

EXMA. SRA. DRA. JUÍZA DE DIREITO DA 4ª VARA EMPRESARIAL DA COMARCA DA CAPITAL DO
ESTADO DO RIO DE JANEIRO

Processo nº 0943414-78.2024.8.19.0001

A ADMINISTRAÇÃO JUDICIAL (WALD ADMINISTRAÇÃO DE FALÊNCIAS E EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL LTDA), nomeada no processo de Recuperação Judicial do CLUB DE REGATAS VASCO DA GAMA (“CRVG”) e da VASCO DA GAMA SOCIEDADE ANÔNIMA DO FUTEBOL (“Vasco SAF” – em conjunto, “Recuperandas”), vem, respeitosamente, apresentar sua manifestação acerca do pedido de autorização para contratação de novo financiamento na modalidade DIP (“Financiamento DIP”), nos termos que seguem.

I – SÍNTESE DO PEDIDO

1. As Recuperandas apresentaram, na petição de ID 175027358, pedido de autorização para contratação de novo Financiamento DIP, no valor de até R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais), destinado à recomposição da liquidez da Vasco SAF e à preservação de suas atividades durante o período necessário à implementação da solução estrutural prevista no Plano de Recuperação Judicial.
2. Segundo exposto pelas Recuperandas, o financiamento anteriormente autorizado por este MM. Juízo teve por finalidade suprir necessidade emergencial de caixa e assegurar o adimplemento de obrigações essenciais. As projeções financeiras atualizadas, contudo, indicam a continuidade de relevante descasamento entre receitas e despesas, com previsão de esgotamento dos recursos disponíveis e necessidade adicional de liquidez nos próximos meses.
3. As Recuperandas sustentam, nesse contexto, que a nova operação possui natureza igualmente transitória e complementar, destinada a assegurar a continuidade de suas atividades até a conclusão do procedimento competitivo para alienação da UPI Equity, previsto no Plano de Recuperação Judicial como medida destinada à reorganização societária da Vasco SAF e ao ingresso de novo investidor.

4. Conforme ressaltado pelas Recuperandas, existe relação direta entre o prazo necessário à conclusão do procedimento competitivo e o montante de financiamento de que a Vasco SAF necessitará: quanto mais célere o ingresso do novo investidor, menor será a necessidade de utilização da linha de crédito ora pretendida.
5. Para obtenção dos recursos, as Recuperandas informaram ter realizado prospecção de mercado, apresentando propostas de terceiros e concluindo que a oferta formulada pela Almirante Participações e Empreendimentos S.A. (“Almirante”) seria a mais vantajosa dentre as alternativas obtidas. A CREFISA, por sua vez, foi consultada em razão do direito de preferência previsto no financiamento anteriormente celebrado e declarado expressamente que não o exerceria em relação à nova operação.
6. A proposta da Almirante foi formalizada em *Term Sheet* vinculante, prevendo linha de crédito de até R\$ 150 milhões líquidos, com desembolsos ao longo de 12 meses, conforme as necessidades de caixa da Vasco SAF, atualização pela SELIC e vencimento em 30 de dezembro de 2027.
7. Com base nesses fundamentos, as Recuperandas requerem autorização judicial para contratação do novo Financiamento DIP, nos termos do *Term Sheet* apresentado e dos instrumentos definitivos a serem posteriormente celebrados.

