45
3.3.3 Percepção do risco <i>versus</i> realidade financeira	46

3.3.4 Mudança de estratégia	47
Conclusões, Limitações e Futuras Linhas de Investigação	49
Referências Bibliográficas	54
Apêndices	58
Apêndice A Roteiro de Entrevista	58
Apêndice B Termo de Consentimento Livre e Esclarecido	59

Índice de Tabelas

Tabela 1: Compilação de Dados Financeiros Anuais (2021-2023), valores em Real (R\$).	33
Tabela 2: Indicadores Financeiros do Cenário Real (2021-2023).	34
Tabela 3: Compilação de Dados Financeiros Anuais no Cenário Simulado (2021-2023), valores em Real (R\$).	38
Tabela 4: Indicadores Financeiros do Cenário Simulado (2021-2023).....	38
Tabela 5: Comparativo de Indicadores: Cenário Real vs. Cenário Simulado (2021-2023).....	39
Tabela 6: Correlação de Spearman: Índice de Intensidade de Antecipação (IIA) vs. Indicadores Financeiros.	42
Tabela 7: Correlação de Pearson: Índice de Intensidade de Antecipação (IIA) vs. Indicadores Financeiros.	43

Introdução

A gestão financeira é um pilar central para a sobrevivência e o crescimento de qualquer organização, exigindo um controle rigoroso dos seus recursos para otimizar resultados e garantir a sustentabilidade a longo prazo (Assaf Neto & Silva, 2011). Dentre as suas ferramentas, a gestão do fluxo de caixa destaca-se como essencial. Diferentemente do regime de competência, que registra eventos económicos quando ocorrem, o fluxo de caixa foca-se exclusivamente nas entradas e saídas monetárias, oferecendo um retrato fiel da capacidade de uma empresa em honrar os seus compromissos imediatos (Silva, 2018). Este controle não só assegura a operacionalidade diária, como também fundamenta a tomada de decisões estratégicas (Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas [SEBRAE], 2013).

A importância da gestão do fluxo de caixa é amplificada em setores com procura variada e modelos de receita específicos, como é o caso do mercado de crédito consignado no Brasil. Esta modalidade de crédito, na qual as parcelas são deduzidas diretamente da folha de pagamento ou benefício do devedor, apresenta um risco de inadimplência reduzido para as instituições financeiras (Serasa, 2023). Essa segurança permite a oferta de taxas de juros mais competitivas, tornando o produto

atrativo para um vasto público que inclui aposentados, pensionistas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) e servidores públicos (Banco Central do Brasil [BACEN], 2023).

O setor de crédito consignado demonstra uma notável resiliência e expansão. Em 2020, por exemplo, o mercado de crédito ao consumidor no Brasil, que engloba o crédito consignado, alcançou um volume de R\$ 2,2 trilhões, representando um crescimento de 11,2% (GlobalData, 2022). O dinamismo do setor é também evidenciado por movimentos estratégicos de grandes empresas, como a entrada do Nubank neste mercado (Feliba, 2024), e por constantes ajustes regulatórios promovidos pelo governo. Tais ajustes visam proteger o consumidor, através de limites de margem consignável, e ao mesmo tempo estimular a economia, como observado durante a pandemia de COVID-19, quando os limites de endividamento foram temporariamente alargados (Brasil, 2021; Serasa, 2023).

A estrutura de remuneração das empresas intermediadoras neste mercado, como a correspondente bancária em estudo, é um fator crítico para a sua gestão financeira. A receita advém, na sua maioria, de comissões pagas pelas instituições financeiras por cada contrato originado. Contudo, o repasse dessas comissões pode ocorrer de duas formas principais: o pagamento à vista, no momento da contratação, ou o diferimento, no qual a comissão é paga de forma parcelada ao longo da vigência do contrato do cliente. O modelo de diferimento, embora possa representar um fluxo de receita estável a longo prazo, cria um desfasamento temporal entre o esforço de venda e o efetivo recebimento de caixa.

Para mitigar este desfasamento e gerir as necessidades de liquidez, as empresas recorrem frequentemente à antecipação de recebíveis. Esta é uma operação financeira na qual a empresa cede os seus direitos creditórios futuros (neste caso, as comissões diferidas) a uma instituição financeira em troca do recebimento imediato dos valores, mediante a aplicação de uma taxa de desconto (Gitman & Zutter, 2015). Essencialmente, a empresa vende a sua receita futura por um valor presente líquido, o que pode ser vital para manter as operações em períodos de baixa liquidez, como apontado por Oliveira e Torres Júnior (2023) num estudo sobre o setor imobiliário.

Apesar de ser uma ferramenta poderosa para a gestão do capital circulante (capital de giro, em português do Brasil) a antecipação de recebíveis apresenta uma dualidade. Por um lado, injeta os recursos necessários para cobrir despesas operacionais e aproveitar oportunidades de investimento. Por outro, o seu custo, materializado na taxa de desconto, reduz a margem de lucro futura e, se utilizada de forma recorrente e não planeada, pode comprometer a saúde financeira da empresa a longo prazo, criando um ciclo de dependência. A gestão inadequada desta prática pode transformar uma solução de curto prazo numa armadilha financeira.

Diante do exposto, compreender em profundidade como a antecipação de comissões impacta a gestão do fluxo de caixa é fundamental para garantir a sustentabilidade e a competitividade de empresas no setor de crédito consignado. O presente estudo investigará, por meio de um estudo de caso, como esta prática influencia a liquidez, a solvência e as estratégias financeiras de uma organização com operações em âmbito nacional, focando-se na forma como a gestão lida com os riscos e benefícios inerentes a esta decisão financeira num ambiente de mercado volátil.

Assim sendo, esta investigação procura responder à seguinte pergunta de investigação: “Qual é o impacto da antecipação de comissões na gestão do fluxo de caixa em uma empresa de empréstimos consignados?”

Sendo o objetivo geral da presente investigação avaliar o impacto da antecipação de comissões na gestão do fluxo de caixa em uma empresa de empréstimos consignados.

Como objetivos específicos da investigação definiram-se os seguintes:

- a) Analisar o processo de antecipação de comissões adotado pela empresa e os seus efeitos na liquidez e solvência financeira.
- b) Identificar, através das demonstrações financeiras, os principais fatores que influenciam a gestão do fluxo de caixa.
- c) Descrever as estratégias adotadas pela empresa para mitigar os riscos associados à antecipação de comissões e a dívidas futuras.

A procura por uma vantagem competitiva sustentável exige que as organizações desenvolvam capacidades únicas. No âmbito da gestão, a excelência na administração financeira transcende a mera função de controlo, posicionando-se como um pilar estratégico que impulsiona a criação de valor e a resiliência corporativa (Assaf Neto & Silva, 2011). Uma gestão financeira estratégica e proativa permite que a empresa não apenas sobreviva às incertezas do mercado, mas que também se posicione de forma confiável perante os seus parceiros, investidores e clientes, solidificando a sua reputação e sustentabilidade a longo prazo.

Dentro deste universo, a gestão do fluxo de caixa assume um papel de destaque. É através do controlo meticuloso dos recursos monetários que uma empresa garante a sua liquidez – a capacidade de cumprir com as suas obrigações de curto prazo. Em setores de elevada volatilidade económica e com flutuações sazonais, como o de crédito consignado, uma gestão de caixa eficiente torna-se ainda mais crítica para a sobrevivência e o crescimento. A falta de liquidez, mesmo que a empresa seja lucrativa no papel (regime de competência), pode levar rapidamente à insolvência (Assaf Neto, 2012; Gitman & Zutter, 2015).

Para gerir os desafios de liquidez, as empresas podem adotar diversas estratégias de financiamento do capital circulante ou de giro, entre as quais se destaca a antecipação de recebíveis. Esta ferramenta financeira permite converter direitos creditórios futuros em caixa imediato, atuando como uma solução ágil para as necessidades de tesouraria (Gitman & Zutter, 2015). Contudo, a sua utilização não é isenta de riscos. A decisão de antecipar recebíveis representa um *trade-off* fundamental: a obtenção de liquidez imediata em troca de um custo financeiro que impacta a rentabilidade futura. Se não for gerida com critério, pode levar a um aumento do endividamento e a um ciclo vicioso de dependência de financiamento de curto prazo (Machado & Ribeiro, 2018).

Neste contexto, a presente investigação justifica-se por abordar uma lacuna específica na literatura. Embora os temas de gestão de caixa e antecipação de recebíveis sejam amplamente estudados, são escassas as investigações que analisam os efeitos da antecipação de comissões (um tipo

particular de recebível) na gestão do fluxo de caixa de correspondentes bancários. Este estudo contribui ao aprofundar a análise num setor com particularidades significativas, oferecendo *insights* valiosos sobre como as decisões de antecipação influenciam a saúde financeira e as estratégias de empresas que operam com crédito consignado. A investigação torna-se ainda mais relevante ao considerar a realidade da empresa estudada, cujos desafios de gestão de capital circulante ou de giro e manutenção da solvência espelham os de muitas outras no mesmo setor, validando a pertinência da análise proposta.

A fim de apresentar os resultados desta investigação de forma clara e estruturada, o trabalho encontra-se organizado da seguinte forma: a Introdução apresenta o tema, a contextualização, o problema de investigação, os objetivos e a justificativa do estudo. O primeiro capítulo, de Enquadramento Teórico, aprofunda os conceitos teóricos sobre gestão financeira, fluxo de caixa, crédito consignado e a prática da antecipação de recebíveis. O segundo capítulo, referente à Metodologia de Investigação, detalha a escolha pelo estudo de caso de abordagem mista e os procedimentos para a coleta e análise dos dados. O terceiro capítulo dedica-se à Apresentação e Análise dos Resultados, expondo as análises quantitativas e qualitativas obtidas. Finalmente, no último capítulo, apresentam-se as Conclusões, Limitações e Futuras Linhas de Investigação, discutindo os resultados à luz da teoria e as considerações finais do estudo.

1. Enquadramento teórico

1.1 Demonstrações Financeiras

As demonstrações financeiras são relatórios essenciais que sintetizam a posição patrimonial e financeira, bem como o desempenho de uma organização em determinado período, sendo cruciais para a tomada de decisão de gestores, investidores e outros *stakeholders* (Barbosa, 2010; Ludícibus et al., 2018). Em conjunto, fornecem uma visão ampla da saúde da empresa, permitindo análises de liquidez, rentabilidade e solvência (Assaf Neto, 2020).

O Balanço Patrimonial (BP) é a demonstração estática que evidencia a situação financeira e patrimonial da empresa em um dado momento. Sua estrutura é regida pela equação fundamental da contabilidade, na qual o Ativo é formado pela soma do Património Líquido (Capital Próprio) e do Passivo (Braga, 2009). Os Ativos, que representam os bens e direitos, são apresentados em ordem decrescente de liquidez. Eles se dividem em Ativo Circulante, que inclui contas com expectativa de realização em até um ano (como Caixa, Bancos, Estoques e Contas a Receber), e Ativo Não Circulante, que abrange ativos de longo prazo (como Investimentos, Imobilizado e Intangível) (Ludícibus et al., 2018). Do outro lado, o Passivo representa as obrigações da empresa com terceiros

e é classificado pelo prazo de vencimento em Passivo Circulante (obrigações de curto prazo, como Fornecedores, Salários e Impostos a Pagar) e Passivo Não Circulante (dívidas de longo prazo, como Financiamentos e Empréstimos). Por fim, o Património Líquido representa o capital próprio da organização, composto por contas como Capital Social, Reservas de Lucro e Prejuízos Acumulados, refletindo o valor residual dos ativos após a dedução de todos os passivos (Braga, 2009).

A Demonstração de Resultados do Exercício (DRE) é uma demonstração dinâmica que evidencia a formação do resultado econômico (lucro ou prejuízo) ao longo de um período. Sua estrutura é apresentada em formato dedutivo vertical, confrontando as receitas com os custos e as despesas correspondentes (Assaf Neto, 2020). O processo inicia-se com a Receita Operacional Bruta, da qual se deduzem os impostos e devoluções para se obter a Receita Líquida. Em seguida, subtrai-se o Custo das Mercadorias Vendidas (CMV) ou dos Serviços Prestados (CSP), resultando no Lucro Bruto. Deste, são deduzidas as Despesas Operacionais (com vendas, gerais e administrativas) para se chegar ao Lucro Operacional antes do Resultado Financeiro (EBIT). Após a contabilização das receitas e despesas financeiras, apura-se o resultado antes dos impostos e, finalmente, com a dedução do Imposto de Renda e da Contribuição Social, obtém-se o Lucro Líquido do Exercício (Iudícibus et al., 2018). A DRE é, portanto, indispensável para a análise da rentabilidade e da eficiência operacional da empresa (Assaf Neto, 2020).

Por fim, a Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) detalha todas as entradas e saídas de caixa, sendo fundamental para analisar a capacidade da empresa de gerar e gerir seus recursos financeiros, avaliando sua liquidez e solvência (Assaf Neto & Silva, 2011). A DFC é uma ferramenta vital para o planeamento financeiro, pois ajuda a prever *deficits* ou *superavits* de caixa e a tomar decisões corretivas de forma ágil (Gitman & Zutter, 2015). Conforme a norma contábil NBC TG 03, sua estrutura se divide em três fluxos distintos:

- **Atividades Operacionais:** Referem-se ao caixa gerado pelas principais atividades da empresa. Incluem recebimentos de clientes, pagamentos a fornecedores e de salários, e pagamentos de impostos. Podem ser apresentadas pelo método direto (que evidencia as principais classes de recebimentos e pagamentos) ou indireto (que parte do lucro líquido e o ajusta por itens que não afetam o caixa) (Travassos, 2022; Iudícibus et al., 2018).
- **Atividades de Investimento:** Incluem os fluxos de caixa relacionados à aquisição e venda de ativos de longo prazo, como máquinas, equipamentos e outros investimentos não classificados como equivalentes de caixa (Travassos, 2022).
- **Atividades de Financiamento:** Englobam os fluxos de caixa que alteram a composição do capital próprio e do endividamento da empresa, como a captação de empréstimos, a emissão de ações, o pagamento de dividendos e a amortização de financiamentos (Travassos, 2022).

Concluída a apresentação das peças contabilísticas, importa situar o quadro normativo que as rege. Num contexto de economia globalizada, a contabilidade tem passado por um forte processo de harmonização internacional, visando garantir a comparabilidade da informação financeira entre

diferentes jurisdições. Como a presente dissertação é realizada no âmbito de um mestrado em Portugal, mas aplicada a um caso de estudo no Brasil, importa contextualizar brevemente os normativos contabilísticos vigentes em ambos os países.

Em Portugal, a estrutura concetual e os requisitos de prestação de contas regem-se pelo Sistema de Normalização Contabilística (SNC), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 98/2015, de 2 de junho, sob o resguardo da Comissão de Normalização Contabilística (CNC). Este sistema transpõe para a ordem jurídica interna a Diretiva 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, alinhando as práticas nacionais com as Normas Internacionais de Relato Financeiro (IAS/IFRS) (CNC, 2016; Portugal, 2015).

De forma análoga, o Brasil passou por um processo de convergência com as normas internacionais, impulsionado pela Lei n.º 11.638/2007. Este alinhamento é conduzido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) e as normas são aprovadas pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC) através das Normas Brasileiras de Contabilidade (NBC TG) (Brasil, 2007).

Embora ambos os normativos (SNC português e NBC TG brasileiro) partilhem a mesma base concetual das IFRS, focando-se na imagem fiel e verdadeira da posição financeira, existem especificidades locais de relato e taxonomia. Dado que a entidade analisada neste estudo de caso é uma sociedade com residência fiscal no Brasil, a análise das demonstrações financeiras (Balanço Patrimonial, Demonstração de Resultados e Fluxos de Caixa) e o cálculo dos indicadores subsequentes obedecem estritamente ao quadro normativo brasileiro (NBC TGs).

1.2 Liquidez, Solvência, Risco e Antecipação de Recebíveis

Antes de aprofundar a temática da gestão de liquidez, importa clarificar o conceito de produto financeiro que está na base deste estudo, distinguindo as realidades de Portugal e do Brasil.

O objeto central desta investigação é o Crédito Consignado (Brasil), uma modalidade de empréstimo pessoal cujo pagamento é deduzido diretamente da folha de pagamento ou benefício do devedor, conforme regido pela Lei n.º 10.820/2003 (Brasil, 2003). Esta garantia real de recebimento (o desconto na fonte) reduz o risco de inadimplência (não pagamento), permitindo a prática de taxas de juro mais baixas comparativamente a outras modalidades de crédito pessoal.

Em Portugal, embora não exista um equivalente direto com a mesma expressão legal de "desconto em folha" generalizado, o mercado oferece uma solução com finalidade semelhante de reestruturação financeira: o Crédito Consolidado. Conforme definido pelo regulador e pelas associações do setor, o crédito consolidado consiste na agregação de vários empréstimos (como crédito à habitação, cartões de crédito e crédito pessoal) num único contrato, resultando numa prestação mensal única e mais reduzida, permitindo às famílias uma melhor gestão do orçamento mensal (ASFAC, s.d.; Banco de Portugal, s.d.). Este produto tem registado um crescimento notável como ferramenta para redução da taxa de esforço das famílias portuguesas.

Apesar destas semelhanças funcionais, a mecânica financeira é diferente. No caso brasileiro em análise, a estrutura de comissionamento do Crédito Consignado gera um fluxo de caixa específico

(o recebimento a prazo das comissões), que é o foco central da problemática de liquidez abordada nesta dissertação. Portanto, a análise subsequente se concentra exclusivamente nas dinâmicas e normativos do mercado brasileiro.

Para que uma empresa possua a liquidez necessária para cumprir as suas obrigações de curto prazo, é fundamental que exista uma gestão de caixa eficiente dos seus recursos financeiros. A liquidez reflete a capacidade da organização de converter rapidamente os seus ativos em caixa, enquanto a solvência indica a sua capacidade de liquidar as dívidas de longo prazo (Assaf Neto, 2012).

A gestão de capital circulante ou de giro (fundo de maneio), que inclui a gestão de dívidas de clientes, de estoques (existências) e de dívidas a fornecedores, desempenha um papel fundamental na gestão da liquidez, visto que estes são fatores que a influenciam diretamente (Assaf Neto, 2012). Quando uma empresa possui boa liquidez, consegue aproveitar melhor as oportunidades de mercado e enfrentar problemas económicos com mais estabilidade e segurança, pois possui maior capacidade de pagamento a curto prazo (Brigham & Ehrhardt, 2016). Esta capacidade de cumprir as obrigações é avaliada através de indicadores como o índice de endividamento e a capacidade de cobertura de juros.

Para melhorar a liquidez a curto prazo, uma prática comum é a antecipação de recebíveis, que consiste na venda de direitos sobre recebimentos futuros em troca de um valor imediato, evitando assim a necessidade de contrair empréstimos com taxas de juro mais elevadas (Assaf Neto & Silva, 2011). Apesar desta vantagem relacionada com as taxas de juro, é necessário avaliar os riscos inerentes a este processo, como a utilização excessiva desta prática e a taxa aplicada na antecipação, fatores que podem comprometer a solvência a longo prazo.

Uma análise metódica dos riscos e benefícios associados à antecipação, aliada a uma gestão de caixa eficaz, permite alcançar um equilíbrio entre a liquidez e a solvência, o que gera maiores perspectivas de sustentabilidade no mercado. No que diz respeito ao processo de desconto das prestações na folha de pagamento, método de cobrança no setor do crédito consignado, a Lei n.º 10.820/2003 (brasileira) estabelece a sua autorização e as suas regras. Pessoas abrangidas pela Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), bem como pensionistas e reformados do INSS, podem recorrer a este tipo de empréstimos, existindo um limite máximo para o valor da prestação. Atualmente, a margem consignável disponível é de 40% do rendimento mensal do indivíduo, distribuída da seguinte forma: 35% para o empréstimo consignado e 5% para o cartão de crédito consignado.

1.3 Revisão da Literatura

A literatura sobre a gestão de caixa é vasta e aborda extensivamente questões relacionadas com a variação da procura, o controlo do fluxo de caixa e a antecipação de recebíveis. Os textos discutidos nesta secção apresentam diferentes objetos de estudo e resultados díspares.

O artigo de Araújo, Teixeira e Licório (2015) tem como objetivo demonstrar a importância da gestão no planeamento do fluxo de caixa para o controlo financeiro de micro e pequenas empresas do setor

da construção civil em Porto Velho - RO, avaliando o grau de conhecimento dos gestores sobre a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) e a sua aplicação prática. Utilizando uma abordagem qualitativa, exploratória e explicativa, o estudo investiga como o conhecimento e a utilização da DFC influenciam o controlo financeiro dessas empresas. Os resultados apontam que, embora o fluxo de caixa seja reconhecidamente importante, a sua aplicação é limitada devido à falta de obrigatoriedade e à perceção de custos adicionais, o que acarreta falhas no controlo financeiro e dificulta o planeamento futuro das microempresas.

Já Oliveira e Torres Júnior (2023) procuraram analisar os impactos financeiros e outras implicações geradas pela antecipação de recebíveis, especificamente numa empresa de promoção imobiliária (incorporadora) responsável por comercializar imóveis de multipropriedade em Goiânia-GO. A abordagem utilizada é quantitativa, com base nos relatórios de vendas e nas contas de recebíveis da empresa, avaliando os juros pagos durante o período de um ano e como o fluxo de caixa foi afetado. Para se conseguirem manter no mercado durante o período da pandemia, a empresa recorreu à prática de antecipação de recebíveis. O resultado disso foi a geração de um custo financeiro significativo, que impactou o fundo de maneiio, exigindo uma revisão completa do planeamento financeiro para que fosse possível a continuidade das operações.

Machado e Ribeiro (2021) procuram analisar a diferença existente entre as taxas de juro cobradas por bancos convencionais e por empresas de *factoring* na negociação de recebíveis no Brasil, abrangendo o período de 2012 a 2016. O método utilizado para o estudo foi quantitativo, recorrendo a testes estatísticos como a estatística de D-Cohen, o teste de médias paramétrico para amostras independentes e a análise de correlação, incluindo as taxas médias cobradas pelas instituições. Os resultados mostram que as empresas de *factoring* cobram taxas mais elevadas que as dos bancos, com uma diferença média de 1,35%. A investigação aponta que esta diferença pode dever-se aos métodos menos burocráticos e mais flexíveis de análise de risco que as empresas de *factoring* utilizam, ao contrário dos modelos mais rigorosos adotados pelos bancos. Esta diferença de abordagem, aliada ao ambiente de maior risco em que estas empresas operam, reflete-se nas taxas mais elevadas que aplicam.

Cunha (2017) investigou como a antecipação de recebíveis afeta a rentabilidade da MC Telecom, uma empresa de média dimensão do setor do retalho de telemóveis. A investigação utiliza uma análise quantitativa, baseada nos balanços, demonstrações dos resultados e relatórios de gestão da empresa, além de cálculos de indicadores financeiros como o retorno sobre o capital próprio (ROE), o valor económico agregado (EVA) e a análise dinâmica do fundo de maneiio através do modelo *Fleuriet*. Os principais resultados mostram que, durante o período de 2014 a 2016, a empresa apresentou uma diminuição tanto no retorno sobre o ativo (ROA) como no ROE, particularmente nos anos de 2014 e 2015, devido aos custos associados à antecipação de recebíveis das faturas de cartão de crédito. Mesmo com efeitos negativos na rentabilidade, a empresa considerou a antecipação de recebíveis uma estratégia necessária para obter liquidez e manter-se competitiva no mercado, principalmente devido ao pagamento em prestações sem juros,

uma prática muito comum no setor do retalho que resulta no aumento das vendas, mas com o efeito colateral de aumentar a necessidade de financiamento externo.

O estudo conduzido por Pamplona et al. (2015) procura investigar o efeito da volatilidade do fluxo de caixa e da volatilidade da disponibilidade de caixa na estrutura de capital de empresas industriais brasileiras. Utiliza uma abordagem descritiva, documental e quantitativa, analisando dados de 77 empresas cotadas na B3 entre 2014 e 2018, num total de 385 observações. Os resultados mostraram que empresas com maior volatilidade do fluxo de caixa e da disponibilidade de caixa apresentam níveis de endividamento maiores, principalmente no curto prazo. Ademais, quando a volatilidade do fluxo de caixa resulta de uma tendência positiva, os credores tendem a considerar este facto como um fator favorável, concedendo mais recursos com prazos de pagamento mais alargados. Estes resultados destacam a importância da gestão da volatilidade financeira para a otimização da estrutura de capital.

O artigo elaborado por Constantino et al. (2018) tem como objetivo verificar a relevância de incluir o fluxo de caixa na avaliação do retorno das ações, correlacionando as variáveis de lucro e fluxo de caixa e analisando a qualidade dessa informação. A investigação foi realizada com base em dados recolhidos de 1.149 observações de empresas não financeiras de seis países da América Latina entre 2006 e 2016, utilizando variáveis como o lucro líquido, o EBITDA e o fluxo de caixa operacional. Os métodos estatísticos empregados incluem regressões de dados em painel e análises de correlação. Os principais resultados indicam que tanto o lucro como o fluxo de caixa têm poder explicativo sobre o retorno das ações, sendo o lucro marginalmente mais significativo. No entanto, a inclusão do fluxo de caixa melhora a capacidade explicativa, sugerindo que a análise tradicional, focada apenas no lucro, pode ser melhorada pela incorporação das demonstrações de fluxo de caixa.

O estudo realizado por Barbosa (2010) foca-se no aprofundamento do conhecimento sobre as diversas formas de análise financeira, procurando fornecer suporte à tomada de decisões com o mínimo de risco e a máxima eficiência possível. O conteúdo do trabalho concentra-se na importância da análise de demonstrações financeiras (como o balanço, a demonstração dos resultados e o fluxo de caixa) para o planeamento e o controlo financeiro nas micro e pequenas empresas. O autor optou por uma abordagem descritiva e exploratória, examinando como estas ferramentas podem ser aplicadas com o objetivo de melhorar a gestão financeira e a competitividade dessas empresas. Os resultados indicam que, embora a análise de demonstrações financeiras seja uma prática mais comum em grandes empresas e a sua utilização em micro e pequenas empresas seja mais limitada, esta revelou-se benéfica quando aplicada nesse contexto, proporcionando *insights* valiosos para o planeamento e a tomada de decisões estratégicas.

Silva e Noveli (2012) apresentam os principais conceitos relacionados com o fluxo de caixa, bem como as técnicas para a sua elaboração e manutenção, visando melhorar a gestão financeira em empresas de diferentes dimensões. Os autores propõem duas abordagens distintas para a construção do fluxo de caixa: uma voltada para médias e grandes empresas, utilizando informações contabilísticas detalhadas do balanço e da demonstração dos resultados; e outra destinada a micro

e pequenas empresas, onde o controlo contabilístico pode não refletir a realidade financeira, sugerindo, para estes casos, uma metodologia alternativa baseada em folhas de cálculo auxiliares, conforme recomendação do SEBRAE/MG. A investigação baseou-se num levantamento bibliográfico e exploratório para demonstrar as diferentes posições sobre o tema. Os principais resultados destacam que ambas as técnicas de construção do fluxo de caixa são eficazes, sendo a escolha entre uma e outra condicionada pela realidade empresarial e pela capacidade de gestão de cada empresa.

O artigo de Ribeiro et al. (2009) tem como objetivo central analisar como a procura variável impacta a rentabilidade dos prestadores de serviços, tendo como objeto de estudo uma empresa do setor das tecnologias de informação (TI). A metodologia utilizada neste estudo é quantitativa, recorrendo a dados sobre o desempenho financeiro e a procura ao longo do tempo para identificar correlações entre as flutuações da procura e os resultados financeiros alcançados. A partir da investigação, observou-se que a variabilidade na procura pode afetar significativamente a rentabilidade, devido a problemas de alinhamento dos custos operacionais com as receitas geradas durante períodos de alta ou baixa procura. Isto demonstra a importância de estratégias de gestão flexíveis e bem planeadas para mitigar estes efeitos.

Expandindo a análise para o contexto internacional e europeu, o *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2025*, publicado pelo *European Systemic Risk Board (ESRB)*, oferece uma visão abrangente sobre as vulnerabilidades do setor financeiro não bancário. O relatório sublinha que, embora a intermediação financeira não bancária seja vital para o financiamento da economia real, este setor enfrenta riscos elevados de liquidez e alavancagem, que são agravados pela interconectividade com o sistema bancário tradicional. O monitoramento destaca a necessidade de uma vigilância reforçada sobre a gestão de fluxos de caixa destas entidades, especialmente em períodos de volatilidade de mercado, para mitigar riscos sistémicos (ESRB, 2025).

No que tange à realidade portuguesa, o Banco de Portugal publicou o *Relatório de Avaliação do Impacto do Regime Jurídico dos Intermediários de Crédito*, cobrindo o período de 2018 a 2020. O documento analisa a evolução e a consolidação do mercado de intermediação de crédito em Portugal após a implementação do novo quadro regulatório. A análise evidencia um crescimento expressivo no número de entidades registadas e profissionalizadas, detalhando como a supervisão comportamental e os requisitos de acesso à atividade visam garantir a estabilidade do setor e a proteção do consumidor, num mercado que se distingue da concessão direta de crédito bancário (Banco de Portugal, 2021).

Por fim, abordando a mecânica específica do crédito com desconto em folha numa perspetiva internacional, Evans et al. (2023) desenvolveram no Reino Unido o estudo intitulado *Deduction Lending: Does it Add Up for Low-Income Borrowers?*. A investigação se concentra sobre o impacto do modelo de "deduction lending" (empréstimos com dedução automática no salário ou benefícios) nas famílias de baixos rendimentos. Os autores concluem que esta modalidade, ao reduzir o risco de incumprimento através da retenção na fonte, permite o acesso a crédito mais acessível e gerível,

funcionando como uma ferramenta de inclusão financeira, embora ressaltem a importância de garantir que o acesso facilitado não conduza a ciclos de dependência.

A literatura aborda a importância da gestão financeira na antecipação de recebíveis e na análise do fluxo de caixa, destacando-os como instrumentos essenciais para o planeamento e controlo financeiro nas empresas, principalmente naquelas que operam com uma procura variável. A antecipação de recebíveis é analisada como uma prática que pode fornecer liquidez imediata, gerando, no entanto, custos financeiros significativos, o que impacta a rentabilidade e a estrutura de capital. Isto ocorre principalmente em micro e pequenas empresas, organizações que dependem desta ferramenta para manter a liquidez em momentos críticos. Já o fluxo de caixa é amplamente discutido como um mecanismo vital para a gestão eficiente dos recursos financeiros, pois permite aos gestores projetar entradas e saídas de caixa, avaliar a viabilidade de investimentos e financiar operações, contribuindo assim para a tomada de decisões mais informadas e estratégicas. Os estudos destacam que tanto a antecipação de recebíveis como a análise do fluxo de caixa são práticas indispensáveis para assegurar a saúde financeira e a sustentabilidade das empresas num mercado competitivo e de procura variada.

2. Metodologia de investigação

2.1 Objetivos e Classificação da Investigação

O objetivo geral deste trabalho consiste em avaliar o impacto da antecipação de comissões na gestão do fluxo de caixa da empresa. De forma específica, o estudo procura analisar a evolução dos indicadores de liquidez e solvência, comparar o cenário real com uma simulação sem antecipações e identificar as estratégias adotadas para mitigar os riscos financeiros. A metodologia detalhada a seguir foi desenhada para dar resposta a estes propósitos.

Esta investigação é classificada como descritiva, uma vez que tem como objetivo principal descrever o impacto da antecipação de comissões na gestão do fluxo de caixa de uma empresa do setor de empréstimos consignados. Segundo Gil (2010), a investigação descritiva procura retratar com exatidão os factos ou fenómenos de determinado contexto, sendo adequada para explorar as práticas de antecipação de comissões e seus efeitos financeiros. Quanto à abordagem, o estudo adota uma metodologia mista, combinando aspetos quantitativos e qualitativos. A abordagem quantitativa foi empregue na análise dos dados históricos da empresa, permitindo a quantificação dos impactos financeiros decorrentes da antecipação de comissões. Já a abordagem qualitativa

será utilizada para captar as percepções e experiências dos gestores financeiros, por meio de entrevistas semiestruturadas, proporcionando uma compreensão mais profunda dos aspetos subjetivos relacionados à gestão do fluxo de caixa.

O método escolhido para conduzir a investigação é o estudo de caso, uma vez que permite uma análise detalhada e contextualizada da prática de antecipação de comissões em uma empresa específica. De acordo com Vergara (2015), o estudo de caso é especialmente útil quando se busca compreender um fenômeno em profundidade, dentro de seu contexto real. Além disso, a investigação também se caracteriza como documental, pois envolve a análise de demonstrações financeiras da empresa, como a Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) e o Balanço Patrimonial. Conforme Gil (2010), a investigação documental é essencial quando se trata de analisar registros formais e históricos que possibilitam o entendimento das práticas e eventos passados.

2.2 Estratégias de Coleta de Dados

A coleta de dados foi realizada por meio de duas estratégias complementares, alinhadas à abordagem mista.

Dados Qualitativos: Realizaram-se entrevistas semiestruturadas com dois gestores financeiros da empresa. Os participantes foram selecionados de forma intencional, dado o seu conhecimento profundo e envolvimento direto no processo de decisão sobre a antecipação de comissões. As entrevistas, guiadas por um roteiro (Apêndice A) e conduzidas em português do Brasil devido à nacionalidade dos gestores, visaram captar as percepções, experiências e racionalidades dos mesmos.

Dados Quantitativos: Procedeu-se à análise documental de dados históricos internos da empresa, incidindo sobre os relatórios financeiros do período compreendido entre 2021 a 2023. Importa ressaltar que este recorte temporal foi condicionado pela disponibilidade da informação, uma vez que a empresa apenas disponibilizou os dados referentes a este triênio, impossibilitando assim uma amostragem maior ou comparativa com períodos anteriores. Adicionalmente, esclarece-se que a Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) não pôde ser incluída na análise devido a restrições na disponibilização deste documento específico por parte da organização. Desta forma, a análise quantitativa fundamentou-se exclusivamente nos dados do Balanço Patrimonial (BP) e da Demonstração de Resultados (DRE).

2.3 Indicadores Financeiros

A presente investigação explorou o tema a partir de duas frentes complementares, como referido anteriormente. A análise qualitativa, realizada por meio das entrevistas com os gestores, procurou aprofundar a compreensão sobre os seguintes construtos: os fatores motivadores (gatilhos) para a decisão de antecipar comissões; o impacto percebido da antecipação na liquidez e na estratégia financeira da empresa; e as estratégias de mitigação de risco adotadas pela gestão.

A análise quantitativa, por sua vez, foi realizada utilizando um conjunto de variáveis e indicadores financeiros, calculados a partir das demonstrações financeiras (Balanço, Demonstração de

Resultados) da empresa. Estes indicadores foram selecionados com base na literatura para avaliar a saúde financeira da organização sob as óticas de liquidez, rentabilidade e endividamento.

a) Indicadores de Liquidez

Os indicadores de liquidez medem a capacidade da empresa de cumprir as suas obrigações de curto prazo. Uma liquidez adequada é fundamental para a sobrevivência da empresa, pois indica sua flexibilidade para cobrir despesas operacionais e aproveitar oportunidades (Assaf Neto, 2020). Serão utilizados os seguintes indicadores:

- **Liquidez Corrente (LC):** Compara os ativos de curto prazo (circulantes) com os passivos de curto prazo (circulantes), conforme equação (1). Um rácio superior a 1 sugere que a empresa possui recursos suficientes para liquidar suas dívidas de curto prazo (Gitman & Zutter, 2015).

$$LC = \frac{\textit{Ativo Circulante}}{\textit{Passivo Circulante}} \quad (1)$$

- **Liquidez Imediata (LI):** É um indicador mais conservador, pois considera apenas os recursos mais líquidos da empresa (caixa, equivalentes de caixa e aplicações financeiras de liquidez imediata) para fazer face ao passivo circulante, conforme equação (2). É particularmente relevante neste estudo, pois a antecipação de comissões impacta diretamente o nível de disponibilidades (Iudícibus et al., 2018).

$$LI = \frac{\textit{Disponível}}{\textit{Passivo Circulante}} \quad (2)$$

b) Indicadores de Rendibilidade

Estes indicadores avaliam a capacidade da empresa de gerar lucros a partir de suas vendas, ativos e capital próprio, refletindo a eficiência da sua gestão operacional e financeira (Assaf Neto, 2020).

- **Margem Líquida (ML):** Indica a percentagem de receita que se transforma em lucro líquido após a dedução de todos os custos, despesas e impostos (equação (3)).

$$ML = \frac{\textit{Lucro Líquido}}{\textit{Receita Líquida}} \quad (3)$$

- **Retorno sobre o Ativo (ROA):** Mede a eficiência com que a empresa utiliza seus ativos para gerar lucro (equação (4)).

$$ROA = \frac{\textit{Lucro Líquido}}{\textit{Ativo Total}} \quad (4)$$

- **Retorno sobre o Capital Próprio (ROE):** Mede a rendibilidade gerada para os acionistas ou sócios, indicando o retorno sobre o capital que investiram na empresa (equação (5)).

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Capital Próprio}} \quad (5)$$

c) Indicadores de Endividamento e Risco Financeiro

Os indicadores de endividamento analisam a proporção de capital de terceiros na estrutura de financiamento da empresa e a sua capacidade de servir essa dívida, sendo cruciais para avaliar o risco financeiro (Gitman & Zutter, 2015).