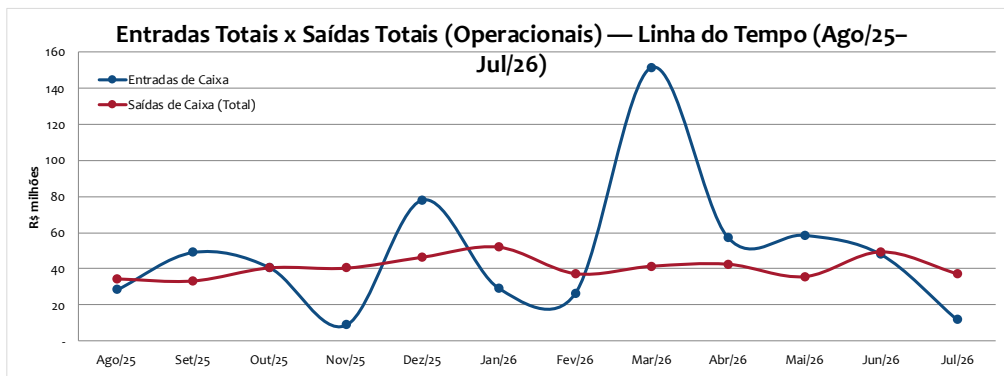
II – DA NECESSIDADE DE LIQUIDEZ E DA ANÁLISE ECONÔMICO-FINANCEIRA

8. Como já registrado pela Administração Judicial quando da análise dos financiamentos anteriormente submetidos a este MM. Juízo, a obtenção de recursos novos no curso da recuperação judicial deve ser examinada, primordialmente, à luz de sua efetiva necessidade para a preservação da atividade empresarial e de sua compatibilidade com a capacidade econômico-financeira das Recuperandas.
9. No caso concreto, para uma melhor compreensão da questão, a Administração Judicial entende pertinente prestar esclarecimentos sobre a dinâmica do fluxo de caixa da Vasco SAF ao

longo dos últimos 12 meses – tomadora do empréstimo -, compreendendo o período de agosto de 2025 e julho de 2026.

10. No referido período, as entradas apresentam maior volatilidade e concentração temporal, enquanto parcela significativa das saídas possui natureza recorrente e maior estabilidade ao longo dos meses. Note-se:

FLUXO DE CAIXA	Real 2025 Agosto 8	Real 2025 Setembro 9	Real 2025 Outubro 10	Real 2025 Novembro 11	Real 2025 Dezembro 12	Real 2026 Janeiro 1	Real 2026 Fevereiro 2	Real 2026 Março 3	Real 2026 Abril 4	Real 2026 Maio 5	Real 2026 Junho 6	Real 2026 Julho 7
Saldo de Caixa Inicial do Período - excl restrito	29,7	17,1	15,9	(15,4)	(53,5)	60,1	28,2	7,5	22,5	7,9	20,2	9,3
Entradas de Caixa SAF	28,3	49,1	40,6	8,8	78,0	29,3	28,4	151,3	57,3	58,8	47,9	11,8
Receitas com Direitos Econômicos	12,1	23,8	4,8	2,3	11,0	0,1	0,1	121,2	39,1	24,3	1,9	0,9
Direitos de TV	6,9	9,2	(0,3)	(0,3)	41,9	12,9	1,3	21,9	8,9	20,5	1,9	3,0
Receitas Comerciais	1,1	7,2	4,0	3,8	3,4	5,3	3,5	4,7	4,3	4,2	7,6	3,1
Patrocínio	3,6	2,3	19,1	0,4	5,0	1,2	1,5	0,4	2,3	1,8	25,5	1,6
Matchday + Sécio	4,4	6,4	12,8	2,2	14,6	9,6	20,0	2,6	2,6	7,2	1,0	2,8
Outras Receitas	0,3	0,3	0,5	0,5	2,0	0,1	0,1	0,6	0,1	0,5	0,2	0,5
Saídas de Caixa SAF	(34,3)	(33,1)	(40,4)	(40,2)	(46,3)	(51,9)	(37,2)	(41,3)	(42,4)	(35,5)	(49,3)	(37,1)
Despesas com futebol	(22,3)	(24,3)	(27,6)	(30,2)	(32,3)	(38,4)	(26,1)	(30,5)	(31,1)	(25,0)	(37,3)	(26,0)
Matchday	(4,7)	(1,7)	(4,0)	(1,8)	(4,3)	(3,0)	(2,6)	(2,7)	(3,6)	(3,7)	(1,9)	(4,2)
Despesas Operacionais	(4,5)	(5,0)	(6,1)	(6,4)	(8,4)	(5,6)	(7,0)	(5,9)	(4,8)	(6,1)	(7,0)	(4,8)
Custos Sócio-torcedor	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)
Tributos	(2,6)	(2,1)	(2,5)	(2,0)	(1,3)	(4,9)	(1,4)	(2,2)	(2,9)	(0,7)	(3,0)	(2,0)
Fluxo de Caixa Operacional SAF	(6,0)	16,0	0,3	(31,4)	31,7	(22,6)	(10,8)	110,0	14,8	23,0	(1,3)	(25,3)
Fluxo de Caixa de Investimento	(3,2)	(11,7)	(22,4)	(1,9)	(10,4)	(1,1)	(6,2)	(88,6)	(18,8)	(4,3)	(2,8)	(2,3)
Fluxo de Caixa Financeiro	0,1	(2,0)	(1,0)	(1,3)	14,9	(5,1)	(0,4)	(6,2)	(0,7)	(2,3)	(0,3)	39,7
Fluxo de Caixa Final	(9,0)	2,3	(23,1)	(34,8)	36,2	(28,8)	(17,5)	37,3	(4,7)	16,4	(4,2)	12,1
Fluxo de Caixa Reestruturação	(3,5)	(3,6)	(8,1)	(3,4)	(4,0)	(3,2)	(3,3)	(22,2)	(10,0)	(4,1)	(6,7)	(5,5)
Fluxo de Caixa Final do Período	(12,6)	(1,3)	(31,3)	(38,1)	32,2	(31,9)	(20,7)	15,1	(14,7)	12,3	(10,9)	6,5
Saldo de Caixa Final do Período	17,1	15,9	(15,4)	(53,5)	(21,3)	27,4	6,7	21,7	7,1	18,4	8,5	15,0