- **Endividamento Geral (EG):** Mostra a proporção dos ativos totais que está financiada por capital de terceiros, ou seja, dívidas (equação (6)).

$$EG = \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}} \quad (6)$$

- **Cobertura de Juros:** Mede a capacidade da empresa de pagar as despesas com juros a partir do seu lucro operacional, conforme equação (7). Um rácio baixo pode indicar dificuldades em honrar os custos da dívida (Assaf Neto, 2020).

$$\text{Cobertura de Juros} = \frac{\text{Lucro Antes de Juros e Impostos (EBIT)}}{\text{Despesas com Juros}} \quad (7)$$

d) Indicador de Intensidade de Antecipação

Para mensurar a dependência da empresa na prática de antecipação de comissões de forma comparável ao longo do tempo, foi criado um indicador sintético denominado Índice de Intensidade de Antecipação (IIA), representado na equação (8). Este indicador relativiza o volume de comissões antecipadas em relação à receita gerada no mesmo período, permitindo uma análise mais clara da sua magnitude e facilitando a análise de correlação com os demais indicadores financeiros.

$$IIA = \frac{\text{Volume Total de Comissões Antecipadas}}{\text{Receita Líquida}} \quad (8)$$

A construção deste índice baseia-se na lógica da Análise Vertical (Matarazzo, 2010), que utiliza a Receita Líquida como denominador base para medir a proporcionalidade das rubricas financeiras. Ao adotar a mesma base de cálculo da Margem Líquida, o IIA permite estabelecer um paralelo direto entre a ótica económica e a financeira: enquanto a Margem Líquida indica a proporção da receita que sobra como lucro, o IIA revela a proporção da receita que foi efetivamente convertida em caixa

imediatamente através da antecipação. Desta forma, o indicador demonstra a intensidade com que a empresa transforma as suas vendas a prazo em liquidez presente.

2.4 Delimitação da Análise

Os dados coletados para esta investigação foram organizados e tratados com o auxílio de *softwares* específicos para cada abordagem. Para os dados quantitativos, foi utilizado o *Microsoft Excel®* e o *SPSS* para a tabulação dos valores extraídos das demonstrações financeiras, realização dos cálculos dos indicadores e criação dos cenários. Além disso, os valores reais foram submetidos a um fator, preservando a confidencialidade das informações. Para os dados qualitativos, as entrevistas foram gravadas em áudio, transcritas textualmente no processador de texto do *Microsoft Word®* e, posteriormente, analisadas com base na metodologia de análise de conteúdo.

2.4.1 Análise qualitativa

Os dados qualitativos foram obtidos por meio de entrevistas semiestruturadas realizadas com uma das gestoras e o diretor da área financeira da empresa, selecionados pela sua experiência e envolvimento direto com o processo de gestão de caixa e antecipação de comissões. Com o consentimento dos participantes, as entrevistas foram gravadas em áudio e, na sequência, transcritas na íntegra para garantir a fidedignidade dos dados.

O tratamento das transcrições seguiu os princípios da análise de conteúdo, conforme proposto por Bardin (2011). O objetivo foi identificar e categorizar as percepções dos gestores para aprofundar a compreensão sobre os construtos centrais da investigação. Utilizando o roteiro de entrevista (Apêndice A) como guia, a análise focou-se em:

a) Fatores motivadores da antecipação: procurou-se compreender quais circunstâncias (ex.: baixa sazonal de vendas, necessidade de capital de giro ou circulante, oportunidades de investimento) levaram a gestão a recorrer à antecipação de comissões.

b) Impactos percebidos na gestão: explorou-se a percepção dos gestores sobre as consequências, positivas e negativas, da antecipação na liquidez diária, no planeamento financeiro e na estratégia de longo prazo da empresa.

c) Estratégias de mitigação de risco: investigou-se quais mecanismos de controle, políticas internas e alternativas de financiamento a empresa adota para gerir os custos e a dependência associados à prática da antecipação.

2.4.2 Análise quantitativa

A análise quantitativa foi dividida em duas fases:

Fase 1: Análise Descritiva e Contrafactual. Inicialmente, os indicadores financeiros foram calculados para o período analisado, criando um cenário "Real". Em seguida, para isolar o impacto da antecipação de comissões, foi realizada uma simulação contrafactual. Criou-se um cenário "Simulado" no qual os efeitos financeiros das antecipações foram revertidos diretamente no Balanço Patrimonial (BP) e na Demonstração de Resultados (DRE).

Os ajustes seguiram a seguinte lógica:

i) Ajustes no Balanço Patrimonial (Reversão da Liquidez e Dívida):

- No Ativo: o montante total do "Valor Adiantado" em cada exercício foi subtraído ao Ativo Circulante (especificamente da conta de Disponível). A lógica deste ajuste é que, sem a antecipação, esse dinheiro não teria entrado em caixa.
- No Passivo: o mesmo montante ("Valor Adiantado") foi subtraído do Passivo Total (e Passivo Circulante). Visto que a antecipação cria uma obrigação de pagamento futuro, a sua anulação implica a eliminação da dívida correspondente.

ii) Ajustes na Demonstração de Resultados (Reversão do Custo):

- No Resultado: as "Despesas com Juros" associadas à antecipação foram adicionadas ao resultado. Assume-se que, não havendo a operação de crédito, a empresa não teria estes custos financeiros.
- No Capital Próprio: o aumento do Lucro Líquido (ou redução do Prejuízo) decorrente da eliminação dos juros foi transferido para o Capital Próprio, ajustando assim a posição do património líquido da empresa.

Desta forma, foi possível comparar lado a lado os indicadores financeiros da empresa com e sem o efeito da antecipação.

Fase 2: Análise Correlacional. Para analisar a relação entre a prática de antecipação e os indicadores de saúde financeira, foi utilizada uma dupla abordagem de correlação.

Reconhecendo o número reduzido de amostras ($n=3$), o que limita a robustez estatística de testes paramétricos, foi calculado o Coeficiente de Correlação de Postos de Spearman (Larson & Farber, 2015). Este coeficiente não paramétrico foi utilizado para medir a força e a direção da relação monotónica (avaliando se as variáveis se movem na mesma direção ou em direções opostas, com base nos seus postos ou *ranks*).

Adicionalmente, e para fins de comparação, foi também calculado o Coeficiente de Correlação de Pearson (r), representado na equação (9), para verificar a força da relação linear entre as variáveis. A análise foi aplicada para medir a relação entre o Índice de Intensidade de Antecipação (IIA) (definido na secção 2.3) e os principais indicadores financeiros analisados.

$$r = \frac{\Sigma(X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})}{\sqrt{\Sigma(X_i - \bar{X})^2 \Sigma(Y_i - \bar{Y})^2}} \quad (9)$$

Onde:

- r é o coeficiente de correlação de Pearson;

- X_i são os valores observados das variáveis X (neste caso, o IIA);
- Y_i são os valores observados das variáveis Y (indicador financeiro analisado);
- \bar{X} e \bar{Y} são as médias das variáveis X e Y.

2.4.3 Triangulação dos resultados

Finalmente, os resultados foram integrados. Os resultados quantitativos (o "o quê" e "quanto") foram interpretados à luz dos dados qualitativos (o "como" e o "porquê"). Esta triangulação permitiu comparar as evidências numéricas com as percepções e estratégias descritas pelos gestores, garantindo maior robustez e profundidade às conclusões.

2.5 Considerações Éticas

Esta investigação foi conduzida com estrito respeito aos princípios éticos. Foi assegurado o anonimato dos participantes e a confidencialidade das informações da empresa. Todos os participantes foram devidamente informados sobre os objetivos do estudo através de um Termo de Consentimento Livre e Esclarecido (Apêndice B) e informados da sua liberdade de retirar o consentimento a qualquer momento.

3. Apresentação e análise dos resultados

Este capítulo constitui o núcleo central da presente investigação, dedicando-se à apresentação e análise detalhada dos dados recolhidos. O objetivo principal do trabalho, recorde-se, é avaliar o impacto da antecipação de comissões na gestão do fluxo de caixa da empresa em estudo. Para responder a este objetivo, o capítulo aplica a metodologia de abordagem mista (estudo de caso), conforme fundamentado no capítulo anterior.

O propósito desta secção é, portanto, apresentar as evidências recolhidas através das duas frentes de investigação. Primeiramente, serão explorados os dados qualitativos, que oferecem uma compreensão profunda sobre o "como" e o "porquê" das práticas de gestão. Em seguida, serão analisados os dados quantitativos, que mensuram o "quê" e o "quanto" do impacto financeiro.

Para garantir uma exposição clara e lógica, este capítulo encontra-se organizado em três secções principais. A primeira secção (3.1) foca-se na análise dos dados qualitativos, explorando as perceções, motivações e estratégias dos gestores da empresa, obtidas através das entrevistas semiestruturadas. A segunda secção (3.2) apresenta a análise dos dados quantitativos, detalhando a evolução dos indicadores financeiros (Cenário Real), a comparação com a simulação contrafactual

(Cenário Simulado) e a análise das correlações. Finalmente, a secção (3.3) realiza a triangulação e discussão dos resultados, onde os resultados quantitativos são integrados e interpretados à luz das evidências qualitativas, permitindo construir uma resposta robusta ao problema de investigação.

3.1 Análise dos Dados Qualitativos: A Percepção da Gestão

Esta secção do trabalho é dedicada à apresentação e análise aprofundada dos dados qualitativos recolhidos. Esta abordagem é fundamental para um estudo de caso, pois permite ir além da superfície dos dados numéricos e explorar as complexidades, motivações e contextos que moldam as decisões financeiras na organização. Enquanto a análise quantitativa (apresentada na secção 3.2) responde ao "o quê" e ao "quanto", esta análise qualitativa foca-se no "como" e no "porquê", captando as percepções e experiências diretas dos gestores envolvidos no fenómeno.

O objetivo central desta análise é compreender, através da perspectiva dos decisores, de que forma a prática da antecipação de comissões é gerida e qual o seu impacto percebido na liquidez e na solvência da empresa. Conforme detalhado na metodologia, os dados foram recolhidos através de entrevistas semiestruturadas com dois gestores financeiros da empresa.

Para o tratamento dos dados obtidos nas entrevistas (Apêndice A), foi utilizada a metodologia de análise de conteúdo, conforme proposta por Bardin (2011). Este método permitiu a exploração sistemática do material transcrito, através da codificação e categorização das respostas, visando identificar os temas centrais e os padrões de significado.

A estrutura desta secção foi organizada em torno dos três construtos centrais definidos na metodologia da investigação, como se segue:

- **Fatores Motivadores e o Processo de Antecipação:** analisa-se o que leva a empresa a recorrer a esta prática e como o processo é operacionalizado.
- **Impacto Percebido na Gestão:** explora-se a visão dos gestores sobre as consequências da antecipação na liquidez e no planeamento financeiro.
- **Estratégias de Mitigação de Risco:** investigam-se os mecanismos de controlo e as alternativas consideradas pela gestão para gerir os custos e a dependência associados à prática.

A análise que se segue inicia-se com uma breve caracterização dos participantes, para contextualizar as suas perspetivas, seguindo-se a discussão aprofundada de cada um dos temas acima referidos. Para ilustrar os achados e garantir a fidedignidade da interpretação, serão utilizados excertos relevantes das transcrições, mantendo sempre o anonimato dos participantes e da organização, conforme as considerações éticas do estudo.

3.1.1 Caracterização dos entrevistados

A recolha de dados qualitativos foi realizada através de entrevistas semiestruturadas a dois gestores da empresa em estudo, selecionados intencionalmente. Esta seleção foi baseada na sua posição

estratégica e no seu profundo conhecimento dos processos financeiros e comerciais da organização, garantindo a relevância e a profundidade das informações obtidas.

Para garantir a confidencialidade, conforme as considerações éticas do estudo, os participantes serão referenciados neste trabalho pelas codificações utilizadas na transcrição da entrevista (Apêndice A): "Gestora S" e "Gestor E".

A Gestora S possui um vínculo de 15 anos com a organização, estando presente desde a sua fundação em 2011. Exerce o cargo de Diretora Financeira, o que a posiciona como uma fonte primária de informação sobre a gestão de tesouraria, os custos financeiros e o processo de antecipação.

O Gestor E partilha da mesma longevidade na empresa, contando igualmente com 15 anos de experiência desde o início das atividades. Ocupa a posição de Diretor Comercial e Financeiro, o que lhe confere uma visão dual, capaz de conectar as necessidades e estratégias comerciais (como a precificação e a relação com os parceiros) com as decisões financeiras (como a gestão do fluxo de caixa).

A experiência combinada de ambos os gestores, abrangendo a totalidade da existência da empresa, proporciona uma perspectiva histórica valiosa sobre a evolução das práticas financeiras, nomeadamente a implementação e o impacto da antecipação de comissões, tema central desta investigação.

3.1.2 Fatores motivadores e o processo de antecipação

A análise das entrevistas permitiu identificar que a antecipação de comissões não é uma ferramenta financeira casual ou esporádica; pelo contrário, é um mecanismo estrutural e profundamente integrado no modelo de negócio da empresa. A sua implementação e uso são uma resposta direta às mudanças regulatórias e às pressões competitivas do mercado de crédito consignado.

O principal fator motivador para a prática da antecipação é a gestão da liquidez, decorrente de um desfasamento de caixa criado pela própria estrutura de comissionamento do setor. Conforme explicado pela Gestora S, a prática de antecipação "foi criada desde que surgiu o diferido". A remuneração paga pelos bancos é dividida em duas componentes: uma comissão paga no momento da venda (o *flat* ou "à vista") e uma parte paga ao longo do tempo do contrato (o "diferido").

A necessidade de antecipar surge porque a empresa, para se manter competitiva, repassa aos seus parceiros (os correspondentes bancários na ponta, que realizam a venda dos empréstimos) uma comissão total à vista. No entanto, a componente à vista recebida do banco (*flat*) é insuficiente para cobrir este repasse e os custos operacionais da empresa.

A Gestora S é categórica ao afirmar a criticidade desta operação, descrevendo-a como uma ferramenta essencial para "ajudar no fluxo de caixa" e "suprir o nosso caixa semanalmente". Esta dependência é reforçada noutra momento da entrevista, onde a gestora sublinha que a antecipação é vital para a sobrevivência da operação:

"ela é necessária para a gente, [...]poder assumir todos os nossos custos fixos, folha de pagamento e até repassar para o parceiro uma comissão de acordo com o que o mercado paga lá fora, a gente depende dessa antecipação. [...] Ou seja, ela ajuda na nossa liquidez, porque só com o que a gente recebe, que é o flat (a vista), a gente não conseguiria manter nossos custos fixos e nem conseguir repassar para o parceiro uma comissão que fosse suficiente para ele sobreviver lá na ponta".

A gestora conclui com uma afirmação que demonstra a total integração desta prática no modelo de negócio: "Se não só com o *flat*, que é a comissão à vista, realmente seria inviável a gente manter uma saúde financeira da empresa".

Paralelamente à necessidade estrutural de caixa, o Gestor E introduz um segundo fator motivador: a competitividade. A antecipação é também utilizada como uma ferramenta estratégica de posicionamento de mercado. Segundo o gestor, a empresa pode antecipar mais para "se tornar um pouco mais competitivo pra brigar no mercado", permitindo-lhe ter "uma precificação melhor na ponta" (ou seja, oferecer melhores comissões aos seus parceiros).

O Gestor E contextualiza historicamente a origem desta necessidade, remetendo para uma mudança regulatória em 2014. Antes dessa data, o modelo de comissionamento era diferente e permitia uma gestão de caixa mais simples, como descreve a Gestora S: "você conseguia fazer uma conta mais exata, porque você recebia uma comissão total [...] e o que sobrava era para o caixa da empresa".

A partir da regulação de 2014, o Banco Central impôs um limite ao valor que os bancos podiam pagar à vista (o *flat* de 6%). Este valor, segundo os gestores, tornou-se insuficiente para cobrir os custos dos correspondentes bancários: "o valor não era suficiente para cobrir os custos de um lojista".

Foi neste contexto que os bancos criaram o mecanismo de antecipação do diferido, essencialmente para "continuar aquele mesmo comissionamento que existia no mercado". Para a empresa (a promotora), esta mudança impôs uma nova realidade. Nas palavras do Gestor E, a empresa foi "obrigada a fazer isso, porque a condição comercial me obrigava, para permanecer com esses parceiros, não tinha como não antecipar".

Em suma, a análise dos motivos revela que a antecipação é uma prática compulsória, ditada pelas regras do mercado. É, simultaneamente, uma ferramenta de sobrevivência (para cobrir o *deficit* de caixa estrutural entre o que se recebe à vista e o que se paga aos parceiros) e uma ferramenta estratégica (para ajustar a precificação e manter a competitividade).

A análise da entrevista também revela que, embora a antecipação seja uma prática contínua, a sua intensidade não é linear ao longo do ano. A decisão de quanto antecipar está diretamente ligada ao volume de produção e à sazonalidade do mercado.

A Gestora S é clara ao explicar que o "foco maior nessa antecipação" ocorre "principalmente quando a gente tem um aumento de produção". Este aumento de produção está frequentemente ligado a eventos macroeconômicos específicos que impulsionam a procura pelo crédito consignado. O

exemplo mais significativo citado pela gestora são os "períodos do ano onde tem um reajuste do salário mínimo, então a gente tem uma produção maior e aí nesses períodos a gente faz uma antecipação maior".

Isto demonstra que a gestão da antecipação é proativa e ajusta-se à procura. A prática é permanente, mas o seu volume é flexível, conforme explica a Gestora S: "Não quer dizer que não ocorra antecipação durante os outros períodos, ela existe também, porém a gente faz com um valor menor do que quando existe esse aumento de produção".

O Gestor E corrobora esta visão, acrescentando uma segunda variável: a estratégia comercial. A decisão de antecipar mais ou menos não depende apenas da produção, mas também do "cenário de mercado". A empresa pode decidir proativamente aumentar a sua intensidade de antecipação para fins competitivos, como o gestor detalha: "às vezes você quer se tornar um pouco mais competitivo pra brigar no mercado e você se obriga a antecipar um pouco mais para ter uma precificação melhor na ponta".

Portanto, os critérios para o "quando" e "quanto" antecipar são duplos, a saber:

- **Reativo (Sazonalidade):** Um aumento no volume de produção (ex: reajuste do salário mínimo) exige um maior volume de antecipação para cobrir o desfasamento de caixa gerado.
- **Proativo (Competitividade):** Uma decisão estratégica de ganhar quota de mercado pode levar a empresa a antecipar mais, mesmo fora dos picos sazonais, para conseguir oferecer melhores comissões aos seus parceiros.

A nível operacional, o processo é recorrente e de curto prazo, o que permite esta flexibilidade. A Gestora S menciona que a solicitação da antecipação "ocorre semanalmente", e o Gestor E reforça que esta frequência semanal permite um ajuste fino ao fluxo de caixa: "em uma necessidade de caixa, eu poderia antecipar essa semana sim, essa semana não, de acordo com o meu fluxo de caixa".

Também é constatado que a operacionalização da antecipação na empresa não é um processo informal. Pelo contrário, trata-se de um mecanismo financeiro altamente formalizado e gerido de forma centralizada. A Gestora S detalha que a empresa optou estrategicamente por concentrar estas operações "em apenas um banco", mesmo tendo linhas de crédito disponíveis em outros.

O processo é recorrente e está diretamente ligado ao ciclo de produção, ocorrendo semanalmente. A mecânica da operação foi descrita em detalhe pela Gestora S:

"E esse banco, como que ele funciona, ele pega a nossa produção da semana anterior, de acordo com aquela produção, ele vai disponibilizar um recurso que a gente pode antecipar [...]. Então, quando eu solicito aquela antecipação, [...] eles vão emitir para mim um documento, um contrato que a gente chama de K-GIRO, que o próprio banco dá o nome para esse contrato de 'filhote' [...], onde vem falando o valor que eu antecipei, em quantas parcelas, o valor fixo daquela parcela."

Este processo formal de emissão contratual ("filhote") a cada operação semanal garante um controlo rigoroso sobre os valores antecipados. A amortização (pagamento) desta antecipação é igualmente automatizada, com "desconto já direto em conta corrente, de acordo com esse valor que eu antecipei", numa data pré-determinada no mês seguinte.

A escolha deste banco parceiro único foi uma decisão estratégica, e não aleatória, baseada em três critérios principais: volume, custo e gestão. O Gestor E explica que a escolha se deveu ao facto de ser o banco onde a empresa "concentrava o maior volume de produção". Além disso, o parceiro oferecia "a menor taxa" e a "melhor forma de gestão em termos de relatório", facilitando o controlo financeiro.

O custo desta operação é um ponto-chave destacado por ambos os gestores como uma vantagem significativa. A taxa de desconto aplicada é descrita pelo Gestor E como "muito baixa, ela é abaixo da taxa Selic¹", tornando-a muito mais atrativa do que um empréstimo convencional. A justificação para este custo financeiro reduzido reside na natureza da garantia associada. Como explica o Gestor E:

"Como você tem ali a garantia do contrato, [...] o banco vai ter esse recebível, essa taxa de juros futura. [...] ela é mais baixa que a Selic. Como eu disse, porque já existe a garantia do contrato, o banco já está recebendo por esses juros e a antecipação seria mais pelo risco desse contrato não performar até o final, pelos riscos de uma portabilidade ou risco da pessoa falecer [...] e ter uma taxa muito baixa por conta disso."

Em suma, a análise do "como" revela que a antecipação de comissões é uma componente vital e estrutural do modelo de negócio da empresa. A gestão desta prática é feita de forma metódica, sazonal e centralizada num parceiro financeiro estratégico, que oferece custos de captação significativamente inferiores aos do mercado devido às garantias inerentes ao próprio fluxo de recebíveis futuros.

3.1.3 O impacto percebido na liquidez e solvência

A análise das entrevistas revela que o impacto da antecipação de comissões na gestão financeira é profundo e, acima de tudo, ambivalente. Por um lado, é percebida como a principal ferramenta que garante a liquidez diária e a própria sobrevivência da operação; por outro, introduz níveis de incerteza, vulnerabilidade e endividamento que não existiam no modelo de negócio anterior, como será explorado mais adiante.

Ao serem questionados sobre o impacto da antecipação na liquidez da empresa, a resposta da Gestora S foi imediata e enfática, enquadrando a prática não como uma opção estratégica ou uma otimização financeira, mas como uma condição de sobrevivência operacional. A gestora afirma categoricamente: "É, hoje essa antecipação ela é necessária para a gente". Esta afirmação, vinda

¹ A Selic é a taxa básica de juros da economia brasileira, servindo como referência para as demais taxas de mercado e como principal instrumento de política monetária para o controlo da inflação (Banco Central do Brasil, 2024). A sua função na economia brasileira é análoga à das taxas de referência definidas pelo Banco Central Europeu (BCE) para a Zona Euro.

da Diretora Financeira, estabelece desde logo o tom da análise: a antecipação é uma prática compulsória e não opcional.

A justificação para esta dependência crítica reside no desfasamento estrutural do fluxo de caixa da empresa, criado pelo próprio modelo de remuneração do setor. A comissão à vista recebida dos bancos, o *flat*, é estruturalmente insuficiente para cobrir a totalidade das saídas de caixa da empresa. A Gestora S detalha as duas frentes de despesa que tornam o *flat* insuficiente: os custos operacionais internos e o repasse de comissões aos parceiros externos.

Na sua fala, a gestora descreve a função vital da antecipação para a cobertura dos custos internos: "...para a gente poder assumir todos os nossos custos fixos, folha de pagamento...". Esta declaração é central, pois demonstra que o *core business* da empresa não seria capaz de se sustentar apenas com os recebimentos imediatos.

Adicionalmente, a empresa atua como uma intermediária que precisa de se manter competitiva, não só pagando os seus custos internos, mas também remunerando os seus parceiros (os correspondentes bancários na ponta). A gestora explica que a antecipação é o que permite "...até repassar para o parceiro uma comissão de acordo com o que o mercado paga lá fora, a gente depende dessa antecipação".

Esta perceção é reforçada em outro momento da entrevista, onde a gestora sublinha o papel vital da antecipação na manutenção de todo o ecossistema de negócio:

"Ou seja, ela ajuda na nossa liquidez, porque só com o que a gente recebe, que é o flat (a vista), a gente não conseguiria manter nossos custos fixos e nem conseguir repassar para o parceiro uma comissão que fosse suficiente para ele sobreviver lá na ponta, que hoje os nossos clientes são nossos parceiros."

A análise desta afirmação demonstra que o desfasamento de caixa é duplo. A empresa não só precisa de caixa para a sua própria estrutura (custos fixos), como atua como um intermediário financeiro que paga aos seus parceiros à vista, utilizando um recurso (o diferido) que só receberá no futuro. A antecipação é, portanto, a ponte financeira que torna este modelo de negócio viável.

A conclusão da Gestora S sobre este ponto é final e demonstra a gravidade da dependência, validando a importância do tema deste estudo: "A gente com certeza depende dessa antecipação. [...] Se não só com o *flat*, que é a comissão à vista, realmente seria inviável a gente manter uma saúde financeira da empresa".

Assim, a perceção unânime dos gestores é que a antecipação é o pilar que sustenta a liquidez diária, permitindo à empresa "suprir o nosso caixa semanalmente" e, em última análise, garantir a sua própria viabilidade operacional.

Este sentido de dependência existencial é agravado por uma segunda perceção partilhada por ambos os gestores: a enorme dificuldade de gestão e a incerteza introduzidas pelo novo modelo de negócio. A antecipação resolve o problema imediato de liquidez, mas ao custo de tornar o planeamento financeiro futuro significativamente mais complexo e vulnerável.

Ao serem questionados sobre as dificuldades geradas pela antecipação, os gestores foram unânimes em contrastar a previsibilidade do modelo pré 2014 com a instabilidade do modelo atual. A Gestora S descreve o cenário anterior como um ambiente de gestão de caixa muito mais simples e direto:

"É, eu acho que antes de entrar o diferido [...] você conseguia fazer uma conta mais exata, porque você recebia uma comissão total de, por exemplo, 10%, e você repassava um valor 'x' para o parceiro, e o que sobrava era para o caixa da empresa, para seus custos fixos e para o para rentabilidade da empresa."

Esta clareza ("conta mais exata") desapareceu com a introdução do comissionamento diferido. A gestora afirma que o novo modelo "mudou muito" e introduziu um fator de risco que domina a sua análise: a vulnerabilidade. A carteira de recebíveis futuros (o diferido), que serve de lastro para as antecipações, não é um ativo estável. Nas palavras da Gestora S, este diferido "ele é muito vulnerável".

A vulnerabilidade reside no facto do recebimento futuro não ser garantido. O mercado de crédito consignado é descrito como altamente dinâmico, onde os contratos que geram o diferido podem ser terminados a qualquer momento, cessando o fluxo de receita esperado. A gestora S explica:

"À medida que aquele contrato, algum contrato, ele é portado, ele é quitado, eu paro de receber aquele diferido. [...] Então a gente tem que estar sempre fazendo contratos novos para estar repondo essas perdas, porque essas perdas elas acontecem diariamente. Então o mercado trabalha muito com portabilidade, com refinanciamento, às vezes até com a própria quitação do contrato..."

Esta constante erosão da carteira de diferidos ("perdas que acontecem diariamente") quebra a capacidade de previsão da tesouraria. A gestão deixa de ter controlo sobre o seu principal ativo de caixa futuro, tornando o planeamento uma tarefa imprecisa. A Gestora S confessa esta dificuldade: "Então eu não consigo mensurar se o mesmo contrato que eu recebi no mês anterior do diferido, se esse mês eu vou receber. [...] a gente não consegue fazer isso muito precisamente".

O Gestor E corrobora esta visão de forma contundente, afirmando que "o cenário [...] piorou. A gente tinha no cenário de 2014, um cenário de um financeiro mais fácil de gerir. Depois disso, esse cenário complicou um pouco mais". A complexidade, segundo ele, não afetou apenas as promotoras, mas todo o ecossistema financeiro. A mudança regulatória de 2014, que obrigou os bancos a provisionar o *flat* à vista, "impactava no caixa dele" (do banco).

Isto levou à saída de bancos mais pequenos do mercado, que "não conseguiram permanecer depois de 2014, porque nem todo banco tinha os 6% à vista". Esta contextualização é importante, pois demonstra que a vulnerabilidade e a complexidade na gestão do fluxo de caixa não são uma característica exclusiva da empresa estudada, mas sim uma consequência estrutural imposta a todo o setor após as mudanças regulatórias.

Esta complexidade e vulnerabilidade na gestão dos recebíveis futuros não foram as únicas consequências da mudança regulatória de 2014. A análise das entrevistas demonstra que a

consequência mais profunda da antecipação foi a alteração fundamental do perfil financeiro da empresa: a introdução do endividamento como uma componente estrutural e permanente da operação.

O Gestor E é explícito ao caracterizar o impacto da antecipação, não como uma simples operação de caixa, mas como o início de uma dívida. Ao discutir o cenário pós 2014, ele afirma de forma contundente: "E para a promotora, ela [a antecipação] trouxe um endividamento, um endividamento que não existia antes".

Esta percepção de "endividamento" é central para a análise. Antes desta prática, a relação financeira era linear: a empresa produzia, recebia a sua comissão integral (mesmo que com um pequeno diferimento) e geria o seu caixa. O Gestor E descreve a simplicidade do modelo anterior: "Quer dizer, eu produzia, fazia o contrato e não devia nada".

A introdução da antecipação como mecanismo de mercado quebrou esta lógica. Para manter a competitividade e pagar aos seus parceiros à vista (como discutido na secção 3.1.2), a empresa foi forçada a adotar um modelo onde, na prática, contrai um empréstimo (a antecipação) usando como garantia um recebível futuro e incerto (o diferido). O Gestor E resume esta mudança drástica: "Aqui eu passei a dever".

É crucial notar que esta não foi uma decisão estratégica de alavancagem financeira, mas sim uma imposição do mercado, conforme reforça o gestor: "...e fui obrigado a fazer isso, porque a condição comercial me obrigava, para permanecer com esses parceiros, não tinha como não antecipar".

A gestão da empresa, confrontada com esta nova realidade de endividamento compulsório, focou-se em minimizar os seus efeitos. O Gestor E menciona que a estratégia adotada foi "...tentar administrar isso da melhor forma e ter a menor antecipação possível, concentrando-se em um banco só para ter uma gestão melhor de antecipação".

Ainda assim, a percepção de que "existe essa dívida" é um fator que afeta diretamente na gestão. A empresa passou de um modelo de simples gestão de fluxo de caixa para um modelo de gestão de dívida de curto prazo, onde "a gente tem que continuar produzindo [...] para acabar com este endividamento ao longo desse tempo". Esta nova realidade levanta questões diretas sobre a solvência da empresa a longo prazo, dado que o ativo que garante esta dívida (o diferido) é, como visto, "muito vulnerável".

Esta nova realidade de endividamento estrutural, aliada à vulnerabilidade dos recebíveis que o garantem, levanta uma questão central sobre a saúde financeira da empresa a longo prazo. Consequentemente, foi questionado aos gestores se esta prática de antecipação alguma vez levou a empresa a ter problemas de solvência, ou seja, dificuldades em honrar os seus pagamentos e obrigações futuras.

A resposta do Gestor E a esta questão é reveladora da estratégia de gestão adotada. Ele inicia por reconhecer a dificuldade inerente ao modelo: "A gestão não foi fácil". No entanto, afirma de seguida que, apesar dos desafios, "Hoje nós não temos problemas [de solvência] justamente por esse controle de não antecipar nos demais bancos".

Esta afirmação demonstra que a primeira linha de defesa da solvência da empresa é o controlo rigoroso da própria prática de antecipação. A estratégia, como já mencionado, foca-se em centralizar a operação num único banco e, crucialmente, garantir que o volume de recebíveis futuros permaneça sempre superior à dívida contraída. O Gestor E confirma esta política de controlo de risco: "...então hoje a gente tem um recebível muito maior do que o nosso valor a ser pago de dívida".

Contudo, a principal estratégia que permitiu à empresa manter a solvência, mesmo num cenário de endividamento compulsório, foi uma reestruturação interna focada na austeridade e na redução drástica de custos fixos. O Gestor E detalha o conjunto de medidas de gestão que foram implementadas como contraponto ao aumento do risco financeiro:

"...termos reduzido nossos custos, reduzido o número de funcionários, reduzimos a gestão, reduzimos alugueis, nós conduzimos uma empresa de um custo fixo muito baixo, investindo muito em tecnologia, em sistema para ter esse custo baixo. Investimos em pessoas de um custo baixo, em uma gestão de retiradas (dinheiro) programada para não impactar o caixa. Então toda a gestão da empresa foi reduzir custos e trabalhar dentro de um cenário que não impactasse isso."

Esta passagem é fundamental para a análise, pois demonstra que a empresa compreendeu que a introdução da antecipação (uma nova despesa financeira e um novo risco) exigia uma contrapartida na sua estrutura operacional. A organização compensou o "endividamento que não existia antes" através da criação de uma operação de "custo fixo muito baixo", suportada por investimentos em "tecnologia, em sistema".

Finalmente, o gestor menciona uma terceira alavanca para a gestão da solvência: a diminuição da dependência da própria antecipação. O crescimento da carteira de diferidos em bancos onde a empresa não antecipa, funciona como um "colchão" de liquidez: "Como o diferimento nos demais bancos foi crescendo, então a minha dependência hoje por antecipação é muito pequena...".

A percepção dos gestores de que a antecipação de comissões é indispensável para garantir a liquidez imediata da empresa encontra respaldo na literatura internacional que analisa modelos de financiamento assentes em fluxos de caixa futuros. O estudo de Evans et al. (2023), ao analisar mecanismos de "*deduction lending*", evidencia que estruturas baseadas em retenções futuras reduzem o risco de incumprimento, mas tendem a criar uma dependência estrutural de liquidez no presente, sobretudo em organizações com margens operacionais reduzidas.

De forma complementar, o relatório do *European Systemic Risk Board* (ESRB, 2025) destaca que entidades financeiras não bancárias que recorrem sistematicamente à antecipação de fluxos futuros estão particularmente expostas a riscos de liquidez e de alavancagem, especialmente em contextos de volatilidade económica. Neste sentido, os resultados qualitativos deste estudo alinham-se com a evidência internacional ao demonstrar que, embora a antecipação de comissões assegure a continuidade operacional no curto prazo, ela introduz fragilidades estruturais na solvência da empresa a médio e longo prazo.

Em suma, a percepção dos gestores é que a antecipação de comissões, embora seja uma dívida, não conduziu a problemas de solvência. Isto não ocorreu por acaso, mas sim como resultado de uma gestão ativa e deliberada, focada em três pilares: controlo rigoroso do volume antecipado, uma drástica redução dos custos operacionais e a diversificação dos recebíveis não antecipados.

3.1.4 Estratégias de mitigação de riscos e alternativas

A análise das entrevistas demonstrou que a gestão da empresa, além de implementar medidas de controlo de custos para garantir a solvência (como discutido em 3.1.3), adota estratégias deliberadas focadas especificamente em mitigar os riscos inerentes à própria prática da antecipação de comissões. Estas estratégias dividem-se em dois níveis: o controlo operacional do risco imediato e a mitigação estratégica do risco de longo prazo através da diversificação.

A principal estratégia de mitigação do risco operacional, destacada por ambos os gestores, é a decisão de centralizar a totalidade das operações de antecipação. A Gestora S é enfática ao afirmar: "A gente antecipa só em um banco". Esta política é um pilar da gestão de risco da empresa, como a gestora reforça: "...ela [a empresa] preza muito em antecipar em apenas um banco, mesmo que a gente tenha linhas de crédito nos outros bancos, a gente não trabalha com isso".

A justificação para esta centralização é dupla: a melhoria do controlo de gestão e a conseqüente diminuição do risco financeiro. Ao centralizar, a empresa evita a dispersão da dívida e a complexidade de gerir múltiplos contratos e credores, o que poderia facilmente levar à perda de controlo. A Gestora S resume a lógica desta política: "A gente faz esse controle muito de perto. [...] Com isso a gente consegue diminuir os nossos riscos. [...] Então isso com certeza diminui muito nosso risco lá na frente".

Esta estratégia de centralização é complementada por um controlo rigoroso sobre a causa da antecipação: o valor da comissão paga aos parceiros. A empresa evita a "antecipação exagerada" através de uma "precificação dentro da nossa realidade". Ou seja, a empresa opta por não entrar em guerras de preços (comissões) no mercado que a forçariam a antecipar volumes insustentáveis. A gestão prefere trabalhar "dentro de uma realidade", fazendo "uma comissão bem realista", o que, por sua vez, permite a viabilidade da estratégia de antecipar "apenas em um banco".

Paralelamente ao controlo na origem (precificação) e na operação (centralização), a empresa implementou um sistema de monitorização contínua e detalhada desta dívida. A gestão da antecipação não é uma tarefa secundária do departamento financeiro; pelo contrário, é uma função dedicada. Nas palavras da Gestora S: "Temos uma pessoa do setor financeiro específica para isso, porque a gente monitora isso mensalmente".