11. Tal dinâmica é compatível com determinadas particularidades econômicas da atividade de um clube de futebol, no qual:

- (i) as receitas relevantes podem depender de eventos cuja ocorrência, valor e momento de realização apresentam menor previsibilidade, como negociações de direitos econômicos de atletas, premiações por desempenho esportivo, antecipações de recebíveis e operações de financiamento. A título exemplificativo, a entrada de R\$ 121,2 milhões registrada em março de 2026, está majoritariamente relacionada à negociação dos direitos econômicos do atleta Rayan, além de valores associados à negociação do

atleta Leandrinho. A concentração desse recebimento produziu um impacto significativo sobre a posição de caixa daquele mês, sem representar, contudo, uma receita de natureza mensal recorrente; e

(ii) parte relevante dos desembolsos — especialmente aqueles relacionados à folha, encargos, estrutura do departamento de futebol e demais custos operacionais — apresenta comportamento mais recorrente, aproximando-se de uma base mensal de despesas relativamente estável. *In casu*, as despesas com futebol¹ totalizaram R\$ 351,1 milhões, nos últimos 12 meses. Nesse período, os desembolsos mensais oscilaram entre R\$ 22,3 milhões e R\$ 38,4 milhões, evidenciando uma faixa de variação relativamente mais estreita quando comparada à amplitude observada nas receitas.

12. Por essa razão, a assimetria entre entradas mais voláteis e despesas predominantemente recorrentes constitui elemento importante para a compreensão das pressões de liquidez identificadas ao longo do período. A existência de entradas expressivas em determinados meses não implica, isoladamente, em uma posição de caixa sustentável, tendo em vista que tais recursos precisam suportar a estrutura contínua de desembolsos nos períodos subsequentes, o que não se verificou na Vasco SAF.

13. Sob a perspectiva financeira, o financiamento DIP desempenha papel relevante quando a geração ou disponibilidade ordinária de caixa não é suficiente para suportar, em determinado momento, as obrigações correntes da sociedade em recuperação judicial.

14. Em 20.07.26, este d. Juízo autorizou a contratação de financiamento DIP, no valor de R\$ 40.000.000,00, destinado à quitação de obrigações de curto prazo e à preservação da continuidade operacional. O fluxo de caixa demonstra que parcela expressiva dos recursos foi consumida ainda no mês de julho de 2026, quando o saldo de caixa encerrou em R\$ 15 milhões.

15. Para o exame do novo pedido de financiamento, a Administração Judicial solicitou e recebeu das Recuperandas os extratos bancários, bem como o fluxo de caixa projetado da Vasco SAF até dezembro de 2026, em dois cenários, com e sem as contratações dos atletas Santiago Sosa e Facundo Colidio.

¹ Abrangendo, entre outros itens, a folha do elenco profissional, comissão técnica, futebol de base e feminino e estruturas de suporte diretamente vinculadas ao departamento.