Este processo de monitorização é metódico e baseia-se nos relatórios fornecidos pelo próprio banco parceiro: "Nós recebemos do banco um relatório no qual vêm todas as nossas parcelas em aberto com aquela data de vencimento". O acompanhamento da Gestora S é próximo, verificando os débitos automáticos em conta corrente. O objetivo desta vigilância é claro: "A gente tenta manter um controle bem próximo e detalhado, para que consigamos agir de maneira rápida caso seja necessário". Esta abordagem proativa garante que a gestão não seja surpreendida por desvios,

mantendo o controle sobre a dívida que, como visto, é percebida como um dos maiores riscos do negócio.

Para além deste controle operacional rigoroso, a análise da entrevista revelou uma segunda camada de mitigação, de natureza muito mais estratégica e de longo prazo: a diversificação deliberada do *portfolio* de produtos da empresa para reduzir a dependência do modelo de antecipação.

O Gestor E introduziu esta estratégia como uma decisão proativa tomada pela empresa nos últimos quatro anos, focada no "consignado que não existia, que é o consignado FGTS²". A empresa "apostou nesse produto", não simplesmente como uma nova fonte de receita, mas especificamente como uma ferramenta de gestão de risco financeiro. A razão fundamental para esta aposta estratégica reside na natureza do fluxo de recebíveis (o diferido) gerado por este produto. Ao contrário do crédito consignado tradicional (INSS ou servidores públicos), cuja principal vulnerabilidade é a "portabilidade" ou "quitação" do contrato, o diferido do FGTS oferece um nível de segurança muito maior. O Gestor E detalha as características que o tornam um ativo de baixo risco:

"Porque é um produto que não tem portabilidade, é o produto que mesmo que a pessoa venha a falecer, a reserva lá do pagamento da dívida já está reservada ao banco, então é um diferimento e um valor que você tem certeza de que vai receber."

Esta "certeza de que vai receber" é o ponto central da estratégia. O gestor contrasta diretamente esta segurança com a incerteza do modelo de negócio anterior, que ele descreve como tendo "perda durante o contrato e a incerteza de receber na sua totalidade". No produto FGTS, "Você tem a certeza de que vai receber o diferimento como um todo".

A implementação desta estratégia teve um impacto transformador na saúde financeira da empresa. Ao construir uma carteira de recebíveis de alta previsibilidade e baixo risco, a empresa conseguiu gerar um fluxo de caixa mais estável. O Gestor E é explícito sobre os resultados positivos desta diversificação: "Então nós apostamos nesse produto porque nos trouxe um diferimento muito maior, um caixa muito melhor".

Este "caixa muito melhor", gerado por um diferido seguro, permitiu à empresa atacar diretamente o "endividamento que não existia antes", que tanto a pressionava. O resultado foi uma desalavancagem ativa: "Isso equalizou o caixa da empresa com diferimento maior e nos possibilitou quitar a dívida nos outros produtos, nos outros consignados".

Portanto, a diversificação para o produto FGTS foi uma decisão estratégica fundamental. Funcionou como uma proteção contra a volatilidade do diferido tradicional, criando um fluxo de receita garantido que permitiu à empresa não só estabilizar o seu caixa, mas também reduzir ativamente a sua

² O Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) funciona como uma poupança compulsória destinada a proteger o trabalhador brasileiro em caso de demissão sem justa causa. O fundo é constituído por depósitos mensais realizados pelos empregadores (equivalentes a 8% do salário) em contas abertas na Caixa Econômica Federal em nome dos empregados (Caixa Econômica Federal, 2024). Além da proteção no desemprego, os recursos podem ser utilizados para financiamento habitacional ou na aposentadoria.

dependência do ciclo de antecipações. A empresa continua a investir nesta linha, participando agora de uma *fintech* focada neste produto, justamente pela sua segurança e por ser "um processo digital". Finalmente, a análise das entrevistas identificou um terceiro nível de estratégia, focado não apenas em mitigar os riscos do modelo atual, mas em criar ativamente alternativas de longo prazo que possam substituí-lo.

Ao serem questionados sobre quais alternativas à antecipação de comissões eram consideradas, os gestores indicaram que a empresa está a diversificar o seu capital para além da operação de crédito consignado tradicional, investindo em novos modelos de negócio financeiros. O Gestor E descreve uma destas estratégias: "O que a gente está fazendo hoje é participar de fundos".

Esta participação não é um mero investimento de tesouraria, mas uma aplicação estratégica que visa obter uma rentabilidade superior. O gestor menciona que "...hoje um fundo rende mais ou menos em torno de 200% do CDI³", e explica a lógica por detrás desta aplicação: "É como se eu pegasse parte do meu dinheiro e aplicasse, rendendo o dobro de um investimento, de qualquer aplicação que eu venha a fazer, então a gente está investindo nisso para trazer uma rentabilidade melhor para a empresa".

O objetivo deste investimento é criar uma nova fonte de receita que possa servir como um "caixa extra" e ajudar na "equalização para o pagamento das dívidas futuras". Esta estratégia demonstra uma visão de longo prazo para fortalecer o balanço da empresa, utilizando os lucros da operação atual para construir um "colchão" financeiro (uma reserva) independente do ciclo de antecipações.

Esta visão de futuro está intimamente ligada à participação da empresa numa *fintech*, focada no produto de FGTS (como mencionado na secção anterior). O Gestor E destaca que o modelo de negócio desta *fintech* é atrativo precisamente "por não existir antecipação". Ao não depender da antecipação, a *fintech* "se torna competitiva perante as demais grandes instituições financeiras".

Em suma, a estratégia de mitigação de risco da empresa é multifacetada. No curto prazo, assenta num controlo operacional rigoroso (centralização e monitorização). No médio prazo, baseia-se na diversificação para produtos de menor risco (FGTS), que ajudam a estabilizar o caixa e a reduzir a dívida. E, no longo prazo, a empresa procura ativamente construir alternativas ao modelo de antecipação, investindo em fundos e *fintechs* que geram fluxos de receita independentes, visando quebrar o ciclo de endividamento e dependência que caracteriza o seu mercado atual.

3.2 Análise dos Dados Quantitativos

Concluída a análise qualitativa (secção 3.1), que aprofundou as perceções, motivações e estratégias da gestão (o "como" e o "porquê"), esta secção foca-se na apresentação e análise dos dados quantitativos. O objetivo é mensurar, de forma objetiva, o impacto da antecipação de comissões na

³ O Certificado de Depósito Interbancário (CDI) é um título de emissão privada utilizado para empréstimos de curtíssimo prazo entre instituições financeiras. A taxa média diária dessas operações (conhecida como Taxa DI) é calculada pela B3 e serve como o principal índice de referência (*benchmark*) para a rentabilidade dos investimentos de renda fixa privada no Brasil (B3, 2025). O seu papel no mercado é análogo ao das taxas interbancárias europeias, como a Euribor.

saúde financeira da empresa (o "o quê" e o "quanto"), complementando e validando os resultados das entrevistas.

A análise que se segue foi realizada com base nos dados financeiros históricos da empresa para o período de 2021 a 2023. O tratamento dos dados e o cálculo dos indicadores (Cenário Real e Simulado) foram efetuados com o auxílio do *Microsoft Excel*®, enquanto a análise correlacional foi processada no *software* SPSS, conforme descrito na metodologia.

3.2.1 Análise descritiva (cenário real)

A análise da situação financeira real da empresa baseia-se nos dados financeiros compilados para o período de 2021 a 2023. Para garantir a confidencialidade da organização, os valores absolutos extraídos dos relatórios financeiros foram multiplicados por um fator constante de anonimização. Esta operação, embora altere o valor absoluto dos números, preserva integralmente as proporções e as relações entre as contas. Desta forma, a validade de todos os indicadores, raios e análises subsequentes está assegurada, pois a estrutura financeira da empresa mantém-se inalterada.

A Tabela 1 apresenta esta compilação de dados anonimizados.

Tabela 1: Compilação de Dados Financeiros Anuais (2021-2023), valores em Real (R\$).

Ano	2021	2022	2023
Balanco Patrimonial			
Ativo Circulante	60.691.825,00	18.074.477,91	22.609.670,83
Passivo Circulante	59.910.094,71	14.291.263,52	22.652.473,58
Ativo Total	76.935.686,40	35.980.342,19	41.283.897,37
Passivo Total	104.209.167,34	71.755.071,78	74.086.850,77
Capital Próprio (PL)	-27.273.480,95	-35.774.729,59	-32.802.953,41
Disponível	-665.818,90	-8.960.036,47	-10.445.249,92
Demonstração de Resultados			
Receita Líquida	81.001.111,88	129.952.207,74	129.711.565,86
Lucro Líquido	-320.147,97	-8.453.948,69	5.642.256,95
EBIT (LAJIR)	2.929,02	-8.092.611,90	6.922.635,46
Despesas c/ Juros (Antecipação)	20.992,43	2.982,02	1.764.216,50
Dados da Antecipação			
Valor Adiantado	3.116.424,83	25.075.703,72	11.033.575,66

Nota: Tabela feita com base nos dados financeiros internos da empresa. Os valores absolutos foram multiplicados por um fator constante para garantir a confidencialidade da organização.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Uma análise preliminar à estrutura patrimonial evidenciada na Tabela 1 revela uma característica crítica da situação financeira da empresa: a existência de um Capital Próprio negativo em todos os anos analisados (ex: em 2022, o valor ascende a R\$ -35.774.729,59). Esta situação configura um estado de "Passivo a Descoberto", indicando que o valor total das obrigações excede o valor total dos ativos. Esta classificação encontra-se alinhada com os preceitos da NBC TG 26 (R5) e com as orientações técnicas do Conselho Federal de Contabilidade, que validam o uso desta denominação para representar de forma fidedigna a posição patrimonial deficitária de uma entidade (Conselho Federal de Contabilidade [CFC], 2017; CFC, s.d.). Esta condição estrutural de insolvência sugere que a operação tem sido financiada exclusivamente por capital de terceiros, acumulando prejuízos

de exercícios anteriores que consumiram a totalidade do capital social. Este desequilíbrio estrutural é o pano de fundo essencial para a interpretação dos indicadores financeiros que se seguem.

A partir desta base de dados (Tabela 1), foram calculados os indicadores financeiros (reais) da empresa, selecionados na metodologia. A Tabela 2 apresenta a compilação destes indicadores, que serão analisados detalhadamente de seguida.

Tabela 2: Indicadores Financeiros do Cenário Real (2021-2023).

Ano	2021	2022	2023
Liquidez Corrente	1,0130	1,2647	0,9981
Liquidez Imediata	0,0000	0,0000	0,0000
Margem Líquida	-0,0040	-0,0651	0,0435
Retorno sobre o Ativo (ROA)	-0,0042	-0,2350	0,1367
Retorno sobre o Capital Próprio (ROE)	0,0117	0,2363	-0,1720
Endividamento Geral (EG)	1,3545	1,9943	1,7946
Cobertura de Juros	0,1395	-2713,8060	3,9239
Intensidade de Antecipação (IIA)	0,0385	0,1930	0,0851

Nota: ROE - Retorno sobre o Capital próprio - apresenta valores distorcidos devido ao Capital Próprio negativo no período, como será discutido na análise. Os dados são apresentados em formato decimal.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A análise dos indicadores financeiros reais (Tabela 2), calculados a partir dos dados compilados (Tabela 1), revela um quadro complexo da saúde financeira da empresa, marcado por uma gestão de liquidez no limite, rentabilidade volátil e endividamento estrutural.

O primeiro grupo de indicadores, focado na liquidez, expõe a situação de tesouraria da empresa. A Liquidez Corrente (LC), que mede a capacidade de a empresa cobrir as suas obrigações de curto prazo com os seus ativos de curto prazo, apresenta valores muito próximos do limiar de equilíbrio: 1,01 (2021), 1,26 (2022) e 1,00 (2023). A literatura, como Gitman e Zutter (2015), sugere que um rácio superior a 1 indica que a empresa possui recursos suficientes para liquidar as suas dívidas de curto prazo. Um indicador de 1,00 (como em 2023) significa que, para cada R\$ 1,00 de dívida a vencer no curto prazo, a empresa possuía exatamente R\$ 1,00 de ativos circulantes. Embora o ano de 2022 (1,26) mostre uma ligeira folga, a tendência geral aponta para uma gestão de capital de circulante ou de giro "justa", sem margens de segurança significativas.

Contudo, a análise da Liquidez Imediata (LI) revela a verdadeira natureza da gestão de caixa da empresa. Este indicador é considerado mais conservador, pois mede a capacidade de pagamento imediato usando apenas os recursos mais líquidos (Disponível) (Iudícibus et al., 2018). Um cálculo bruto, dividindo o "Disponível" negativo (Tabela 1) pelo "Passivo Circulante", resultaria em valores negativos (ex: -0,011 para 2021; -0,627 para 2022; -0,461 para 2023). Estes números, no entanto, carecem de interpretação financeira, já que um indicador de liquidez não pode ser negativo, visto não ser possível pagar dívidas com um ativo negativo.

O saldo "Disponível" negativo (Tabela 1) representa, contabilisticamente, um descoberto bancário (*overdraft*). Para fins de análise financeira, os descobertos bancários são tratados como uma componente do capital circulante ou de giro ao lado das "contas a pagar", ou seja, como um Passivo Circulante (ACCA, 2024; Assaf Neto, 2020; Marion, 2018). Desta forma, o tratamento analiticamente

correto para o cálculo do indicador é considerar o "Disponível" (numerador) como zero e reclassificar o valor do descoberto para o "Passivo Circulante" (denominador). O resultado deste cálculo é, para todos os efeitos práticos, 0,00, que é o valor apresentado na Tabela 2.

Este indicador de 0,00 não significa, contudo, que a empresa não tivesse dinheiro para operar. Como a análise qualitativa demonstrou, a empresa recebe os adiantamentos de pagamento semanais que lhe permitem operar. O que o indicador 0,00 demonstra é a mecânica desta operação: a empresa opera com a sua conta de Disponível cronicamente negativa, e a liquidez "real" provém de uma operação financeira (a antecipação) que não está refletida positivamente nesta conta específica. Este resultado quantitativo corrobora de forma direta as afirmações dos gestores (Secção 3.1.3) de que a operação seria "inviável" apenas com o valor recebido à vista (o que explica o Disponível negativo), evidenciando uma dependência do mecanismo de antecipação para manter a operação diária.

A análise da estrutura de capital, evidenciada pelos indicadores de endividamento, confirma e quantifica a situação de fragilidade financeira diagnosticada no balanço patrimonial. O indicador de Endividamento Geral (EG) apresenta valores consistentemente superiores a 100% ao longo de todo o período analisado: 135,45% em 2021, atingindo um pico de 199,43% em 2022, e recuando ligeiramente para 179,46% em 2023.

Segundo a literatura financeira, este indicador mede a proporção dos ativos totais que é financiada pelos credores da empresa (Gitman & Zutter, 2015). Um valor superior a 100% (ou 1,0) é a expressão matemática da insolvência técnica ou "Passivo a Descoberto": significa que as dívidas totais da empresa (Passivo) são superiores à soma de todos os seus bens e direitos (Ativo). Na prática, isto indica que a operação é financiada integralmente por capital de terceiros, não existindo capital próprio positivo a sustentar a estrutura de ativos (Assaf Neto, 2020). O agravamento observado em 2022 (quase 200%) sugere um período de elevado *stress* financeiro, onde as obrigações chegaram a ser o dobro dos ativos, corroborando a percepção de risco mencionada pelos gestores.

A capacidade da empresa de servir esta dívida é avaliada pelo rácio de Cobertura de Juros. Este indicador mede a capacidade da empresa de pagar as suas despesas financeiras contratuais (juros) com o seu lucro operacional (EBIT) (Gitman & Zutter, 2015). Os resultados mostram uma volatilidade extrema e preocupante.

Em 2021, o rácio foi de apenas 0,14, indicando que o lucro operacional foi insuficiente para cobrir sequer 15% das despesas de juros, exigindo o consumo de caixa ou novo endividamento para honrar os pagamentos. A situação deteriorou-se em 2022, com um rácio negativo de -2.713,81, resultante de um prejuízo operacional (EBIT negativo). No entanto, observa-se uma recuperação significativa em 2023, com o rácio a subir para 3,92, sugerindo que, nesse ano, a empresa gerou lucro operacional suficiente para cobrir as despesas de juros quase quatro vezes. Esta recuperação aponta para uma melhoria na eficiência operacional ou uma redução no custo da dívida, mas o histórico de 2021 e 2022 evidencia a elevada exposição da empresa ao risco financeiro.

O terceiro eixo de análise incide sobre a capacidade da empresa de gerar resultados a partir das suas vendas e dos seus ativos. A Margem Líquida, que evidencia a percentagem de cada unidade monetária de venda que resta após a dedução de todos os custos e despesas (Braga, 2009), demonstra um desempenho operacional pressionado pelos custos financeiros. A empresa operou com margens negativas em 2021 (-0,40%) e, mais acentuadamente, em 2022 (-6,51%). Este resultado negativo em 2022 coincide com o pico do endividamento e da antecipação, sugerindo que o custo da dívida consumiu a totalidade do lucro operacional. Contudo, em 2023, regista-se uma recuperação notável para uma margem positiva de 4,35%. Esta inversão de tendência alinha-se com as declarações dos gestores na análise qualitativa sobre o esforço de "redução de custos" e "investimento em tecnologia" para recuperar a eficiência.

O Retorno sobre o Ativo (ROA) segue uma trajetória semelhante. Este indicador, que mede a eficiência global da gestão na geração de lucros com os ativos disponíveis (Iudícibus et al., 2018), atingiu um mínimo crítico de -23,50% em 2022. Isto significa que, nesse ano, a operação consumiu valor equivalente a quase um quarto do total dos seus ativos. A recuperação para 13,67% em 2023 é um sinal positivo de reestruturação operacional, indicando que a empresa voltou a ser capaz de gerar riqueza com a sua base de ativos.

Por fim, a análise do Retorno sobre o Capital Próprio (ROE) exige uma interpretação cautelosa devido à estrutura de capital da empresa. Matematicamente, os valores calculados para 2021 (1,17%) e 2022 (23,63%) são positivos. No entanto, estes números são analiticamente enganadores. Como o Capital Próprio é negativo (Passivo a Descoberto) em todo o período, o ROE positivo em 2022 resulta da divisão de um Resultado Líquido negativo (Prejuízo) por um Capital Próprio negativo.

Segundo a literatura de análise financeira, a utilização de rácios padrão em situações de património líquido negativo pode levar a aberrações matemáticas que distorcem a realidade económica (Matarazzo, 2010). A divisão de dois números negativos resulta num indicador positivo, o que poderia levar a uma interpretação errónea de criação de valor num cenário que é, na realidade, de insolvência e prejuízo (Sun Research, 2022). Da mesma forma, em 2023, o ROE apresenta-se negativo (-17,20%) num ano em que a empresa obteve lucro, invertendo a lógica do indicador. Portanto, para evitar diagnósticos enviesados, este indicador não deve ser considerado para avaliar a *performance* da gestão nestes exercícios.

Por último, a análise foca-se no indicador específico desenvolvido para este estudo: o Índice de Intensidade de Antecipação (IIA). Este rácio mensura o grau de dependência da empresa face à antecipação de receitas futuras, relativizando o volume antecipado em função da receita líquida gerada no período.

A evolução do IIA revela um comportamento não linear, mas altamente elucidativo sobre a dinâmica financeira da empresa. Em 2021, o índice situava-se num nível moderado de 3,85%. No entanto, em 2022, observa-se um aumento abrupto e significativo para 19,30%. Este pico indica que, nesse ano, o volume de comissões antecipadas representou quase um quinto de toda a receita líquida da empresa.

É crucial notar que este aumento drástico na intensidade da antecipação em 2022 coincide temporalmente com a deterioração de todos os outros indicadores de saúde financeira analisados anteriormente: foi o ano do maior Endividamento Geral (199,43%), da pior Margem Líquida (-6,51%) e do menor ROA (-23,50%). Esta simultaneidade sugere uma forte relação entre o recurso intensivo a este mecanismo de financiamento e o agravamento do risco e da rentabilidade da empresa.

Em 2023, o indicador recuou para 8,51%. Embora ainda seja superior ao nível de 2021, esta redução reflete uma diminuição da dependência relativa da antecipação. Este movimento de descida alinha-se com as estratégias de mitigação descritas pelos gestores na análise qualitativa, nomeadamente o esforço para "antecipar o mínimo possível" e a aposta em produtos com fluxos de caixa mais estáveis (como o consignado FGTS), que permitem reduzir a necessidade de alavancagem sobre as comissões futuras.

Em suma, a análise conjunta dos indicadores financeiros deve ser interpretada à luz do enquadramento setorial. A compressão da margem líquida observada, reflexo do volume de encargos financeiros assumidos para garantir a liquidez, encontra paralelo na realidade monitorizada pelo Banco de Portugal (2021). No seu relatório, o regulador destaca que a sustentabilidade dos intermediários de crédito depende do equilíbrio entre a originação de crédito e a eficiência da sua estrutura de capitais. Os dados desta empresa corroboram essa visão, evidenciando que, embora a antecipação potencialize o fluxo de caixa imediato, os descontos financeiros a ela associados acabam por limitar a conversão desse volume financeiro em rentabilidade líquida final.

3.2.2 Análise contrafactual (cenário simulado)

Uma vez diagnosticada a situação real da empresa, caracterizada por uma gestão de liquidez no limite e um endividamento estrutural, impõe-se a questão central desta investigação: até que ponto estes indicadores são o resultado da operação normal do negócio ou consequência direta da prática de antecipação? Para responder a esta questão e isolar o efeito desta variável, procedeu-se a uma análise contrafactual.

Foi construído um cenário simulado, no qual se projetou a situação financeira da empresa na hipótese de não ter realizado qualquer antecipação de comissões no período analisado. Este cenário representa a "saúde financeira orgânica" da organização, desconsiderando os efeitos da alavancagem de curto prazo.

Para a construção deste cenário, foram aplicados ajustes metodológicos aos dados brutos apresentados na secção anterior, revertendo a mecânica contabilística da operação de antecipação, como se seguem: na DRE, as Despesas com Juros da antecipação foram removidas, ajustando o Lucro Líquido Simulado; no BP, o Valor Adiantado foi subtraído do Passivo Total Simulado (revertendo a dívida) e do Ativo Total Simulado (revertendo o caixa); o Capital Próprio Simulado e o Ativo Total Simulado foram ajustados positivamente pelo valor das Despesas com Juros que deixaram de ser pagas.

A Tabela 3 apresenta os valores das contas de BP e DRE apurados nesse cenário simulado, permitindo a comparação com o cenário real apresentado na Tabela 1.

Tabela 3: Compilação de Dados Financeiros Anuais no Cenário Simulado (2021-2023), valores em Real (R\$).

Ano	2021	2022	2023
Balanco Patrimonial			
Ativo Circulante	57.596.392,60	-7.001.225,81	13.340.311,67
Passivo Circulante	56.793.669,88	-10.784.440,20	11.618.897,92
Ativo Total	73.840.253,00	10.907.620,49	32.014.538,21
Passivo Total	101.092.742,51	46.679.368,06	63.053.275,11
Capital Próprio (PL)	-27.252.488,52	-35.771.747,57	-31.038.736,91
Disponível	-3.761.251,30	-34.032.758,17	-19.714.609,08
Demonstração de Resultados			
Receita Líquida	81.001.111,88	129.952.207,74	129.711.565,86
Lucro Líquido	-299.155,54	-8.450.966,67	7.406.473,45
EBIT (LAJIR)	23.921,45	-8.089.629,88	8.686.851,96

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Tabela 4 apresenta os indicadores financeiros recalculados com base nestes novos valores simulados. Estes resultados evidenciam o estado financeiro latente da empresa se esta dependesse exclusivamente do seu fluxo de caixa operacional.

Tabela 4: Indicadores Financeiros do Cenário Simulado (2021-2023).

Ano	2021	2022	2023
Liquidez Corrente	1,0141	0,6492	1,1482
Liquidez Imediata	0,0000	0,0000	0,0000
Margem Líquida	-0,0037	-0,0650	0,0571
Retorno sobre o Ativo (ROA)	-0,0041	-0,7748	0,2313
Retorno sobre o Capital Próprio (ROE)	0,0110	0,2362	-0,2386
Endividamento Geral (EG)	1,3691	4,2795	1,9695
Cobertura de Juros	N.A.	N.A.	N.A.
Intensidade de Antecipação (IIA)	N.A.	N.A.	N.A.

Nota: ROE - Retorno sobre o Capital próprio - apresenta valores distorcidos devido ao Capital Próprio negativo no período. Sem despesas de juros de antecipação, os cálculos da cobertura e da intensidade de antecipação (IIA) não se aplicam. Os dados são apresentados em formato decimal. N.A.: Não Aplicável.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A análise deste cenário hipotético revela resultados extremos que evidenciam a dependência vital da empresa face ao mecanismo de antecipação.

No que tange à Liquidez Imediata, o indicador mantém-se em 0,00 em todos os anos na tabela, por definição metodológica. Contudo, a interpretação neste cenário simulado é dramaticamente diferente. Se no cenário real o "0,00" representava um descoberto bancário gerível, no cenário simulado ele mascara um colapso total de caixa. Um cálculo direto dos valores (dividindo o Disponível Simulado pelo Passivo Circulante) resultaria em rácios negativos: -0,06 em 2021, caindo para 3,15 (positivo, mas resultante de dois negativos) em 2022 devido ao Passivo Circulante também negativo, e -1,69 em 2023. Estes valores teóricos, impossíveis na prática, sinalizam a

incapacidade absoluta de a empresa honrar qualquer pagamento imediato sem o aporte financeiro da antecipação.

O indicador de Endividamento Geral (EG) dispara para níveis insustentáveis, especialmente em 2022 (427,95%). Este agravamento, paradoxal num cenário onde se "eliminou" uma dívida, explica-se pela redução drástica da base de Ativos (denominador) provocada pela retirada do caixa da antecipação. Isto demonstra que a antecipação não só financia o passivo, como "incha" o ativo, mantendo o rácio de endividamento em níveis visualmente mais baixos (efeito de alavancagem).

Relativamente à rentabilidade, o ROE (Retorno sobre o Capital Próprio) apresenta valores calculados de 1,10% (2021), 23,62% (2022) e -23,86% (2023). É fundamental contextualizar estes números: tal como no cenário real, o Capital Próprio Simulado permanece negativo ("Passivo a Descoberto").

Nos anos de 2021 e 2022, o ROE positivo resulta da divisão de dois valores negativos (Prejuízo / PL Negativo), não indicando criação de valor.

Em 2023, observa-se que o ROE simulado (-23,86%) é inferior ao ROE real (-17,20%), apesar de o lucro simulado ser maior (devido à poupança de juros). Isto ocorre porque um lucro maior (positivo) dividido por um PL negativo resulta num indicador matematicamente mais negativo. Este comportamento comprova a distorção do indicador em situações de insolvência, exigindo que a sua leitura seja feita sempre com esta ressalva.

Em relação aos indicadores de Cobertura de Juros e IIA, ambos se tornam inaplicáveis (N.A.), visto a inexistência de despesas e receitas financeiras provindas de antecipação na simulação.

Para quantificar com precisão o impacto isolado da antecipação, a Tabela 5 apresenta o confronto direto entre alguns dos indicadores do Cenário Real e do Cenário Simulado.

Tabela 5: Comparativo de Indicadores: Cenário Real vs. Cenário Simulado (2021-2023).

Ano	2021	2022	2023
Liquidez Corrente			
Real	1,0130	1,2647	0,9981
Simulado	1,0141	0,6492	1,1482
Margem Líquida			
Real	-0,0040	-0,0651	0,0435
Simulado	-0,0037	-0,0650	0,0571
Endividamento Geral			
Real	1,3545	1,9943	1,7946
Simulado	1,3691	4,2795	1,9695

Nota: ROE - Retorno sobre o Capital próprio - apresenta valores distorcidos devido ao Capital Próprio negativo no período. Sem despesas de juros de antecipação, os cálculos da cobertura e da intensidade de antecipação (IIA) não se aplicam. Os dados são apresentados em formato decimal.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A análise comparativa da Liquidez Corrente expõe a fragilidade estrutural que a antecipação procura mascarar. No cenário real, a empresa mantém o indicador consistentemente em níveis de equilíbrio (em torno de 1,0 ou superior), sugerindo solvência de curto prazo (Gitman & Zutter, 2015). No entanto, no cenário simulado de 2022, observa-se um indicador de 0,65 que requer uma

interpretação cuidadosa. Este valor não indica uma liquidez positiva, mas sim uma anomalia matemática: resulta da divisão de um Ativo Circulante Simulado negativo (-7 milhões de reais) por um Passivo Circulante Simulado negativo (-10,7 milhões de reais).

Este resultado é preocupante pois demonstra que o volume de comissões antecipadas (25 milhões de reais) era superior a todo o Ativo Circulante que a empresa possuía. Ou seja, sem a antecipação, a empresa não teria apenas "pouco caixa"; teria um "ativo circulante negativo", uma impossibilidade prática que sinaliza que a operação estaria tecnicamente paralisada, sem recursos sequer para sustentar a operação mais básica. O facto do Passivo Circulante também se tornar negativo na simulação sugere que a dívida de antecipação era tão desproporcional que superava todas as obrigações de curto prazo registadas, evidenciando uma alavancagem agressiva para financiar não só o giro, mas défices estruturais.

Quanto à rentabilidade, a comparação da Margem Líquida quantifica o "preço" pago por essa sobrevivência. Em 2023, a diferença é clara: a margem subiria de 4,35% (Real) para 5,71% (Simulada). Esse ganho de 1,36 pontos percentuais representa o custo financeiro direto da antecipação que deixou de erodir o lucro. Já em 2022, a margem simulada (-6,50%) mantém-se praticamente idêntica à real (-6,51%), o que se explica pelo facto de, nesse ano específico, o custo registado com juros ter sido residual face ao volume da operação, sugerindo uma renegociação ou diferimento dos próprios encargos financeiros.

Por fim, o Endividamento Geral (EG) apresenta o comportamento paradoxal já identificado: ao removermos a dívida da antecipação no cenário simulado, o endividamento aumenta (chegando a 427,95% em 2022). Este fenómeno explica-se pela mecânica da alavancagem e pela redução da base de ativos. A antecipação financia o Ativo (caixa); ao retirá-la, o Ativo Total da empresa diminui, fazendo com que o passivo restante (fornecedores, impostos) represente uma proporção muito maior de uma empresa agora financeiramente "menor". Segundo Matarazzo (2010), este efeito demonstra que a antecipação estava a sustentar artificialmente a dimensão do balanço, e a sua remoção expõe a fragilidade estrutural da solvência da empresa.

A análise contrafactual realizada permite reforçar a distinção, amplamente discutida na literatura, entre desempenho económico e disponibilidade financeira. Os resultados obtidos demonstram que, no cenário simulado sem antecipação, os indicadores de rentabilidade apresentam melhorias significativas, ao passo que a liquidez operacional se torna insuficiente para sustentar a atividade. Esta evidência vai ao encontro dos resultados de Constantino et al. (2018), que defendem que o lucro contabilístico, isoladamente, não reflete a real capacidade financeira das organizações.

Assim, os resultados deste estudo confirmam que a análise do fluxo de caixa é essencial para compreender a sustentabilidade financeira, particularmente em empresas cuja estrutura de receitas é marcada por recebimentos diferidos. A antecipação de comissões, embora penalize a rentabilidade, revela-se um instrumento determinante para preencher a desconexão entre resultado económico e liquidez efetiva, aspeto igualmente sublinhado pela literatura.

3.2.3 Análise correlacional

A última etapa da análise quantitativa procura estabelecer a relação estatística entre a intensidade da prática de antecipação e o desempenho financeiro da empresa. Para tal, procedeu-se à análise de correlação bivariada, definindo o Índice de Intensidade de Antecipação (IIA) como variável independente e os principais indicadores de solvência e rentabilidade como variáveis dependentes.

A seleção do método estatístico foi condicionada pelo número reduzido de observações disponíveis para o estudo ($n=3$, correspondente aos exercícios de 2021 a 2023). A literatura estatística (de Winter et al., 2016; Field, 2013) adverte que a utilização exclusiva de coeficientes lineares paramétricos, como o de Pearson, em amostras desta dimensão pode conduzir a resultados enviesados, dada a sensibilidade a valores extremos (*outliers*) e a impossibilidade de verificar o pressuposto da normalidade na distribuição dos dados.

Por conseguinte, a análise privilegiou o uso do Coeficiente de Correlação de Postos de Spearman. Este método não paramétrico avalia a relação monotónica entre as variáveis baseando-se na ordem (postos ou *ranks*) dos dados, e não na sua magnitude absoluta. Conforme demonstrado por Martín Andrés, Herranz Tejedor e Silva Mato (1995), o teste de Spearman revela-se uma alternativa robusta em cenários de amostras limitadas, oferecendo resultados consistentes e comparáveis a testes exatos, mesmo na presença de distribuições não normais.

Com o intuito de complementar a análise, foi também calculado o Coeficiente de Correlação de Pearson para verificar a linearidade das relações observadas. Para a interpretação da magnitude dos coeficientes, adotou-se a escala de classificação proposta por Dancey e Reidy (2006), que considera correlações entre 0,40 e 0,60 como moderadas, entre 0,70 e 0,90 como fortes, e superiores a 0,90 como muito fortes.

Importa, contudo, sublinhar uma regra estatística fundamental para a interpretação dos resultados que se seguem: com uma amostra de apenas três pares de dados, o nível de significância estatística (*p-value*) é altamente exigente. Apenas correlações perfeitas ou quase perfeitas (próximas de 1, tanto negativo quanto positivo) conseguem atingir um nível de significância robusto ($p < 0,05$). Correlações moderadas ou fortes, embora economicamente relevantes para a análise de tendências, poderão não apresentar significância estatística matemática devido à limitação do tamanho da amostra (Field, 2013).

A Tabela 6 apresenta os valores de correlação de Spearman gerada para o período em análise, incluindo o nível de significância (*p-value*) para cada relação.

Tabela 6: Correlação de Spearman: Índice de Intensidade de Antecipação (IIA) vs. Indicadores Financeiros.

Indicador	Coefficiente	<i>p-value</i> (bilateral)	Interpretação
Endividamento Geral (EG)	1,00	< 0,001	Perfeita Positiva
Liquidez Imediata	-1,00	< 0,001	Perfeita Negativa
Margem Líquida	-0,50	0,6670	Moderada Negativa (Tendência)
Retorno sobre o Ativo (ROA)	-0,50	0,6670	Moderada Negativa (Tendência)
Cobertura de Juros	-0,50	0,6670	Moderada Negativa (Tendência)
Liquidez Corrente	0,50	0,6670	Moderada Positiva (Tendência)
Retorno sobre o Capital Próprio (ROE)	0,50	0,6670	Moderada Positiva (Tendência)

Nota: Nos indicadores de Endividamento Geral e Liquidez Imediata, a correlação é significativa ao nível 0,01. Os dados são apresentados em formato decimal.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A interpretação dos coeficientes segue a classificação de Dancey e Reidy (2006), onde valores entre 0,40 e 0,60 indicam uma correlação moderada, e valores superiores a 0,70 indicam uma correlação forte.

Os resultados validam estatisticamente os pontos críticos identificados na análise descritiva. Destaca-se, em primeiro lugar, a correlação perfeita positiva (Coeficiente = 1,00) entre o IIA e o Endividamento Geral. Com um nível de significância máximo ($p < 0,01$), este dado confirma matematicamente que, no período analisado, o aumento da antecipação esteve invariavelmente associado ao crescimento do endividamento, validando a tese de que a antecipação funciona como o principal motor da alavancagem da empresa. Simetricamente, a Liquidez Imediata apresenta uma correlação perfeita negativa (Coeficiente = -1,00), provando que uma maior intensidade de antecipação corresponde sempre a um maior agravamento do descoberto bancário.

Para os indicadores de rentabilidade (Margem Líquida, ROA e Cobertura de Juros), observa-se um coeficiente de -0,50, classificável como uma correlação negativa moderada. Contudo, é imperativo analisar a significância estatística destes resultados. O *p-value* de 0,667 obtido para estas variáveis excede largamente o nível de significância padrão de 0,05. Segundo a literatura estatística (Field, 2013), isto indica que, embora exista uma tendência visível de que a maior antecipação prejudica a margem e o retorno, a amostra de três anos é insuficiente para rejeitar a hipótese nula com 95% de confiança. Portanto, estes coeficientes devem ser interpretados como indicadores de tendência económica que corroboram a análise qualitativa, mas sem a robustez de uma prova estatística definitiva devido à limitação amostral.

Por fim, o coeficiente positivo do ROE (0,500) deve ser interpretado como uma relação “fictícia” e igualmente não significativa ($p = 0,667$). Conforme discutido na secção anterior, o aumento do rácio num contexto de passivo a descoberto é uma anomalia matemática (divisão de valores negativos) e não reflete um aumento real da rentabilidade para o acionista.

A título complementar, e visando testar a linearidade das relações identificadas, procedeu-se ao cálculo do Coeficiente de Correlação de Pearson. Enquanto o coeficiente de Spearman avalia a relação de ordem, o coeficiente de Pearson é sensível à magnitude proporcional das variações, indicando se a relação se aproxima de uma linha reta (Field, 2013). Este teste é particularmente útil

para verificar se o impacto da antecipação nos indicadores financeiros ocorre de forma proporcional à sua intensidade.

A Tabela 7 apresenta os resultados desta análise paramétrica.

Tabela 7: Correlação de Pearson: Índice de Intensidade de Antecipação (IIA) vs. Indicadores Financeiros.

Indicador	Coefficiente	<i>p-value</i> (bilateral)	Interpretação
Endividamento Geral (EG)	0,905	0,279	Muito Forte Positiva
Liquidez Imediata	-0,884	-0,884	Forte Negativa
Margem Líquida	-0,732	0,477	Forte Negativa
Retorno sobre o Ativo (ROA)	-0,776	0,435	Forte Negativa
Cobertura de Juros	-0,955	0,191	Muito Forte Negativa
Liquidez Corrente	0,940	0,222	Muito Forte Positiva
Retorno sobre o Capital Próprio (ROE)	0,722	0,487	Forte Positiva

Nota: O *p-value* ($p > 0,05$) indica ausência de significância estatística, típica em amostras de $n=3$. Os dados são apresentados em formato decimal.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A análise de linearidade revela coeficientes de Pearson com magnitudes superiores aos de Spearman em quase todos os indicadores. Destacam-se três relações classificadas como "Muito Fortes" segundo Dancey e Reidy (2006), que evidenciam uma proporcionalidade direta entre a causa (antecipação) e o efeito (indicador):

- Cobertura de Juros: este indicador apresenta uma relação linear inversa quase perfeita. O coeficiente sugere que a degradação da capacidade de cobrir juros não é um evento aleatório, mas sim uma consequência matemática direta da operação. Cada aumento proporcional na intensidade da antecipação corresponde a uma queda proporcional na margem de segurança operacional, evidenciando o peso direto e linear que o custo financeiro da operação exerce sobre os resultados.
- Liquidez Corrente: a correlação positiva muito forte confirma o efeito de "inflação" do Ativo Circulante. Os dados indicam que a entrada de caixa proveniente da antecipação melhora o rácio de curto prazo numa proporção direta ao volume antecipado. Isto valida a tese de que a solvência aparente de curto prazo é mantida artificialmente, crescendo ou diminuindo linearmente em função da injeção de fundos "externos" (antecipação).
- Endividamento Geral: o coeficiente confirma a linearidade da alavancagem. A antecipação não apenas aumenta a dívida (como visto no Spearman), mas o faz numa proporção direta: quanto maior o volume antecipado, maior o passivo total da empresa, agravando a insolvência técnica de forma previsível e constante.

Contudo, tal como na análise anterior, é imperativo notar que os valores de significância ($p > 0,191$) confirmam que, devido ao tamanho reduzido da amostra ($n=3$), não é possível rejeitar estatisticamente a hipótese nula com 95% de confiança (Field, 2013). Mesmo sem significância estatística, a elevada magnitude destes valores aponta para uma forte relação linear entre as variáveis no período analisado.

A comparação entre os resultados obtidos pelos dois métodos de correlação oferece uma camada adicional de robustez à análise. Segundo de Winter et al. (2016), a convergência de sinais (direção da relação) entre os coeficientes de Spearman e Pearson fortalece a validade das conclusões em amostras pequenas, indicando que a relação observada não é um artefacto do método escolhido.

No presente estudo, observa-se uma convergência absoluta de sinais: todos os indicadores apresentam a mesma direção de correlação (positiva ou negativa) em ambos os testes. Isto valida a consistência das tendências identificadas: a antecipação prejudica invariavelmente a rentabilidade e a liquidez imediata, enquanto aumenta o endividamento.

Nota-se, porém, que os coeficientes de Pearson são sistematicamente superiores em magnitude aos de Spearman nos indicadores de rentabilidade. Por exemplo, na Margem Líquida, o Pearson é -0,732 (Forte) enquanto o Spearman é -0,500 (Moderado). Esta divergência sugere que, embora a ordenação dos postos não tenha sido perfeita em todos os anos (o que penaliza o Spearman), os valores numéricos seguem uma tendência linear acentuada. Ou seja, o impacto financeiro da antecipação tende a ser proporcionalmente intenso, mesmo quando a ordem anual dos indicadores apresenta ligeiros desvios.

Em síntese, a triangulação estatística dos dois métodos permite concluir com maior segurança que, apesar das limitações amostrais, existe um padrão quantitativo claro e consistente: a intensidade de antecipação é um preditor forte da deterioração da solvência e da rentabilidade da empresa.

A interpretação conjunta dos testes estatísticos deve ser ponderada face à limitação do tamanho da amostra. Embora a significância estatística ($p < 0,05$) só tenha sido atingida nas relações perfeitas, a convergência dos sinais e a elevada magnitude dos coeficientes em ambas as abordagens (Spearman e Pearson) permitem traçar um perfil quantitativo consistente do impacto da antecipação.

Os dados confirmam, com robustez matemática, que a antecipação não é um mecanismo neutro de tesouraria. Existe uma ligação estrutural direta: o recurso à antecipação é o fator determinante para o agravamento do endividamento total da empresa e para a dimensão do *deficit* de tesouraria (descoberto) que a empresa carrega.

Mais importante ainda, a análise sugere um padrão de *trade-off* financeiro claro. A tendência linear negativa observada entre o IIA e os indicadores de rentabilidade (Margem Líquida e Cobertura de Juros) indica que a "compra" de liquidez imediata é financiada através do sacrifício da eficiência económica. Em suma, existe um padrão quantitativo claro e consistente: quanto maior for o recurso à antecipação, maior será o agravamento da dívida e a pressão sobre a rentabilidade da empresa.

3.3 Triangulação e Discussão dos Resultados

A integração das análises qualitativa e quantitativa permite uma compreensão melhor do fenómeno estudado, superando as limitações de cada método isolado. Nesta secção, as evidências numéricas (o "quê" e o "quanto") são confrontadas com as percepções da gestão (o "como" e o "porquê"), com o objetivo de validar as hipóteses de trabalho e responder à pergunta de investigação central: qual o real impacto da antecipação de comissões na gestão financeira da empresa?

3.3.1 Dependência da antecipação para o caixa

A integração das análises qualitativa e quantitativa permite uma compreensão global do fenómeno estudado, unindo o que os números mostram com a explicação dos gestores sobre o dia a dia da empresa. O primeiro e mais evidente ponto de encontro entre estas duas visões é a natureza da prática de antecipação: tanto o discurso da gestão como os cálculos realizados apontam para a conclusão de que antecipar receitas não é uma escolha tática, mas sim uma necessidade básica para a sobrevivência do negócio.

Nas entrevistas, a Gestora S foi muito clara ao afirmar que "hoje essa antecipação ela é necessária para a gente", sublinhando que, sem ela, "seria inviável a gente manter uma saúde financeira da empresa". Esta "inviabilidade" explica-se pelo facto da receita recebida à vista (o *flat*) ser insuficiente para cobrir as despesas imediatas. A gestora detalha que o dinheiro que entra organicamente não chega para "assumir todos os nossos custos fixos, folha de pagamento e até repassar para o parceiro uma comissão". O Gestor E reforça este diagnóstico, explicando que, após as mudanças nas regras do setor em 2014, o valor pago à vista pelos bancos (6%) deixou de ser "suficiente para cobrir os custos" da operação. Portanto, na visão de quem gere a empresa, a antecipação serve estritamente para cobrir a falta de dinheiro em caixa e manter a empresa a funcionar semanalmente.

A análise quantitativa, através do cenário simulado, oferece uma prova matemática desta narrativa. Ao retirarmos os efeitos da antecipação das contas, os indicadores de liquidez sofrem uma quebra total. O indicador de Liquidez Corrente Simulado para 2022, por exemplo, apresentou um valor anómalo que resulta de contas negativas, traduzindo uma realidade onde, sem a antecipação, o Ativo Circulante da empresa seria negativo em mais de 7 milhões de reais. Financeiramente, isto confirma que as dívidas de curto prazo e os custos operacionais são muito superiores à capacidade da empresa de gerar dinheiro no momento da venda.

Se a empresa dependesse apenas do ciclo natural de recebimentos, como simulado, não teria recursos sequer para a operação diária. O "buraco" de liquidez, evidenciado pela correlação perfeita negativa entre a intensidade de antecipação e a liquidez imediata, reforça que cada euro antecipado não é um excesso, mas sim uma necessidade para cobrir um saldo negativo já existente. Assim, conclui-se que a perceção dos gestores está perfeitamente alinhada com a realidade contabilística: a antecipação de comissões funciona como um "balão de oxigénio". A estrutura de custos da empresa é superior à sua receita imediata, e a antecipação traz a receita do futuro para o presente para fechar esta conta. Sem este mecanismo, a empresa entraria imediatamente em falência técnica, confirmando que esta dependência é estrutural e vital para o modelo de negócio atual.

3.3.2 Medidas para manter a competitividade no mercado

Além da necessidade básica de pagar contas, a antecipação de comissões revela-se uma ferramenta estratégica para a manutenção da posição competitiva da empresa no mercado de crédito consignado. Na análise das entrevistas, o Gestor E foi explícito ao afirmar que a decisão de antecipar é muitas vezes impulsionada pela necessidade de "se tornar um pouco mais competitivo pra brigar no mercado". O objetivo central é conseguir oferecer "uma precificação melhor na ponta",

ou seja, pagar comissões mais atrativas aos parceiros comerciais (correspondentes bancários). Sem a liquidez imediata proporcionada pela antecipação, a empresa não teria capacidade de fazer estes repasses à vista, correndo o risco de perder a sua rede de distribuição para concorrentes com maior capacidade financeira.

No entanto, os dados financeiros comprovam que esta estratégia de competitividade tem um custo elevado para a eficiência da organização. Ao compararmos a situação real com o cenário simulado, fica evidente que a empresa sacrifica uma fatia relevante da sua rentabilidade para financiar esta operação. Em 2023, por exemplo, a Margem Líquida real foi de 4,35%, mas, se a empresa não tivesse suportado os custos financeiros da antecipação, essa margem teria sido de 5,71%. Essa diferença de quase 1,4 pontos percentuais representa o "preço" direto que a empresa paga ao banco para ter liquidez imediata e manter a sua atratividade comercial.

Este fenómeno não é isolado. Estudos similares, como o de Cunha (2017) no setor de retalho e o de Oliveira e Torres Júnior (2023) no setor imobiliário, também identificaram que o recurso à antecipação de recebíveis, embora resolva problemas de fluxo de caixa, tende a erodir as margens de lucro e o retorno sobre o ativo. A análise estatística deste estudo corrobora este padrão: a correlação negativa observada entre a intensidade de antecipação e a margem líquida sugere que, quanto mais a empresa antecipa, menor é a sua eficiência em gerar lucro final.

A gestão está ciente deste custo, mas encara-o como um mal necessário. Embora o Gestor E argumente que a taxa de desconto é "baixa" e "abaixo da Selic", o efeito acumulado destes juros ao longo do ano acaba por pressionar o resultado. Confirma-se, assim, o clássico *trade-off* entre liquidez e rentabilidade descrito por Gitman e Zutter (2015): a empresa aceita reduzir o seu retorno (pagando juros) para garantir a liquidez necessária à sua sobrevivência comercial e operacional.

3.3.3 Perceção do risco *versus* realidade financeira

Um dos achados mais intrigantes deste estudo reside na discrepância entre a situação patrimonial evidenciada nos relatórios contabilísticos e a perceção de risco financeiro manifestada pelos gestores. Enquanto os dados quantitativos revelam uma situação de insolvência técnica, caracterizada por um Capital Próprio negativo e um Endividamento Geral superior a 100%, o discurso da gestão transmite uma sensação de controlo e estabilidade.

Na análise qualitativa, quando questionado sobre dificuldades em honrar compromissos futuros, o Gestor E foi categórico ao afirmar: "A solvência, então, a empresa não tem esse problema financeiro". O gestor justifica esta segurança com o facto de o volume total de recebíveis futuros (o diferido) ser superior à dívida contraída com a antecipação, afirmando que "hoje a gente tem um recebível muito maior do que o que a gente tem de a ser pago de dívida".

No entanto, sob a ótica da teoria financeira, a empresa encontra-se numa situação de "Passivo a Descoberto" (Assaf Neto, 2012). Isto significa que, se a empresa tivesse de liquidar todas as suas operações hoje, os seus ativos registados não seriam suficientes para cobrir todas as suas obrigações. O otimismo da gestão baseia-se numa visão de solvência de caixa (capacidade de pagar as contas do dia a dia), sustentada pela entrada contínua de dinheiro via antecipação,

enquanto os dados do balanço mostram uma insolvência patrimonial (dívidas totais superiores aos bens e direitos).

A antecipação de comissões atua aqui como o mecanismo que mascara esta fragilidade estrutural. Ela converte um direito futuro em caixa presente, permitindo que a empresa cumpra as suas obrigações de curto prazo e mantenha a operação a funcionar, apesar do desequilíbrio patrimonial. Para mitigar o risco inerente a esta alavancagem, a empresa adotou uma postura de austeridade operacional rigorosa. Conforme relatado, a gestão focou-se em "reduzir custos, reduzir o número de funcionários [...] e investir em tecnologia". Esta estratégia de "custo fixo muito baixo" é, na realidade, a única forma de compensar o peso dos juros da antecipação e impedir que a insolvência técnica se transforme numa falência efetiva por falta de liquidez.

Em suma, existe um desfasamento entre a contabilidade estática e a gestão prática: os gestores focam-se no fluxo de caixa e na carteira futura para garantir a continuidade, gerindo o "buraco" patrimonial histórico através da renovação constante da liquidez bancária via antecipação.

3.3.4 Mudança de estratégia

Por fim, o cruzamento de todos os dados recolhidos permite validar a eficácia das novas estratégias que a gestão tem vindo a implementar. Durante as entrevistas, o Gestor E destacou que a empresa não está passiva perante a dívida, mas sim a executar um plano ativo para reduzir a dependência da antecipação. Este plano baseia-se na diversificação para produtos de menor risco, como o "consignado FGTS" (que garante o recebimento integral do diferido), e no investimento em fundos de alta rentabilidade para criar um "caixa extra" e amortizar o passivo histórico.

A análise dos dados quantitativos de 2023 oferece a primeira prova empírica de que esta mudança de rumo está a ter sucesso e ajuda a clarificar as tendências estatísticas identificadas anteriormente. Observa-se, neste último ano, uma redução significativa na Intensidade de Antecipação (IIA), que caiu de 19,30% (em 2022) para 8,51%. Esta descida drástica no recurso à antecipação não prejudicou a operação; pelo contrário, coincidiu com a recuperação da Margem Líquida para valores positivos (4,35%) e com uma melhoria na Cobertura de Juros (3,92). Este movimento de 2023 é fundamental para interpretar a análise correlacional. Como visto na secção estatística, a correlação entre a antecipação e a rentabilidade apresentou um coeficiente moderado (-0,500), mas sem significância estatística ($p > 0,05$) devido ao tamanho reduzido da amostra. No entanto, a realidade observada em 2023 valida na prática a tendência que a estatística apenas sugeriu: quando a empresa conseguiu reduzir a pressão da antecipação (menor IIA), a sua eficiência financeira (Margem) melhorou imediatamente. Ou seja, embora a amostra estatística seja pequena para uma "prova matemática" irrefutável, a evidência empírica confirma o padrão: menos antecipação resulta em maior rentabilidade.

Estes resultados confirmam a tese central da gestão: ao apostar em produtos com fluxos de recebimento mais estáveis e seguros, a empresa conseguiu gerar caixa orgânico suficiente para reduzir a necessidade de "vender o futuro". A melhoria simultânea da liquidez corrente e da rentabilidade em 2023 sugere que a empresa iniciou um ciclo virtuoso de desalavancagem. A

triangulação demonstra, assim, que a percepção dos gestores sobre a "segurança" do negócio não é infundada, mas depende inteiramente do sucesso contínuo desta estratégia de substituição da dívida de antecipação por receitas próprias mais robustas.

Conclusões, Limitações e Futuras Linhas de Investigação

O presente estudo propôs-se a avaliar o impacto da antecipação de comissões na gestão do fluxo de caixa de uma empresa do setor de empréstimos consignados. Num contexto de mercado caracterizado por margens operacionais comprimidas e elevada volatilidade regulatória, a investigação procurou compreender se esta prática financeira atua como uma ferramenta tática de otimização de tesouraria ou se, pelo contrário, representa um mecanismo de financiamento estrutural com implicações profundas na solvência e na rentabilidade da organização.

A integração das evidências qualitativas, obtidas através das percepções da gestão, com a análise quantitativa dos dados financeiros e dos cenários contrafactuais, permite apresentar uma resposta conclusiva ao problema de investigação. Conclui-se que a antecipação de comissões não configura, no caso estudado, uma opção estratégica discricionária, mas sim uma ferramenta de sobrevivência estrutural.

A análise demonstrou que o modelo de negócio da empresa, no período analisado, assenta num desequilíbrio fundamental entre os fluxos de caixa operacionais imediatos e as obrigações de curto prazo. A receita recebida à vista (*flat*) revelou-se sistematicamente insuficiente para cobrir a totalidade dos custos fixos e o pagamento de comissões aos parceiros comerciais. Neste cenário, a antecipação de receitas futuras (o diferido) emergiu como o único mecanismo capaz de colmatar este défice de tesouraria. Os resultados da simulação contrafactual comprovaram esta dependência de forma inequívoca: na ausência da antecipação, a empresa teria entrado em colapso de liquidez imediata, apresentando teoricamente um ativo circulante negativo, o que inviabilizaria a continuidade das operações.

No entanto, o estudo evidenciou que esta sobrevivência operacional é financiada através de um *trade-off* financeiro severo. A empresa "compra" liquidez presente ao preço de sacrificar a sua rentabilidade futura e de agravar a sua estrutura de capital. A prática intensiva de antecipação correlaciona-se diretamente com a erosão da margem líquida e com a manutenção de uma situação de insolvência patrimonial técnica (Passivo a Descoberto), onde o endividamento total supera os ativos da organização. Em suma, a gestão financeira da empresa tem consistido na administração deste equilíbrio precário: garantir a solvência de fluxo (caixa para operar) enquanto gere um passivo estruturalmente superior ao património.

No que concerne aos objetivos específicos delineados para esta investigação, a análise detalhada permitiu um diagnóstico preciso sobre o processo, os fatores de influência e as estratégias de gestão. Relativamente ao primeiro objetivo, que visava analisar o processo de antecipação e os seus efeitos, conclui-se que a operação é gerida de forma centralizada e metódica, com recurso a um parceiro bancário único para mitigar o risco operacional. O impacto desta prática na liquidez revelou-se determinante: a antecipação atua como o pilar central da tesouraria, sem o qual a empresa enfrentaria uma rutura imediata de caixa, evidenciada pelos saldos teóricos negativos no cenário simulado. Contudo, este benefício de curto prazo tem como contrapartida o agravamento da solvência patrimonial, mantendo o endividamento geral acima dos 100% e perpetuando a situação de passivo a descoberto.

Quanto aos fatores que influenciam a gestão do fluxo de caixa, identificou-se uma dualidade de pressões externas e internas. Externamente, as alterações regulatórias de 2014, que limitaram o repasse de comissões à vista, impuseram uma restrição estrutural à liquidez do setor, obrigando à "venda" de recebíveis futuros. Internamente, a insuficiência da receita operacional imediata para cobrir os custos fixos e as comissões de parceiros consolidou um *deficit* de caixa crónico, que é ciclicamente financiado pela antecipação. A volatilidade da carteira de clientes, sujeita a portabilidades e quitações, foi também identificada como um fator de incerteza que dificulta o planeamento financeiro de longo prazo.

Finalmente, no que tange às estratégias de mitigação de riscos, o estudo confirmou que a empresa não adota uma postura passiva perante o endividamento. A gestão implementou um conjunto eficaz de medidas de controlo, destacando-se a rigorosa monitorização semanal dos fluxos e a aposta estratégica na diversificação do *portfolio* para produtos de menor risco, como o crédito consignado

FGTS. Esta estratégia, que garante o recebimento integral do diferido, permitiu à empresa estabilizar o seu fluxo de caixa e reduzir a necessidade de alavancagem. Os dados do último exercício analisado (2023) validam o sucesso desta abordagem, demonstrando uma redução na intensidade de antecipação e uma recuperação simultânea da margem líquida, sinalizando o início de um processo sustentável de desalavancagem.

Em síntese, a resposta aos objetivos específicos converge para o atendimento do objetivo geral desta investigação: avaliar o impacto global da antecipação de comissões. Conclui-se que este impacto é dual e paradoxal. Por um lado, a antecipação garante a continuidade operacional, evitando a insolvência imediata por falta de liquidez; por outro, deteriora a estrutura de capital e a eficiência económica, consolidando uma dependência financeira que condiciona a sustentabilidade a longo prazo. Assim, a gestão do fluxo de caixa nesta empresa não é um exercício de otimização de recursos, mas sim uma gestão de sobrevivência financiada pelo consumo de margem futura.

Uma vez demonstrado como a antecipação de comissões impacta a gestão do fluxo de caixa, confirmando-se como um mecanismo vital de sobrevivência que penaliza a estrutura de capital, importa destacar os contributos que esta investigação traz tanto para o campo teórico como para a prática empresarial.

No plano teórico, este estudo oferece uma validação empírica robusta da teoria do *trade-off* entre liquidez e rentabilidade em contextos de elevada pressão financeira. Os resultados corroboram os postulados de autores clássicos como Gitman e Zutter (2015) e Assaf Neto (2012), demonstrando que, em situações de restrição de capital, as empresas tendem a priorizar a solvência de curto prazo (liquidez) em detrimento da maximização do lucro. A investigação enriquece a literatura existente ao aplicar estes conceitos ao setor específico dos correspondentes bancários, evidenciando como a regulação do mercado (limites de comissão à vista) pode criar distorções estruturais que forçam as empresas a operar em regime de "Passivo a Descoberto" permanente. Adicionalmente, o estudo alerta para as limitações dos indicadores tradicionais (como o ROE) na análise de empresas em situação de insolvência técnica, reforçando a necessidade de uma interpretação contextualizada dos rácios financeiros.

No âmbito prático, as conclusões deste trabalho oferecem *insights* valiosos para a gestão de empresas no setor de crédito consignado. A análise evidenciou que a dependência excessiva da antecipação cria um ciclo vicioso de endividamento que, a longo prazo, ameaça a sustentabilidade do negócio. Como recomendação de gestão, o estudo valida a eficácia de estratégias de diversificação de *portfolio*. A aposta em produtos com fluxos de caixa garantidos e sem risco de portabilidade, como o crédito consignado FGTS, revelou-se uma ferramenta eficaz para estabilizar a tesouraria e reduzir a necessidade de alavancagem. Para os gestores do setor, fica a lição de que a saída da "armadilha da antecipação" não se faz apenas com cortes de custos, mas fundamentalmente através da alteração do *mix* de produtos para ativos que gerem liquidez orgânica real.

Não obstante a relevância dos resultados obtidos e a coerência entre as diferentes fontes de evidência, esta investigação apresenta limitações que devem ser consideradas na interpretação das

suas conclusões. A principal restrição reside na dimensão reduzida da amostra temporal utilizada na análise quantitativa ($n=3$, referente aos anos de 2021 a 2023). Esta limitação teve um impacto direto na análise estatística, condicionando a robustez dos testes de correlação. Como evidenciado pelos valores de significância (*p-value*) obtidos, a amostra insuficiente impediu a validação estatística de tendências económicas claras, como a relação negativa entre a antecipação e a rendibilidade. Embora os coeficientes de correlação (Spearman e Pearson) tenham indicado fortes tendências lineares, a ausência de significância estatística obriga a que estes resultados sejam interpretados como indícios de comportamento e não como leis gerais, restringindo a capacidade de inferência estatística do estudo.

Adicionalmente, a investigação enfrentou limitações no acesso a dados secundários específicos, nomeadamente a Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) oficial da empresa. Esta ausência exigiu a reconstrução indireta dos fluxos através dos balanços e demonstrações de resultados, um procedimento metodológico válido, mas que não substitui a precisão do relatório oficial de tesouraria. Por fim, a natureza do estudo de caso único, embora permita uma profundidade de análise inalcançável em estudos transversais, limita a generalização dos resultados. As conclusões aqui apresentadas refletem a realidade específica de uma empresa com um modelo de gestão e cultura organizacional próprios, não devendo ser extrapoladas automaticamente para todo o setor de crédito consignado sem a devida contextualização.

Apesar destas restrições, importa sublinhar que a utilização de uma metodologia mista permitiu mitigar parte destas fragilidades. A triangulação dos dados quantitativos com a análise qualitativa das entrevistas conferiu validade interna ao estudo, permitindo confirmar através da evidência empírica e do discurso dos gestores as tendências que a estatística, isoladamente, apenas sugeria.

Tendo em conta os resultados alcançados e as limitações assumidas, sugerem-se algumas linhas orientadoras para investigações futuras que poderão aprofundar e complementar o conhecimento sobre este tema. Primeiramente, recomenda-se a realização de estudos com séries temporais mais extensas. A análise de um período superior a três anos permitiria superar as restrições estatísticas aqui encontradas, possibilitando validar com significância robusta as correlações entre a intensidade de antecipação e os indicadores de rendibilidade e solvência. Seria igualmente pertinente expandir o âmbito da análise para um estudo comparativo (*multi-case study*), confrontando a performance financeira de empresas que recorrem intensivamente à antecipação com aquelas que optam por um crescimento orgânico ou por outras fontes de financiamento.

Adicionalmente, dada a relevância identificada da estratégia de diversificação de *portfolio*, sugere-se uma investigação específica sobre o impacto financeiro de novos produtos de crédito, como o consignado FGTS ou o Cartão Benefício. Seria valioso quantificar até que ponto estes produtos, que possuem características de risco e fluxo de caixa distintas, funcionam efetivamente como instrumentos de desalavancagem a longo prazo para os correspondentes bancários. Por fim, futuras pesquisas poderiam explorar a vertente comportamental da gestão financeira neste setor, investigando como os vieses cognitivos dos gestores influenciam a perceção de risco em situações de passivo a descoberto e a tomada de decisão sobre o endividamento de curto prazo.

Em conclusão, este estudo evidenciou que a gestão do fluxo de caixa na empresa analisada é um exercício complexo de equilíbrio entre a sobrevivência imediata e a sustentabilidade futura. Embora a antecipação de comissões represente um custo e um risco estrutural, a capacidade da gestão em adaptar-se, controlar a operação e procurar novas vias de receita demonstra a resiliência da organização num mercado volátil. Fica demonstrado que, para este setor, a liquidez não é apenas um indicador financeiro, mas o verdadeiro motor da continuidade do negócio.

Referências Bibliográficas

- ACCA. (2024). *Working capital management*. ACCA Global. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de <https://www.accaglobal.com/gb/en/student/exam-support-resources/fundamentals-exams-study-resources/f9/technical-articles/wcm.html>
- Araujo, A., Teixeira, E. M., & Licório, C. (2015). A importância da gestão no planejamento do fluxo de caixa para o controle financeiro de micros e pequenas empresas. *Revista Redeca*, 2(2), 73-88.
- ASFAC. (s.d.). *Crédito de A a Z*. Associação de Instituições de Crédito Especializado. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de <https://www.asfac.pt/credito-de-a-a-z/>
- Assaf Neto, A. (2012). *Mercado financeiro* (11.ª ed.). Atlas.
- Assaf Neto, A. (2020). *Finanças corporativas e valor* (8.ª ed.). Atlas.
- Assaf Neto, A., & Silva, C. A. T. (2011). *Administração de capital de giro* (4.ª ed.). Atlas.
- B3. (2025). *Certificado de Depósito Interbancário (CDI)*. Bora Investir. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de <https://borainvestir.b3.com.br/glossario/certificado-de-deposito-interbancario-cdi/>
- Banco de Portugal. (2021). *Relatório de avaliação do impacto do regime jurídico dos intermediários de crédito (2018-2020)*. Lisboa: Banco de Portugal. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/rairjic_2021.pdf
- Banco de Portugal. (s.d.). *O que é e diferentes regimes de crédito*. Portal do Cliente Bancário. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de <https://clientebancario.bportugal.pt/pt-pt/o-que-e-e-diferentes-regimes>
- Banco Central do Brasil. (2023). *Empréstimos consignados*. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de <https://www.bcb.gov.br/meubc/faqs/s/emprestimos-consignados>
- Banco Central do Brasil. (2024). *Taxa Selic*. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>
- Barbosa, H. M. (2010). A análise de demonstrativos financeiros como ferramenta para tomada de decisão nas micro e pequenas empresas. *Revista Scientia FAER*, 2(2).
- Bardin, L. (2011). *Análise de conteúdo*. Edições 70.
- Braga, R. (2009). *Fundamentos e técnicas de administração financeira*. Atlas.
- Brasil. (2003). *Lei n.º 10.820, de 17 de dezembro de 2003*. Dispõe sobre a autorização para desconto de prestações em folha de pagamento, e dá outras providências. Presidência da República. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2003/l10.820.htm

- Brasil. (2007). *Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007*. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Presidência da República. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2016). *Administração financeira: Teoria e prática* (14.^a ed.). Cengage Learning.
- Caixa Econômica Federal. (2024). *O que é o FGTS*. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de <https://www.caixa.gov.br/beneficios-trabalhador/fgts/>
- CNC. (2016). *Sistema de Normalização Contabilística*. Comissão de Normalização Contabilística. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de https://www.cnc.min-financas.pt/pdf/SNC/2016/DL_98_2015_2_jun.pdf
- Conselho Federal de Contabilidade. (s.d.). *Perguntas frequentes: Passivo a descoberto*. Brasília: Vice-Presidência Técnica do CFC. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de <https://cfc.org.br/tecnica/perguntas-frequentes/passivo-a-descoberto/>
- Conselho Federal de Contabilidade. (2008). *NBC TG 03 – Demonstração dos fluxos de caixa*.
- Conselho Federal de Contabilidade. (2017). *Norma Brasileira de Contabilidade NBC TG 26 (R5): Apresentação das Demonstrações Contábeis*.
- Constantino, F. de F. S., Pereira, R. C. M., Sarlo Neto, A., Macedo, M. Á. da S., & Ewbank, H. (2018). O poder explicativo do lucro e do fluxo de caixa para o retorno da ação: um estudo nos países da América Latina no período de 2006 a 2016. *Pensar Contábil*, 20(73), 4-12.
- Cunha, E. D. (2017). *Análise do impacto da antecipação de recebíveis na rentabilidade de uma média empresa de comércio varejista* [Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade Federal do Rio Grande do Norte]. Repositório Institucional da UFRN.
- Dancey, C. P., & Reidy, J. (2006). *Statistics without maths for psychology* (3.^a ed.). Pearson Education.
- de Winter, J. C. F., Gosling, S. D., & Potter, J. (2016). Comparing Pearson and Spearman correlation coefficients across distributions and sample sizes: A tutorial using simulations and empirical data. *Psychological Methods*, 21(3), 273–290. <https://doi.org/10.1037/met0000079>
- European Systemic Risk Board [ESRB]. (2025). *EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2025*. Frankfurt am Main: ESRB. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de <https://www.esrb.europa.eu/pub/nbfi/html/esrb.nbfi202509.en.html>
- Evans, G., McAteer, M., Earnshaw, M., Jones, P. A., & Money, N. (2023). *Deduction lending: Does it add up for low-income borrowers?*. The Financial Inclusion Centre & The Swoboda Research Centre. Fair4All Finance. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de

- <https://researchonline.ljmu.ac.uk/id/eprint/19765/1/Deduction-Lending-Payroll-and-Benefits-Borrowing-Amongst-Low-Income-Households-FINAL-FULL-REPORT-V1.4.pdf>
- Feliba, D. (2024). Nubank launches payroll lending in Brazil. *Fintech Nexus*. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de <https://www.heyfuturenexus.com/nubank-launches-payroll-lending-in-brazil/>
- Field, A. (2013). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics* (4.^a ed.). Sage Publications.
- Gil, A. C. (2010). *Como elaborar projetos de pesquisa* (5^a ed.). Atlas.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2015). *Princípios de administração financeira* (14^a ed.). Pearson Education.
- GlobalData. (2022). *Brazil consumer lending market grew by 11.2% in 2020*. Retail Banker International. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de <https://www.retailbankerinternational.com/marketdata/brazil-consumer-lending-market-cagr-2020-2025/>
- Iudícibus, S. de, Martins, E., Gelbcke, E. R., & Santos, A. dos. (2018). *Manual de Contabilidade Societária: Aplicável a todas as sociedades* (3^a ed.). Atlas.
- Larson, R. E., & Farber, B. (2015). *Estatística aplicada* (6^a ed.). Pearson.
- Machado, M. A., & Ribeiro, F. S. (2018). Antecipação de recebíveis nos bancos vrs factorings: Uma análise das diferenças entre as taxas cobradas e suas possíveis causas. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*.
- Marion, J. C. (2018). *Contabilidade básica* (12.^a ed.). Atlas.
- Martín Andrés, A., Herranz Tejedor, I., & Silva Mato, A. (1995). The Wilcoxon, Spearman, Fisher, chi-squared, Student and Pearson tests and 2x2 tables. *Journal of the Royal Statistical Society*, 44(4), 441–450.
- Matarazzo, D. C. (2010). *Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial* (7.^a ed.). Atlas.
- Oliveira, J. J., & Torres Júnior, W. F. S. (2023). Antecipação de recebíveis: Implicações dentro do ciclo financeiro. *Revista RECIMA21*.
- Pamplona, E., Canton, C., Silva, T. P. da, & Rodrigues Junior, M. M. (2021). Volatilidade do fluxo de caixa e da disponibilidade de caixa na estrutura de capital de empresas industriais brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 18(49), 56-72.
- Portugal. (2015). *Decreto-Lei n.º 98/2015, de 2 de junho*. Diário da República n.º 106/2015, Série I. Presidência do Conselho de Ministros. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de <https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/decreto-lei/98-2015-67356342>

- Ribeiro, R., Las Casas, A. L., Niza, R. C., & Guedes, R. M. (2009). Demanda variável e lucratividade em empresas prestadoras de serviços: um estudo de caso no setor de tecnologia da informação. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 11, 351-366.
- Sebrae Minas. (2025). *Fluxo de caixa*. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de <https://sebraeplay.com.br/content/fluxo-de-caixa>
- Serasa. (2025). *Empréstimo consignado: o que é e como funciona*. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de <https://www.serasa.com.br/credito/blog/emprestimo-consignado/>
- Silva, R. L. da, & Noveli, C. P. (2012). Fluxo de caixa: uma abordagem gerencial. *Caderno de Administração*, 20(2), 52-65.
- Suno Research. (2017). *ROE (Retorno sobre Patrimônio): saiba o que é e como analisar esse indicador*. Suno Artigos. Recuperado em 12 de janeiro de 2026, de <https://www.suno.com.br/artigos/roe-utilidade/>
- Travassos, M. (2022). *Contabilidade básica atualizada pelas leis nº 11.638/2007 e nº 11.941/2009 e regras emitidas pelo comitê de pronunciamentos contábeis*. Freitas Bastos.
- Vergara, S. C. (2015). *Métodos de pesquisa em administração* (6ª ed.). Atlas.

Apêndices

Apêndice A Roteiro de Entrevista

a) Introdução

- Qual é o seu cargo e há quanto tempo trabalha na empresa?

b) Antecipação de Comissões

- Por que e como é realizado o processo de antecipação de comissões na empresa?
- Quais os períodos em que esse processo é mais utilizado? E quais os critérios para decidir o quanto antecipar?
- Existe uma política formal para a antecipação de comissões?
- Poderia falar sobre as taxas de desconto que a empresa paga nestas operações? Como elas se comparam com as taxas de mercado e quais fatores são mais importantes na negociação com as instituições financeiras?

c) Impacto na Liquidez e Solvência

- Como a antecipação de comissões impacta a liquidez da empresa?
- Quais são as principais dificuldades encontradas na gestão do fluxo de caixa antes e após a antecipação de comissões?
- A empresa já enfrentou problemas de solvência devido à antecipação de comissões? Se sim, como foram resolvidos?

d) Estratégias de Mitigação de Riscos

- Quais estratégias a empresa utiliza para mitigar os riscos associados à antecipação de comissões?
- Existem alternativas à antecipação de comissões que são consideradas pela empresa? Quais?
- Como a empresa monitora e ajusta as práticas de antecipação de comissões ao longo do tempo?

Apêndice B Termo de Consentimento Livre e Esclarecido

AUTORIZAÇÃO PARA USO DE DADOS DE ENTREVISTA

Título do Estudo: Impacto da Antecipação de Comissões na Gestão do Fluxo de Caixa: Um Estudo de Caso de Uma Empresa do Setor de Empréstimos Consignado

Investigador Responsável: Pedro Dion Siman Rodrigues

Instituição: Instituto Politécnico de Bragança (IPB)

Eu, xxxx, confirmo que participei voluntariamente numa entrevista conduzida por Pedro Dion Siman Rodrigues, realizada em xx/xx/xxxx, para a investigação acima mencionada. Por este meio, autorizo o investigador a utilizar as informações e os dados fornecidos por mim durante a referida entrevista para os fins exclusivos desta dissertação de mestrado.

Estou ciente e de acordo que:

1. A minha identidade e a identidade da empresa serão mantidas em total anonimato.
2. Quaisquer dados ou citações utilizados no trabalho serão anonimizados (ex: "Gestor A") para garantir a confidencialidade.
3. O uso dos dados destina-se estritamente a fins académicos.

Local, Data.

Assinatura do Participante:

Assinatura do Investigador: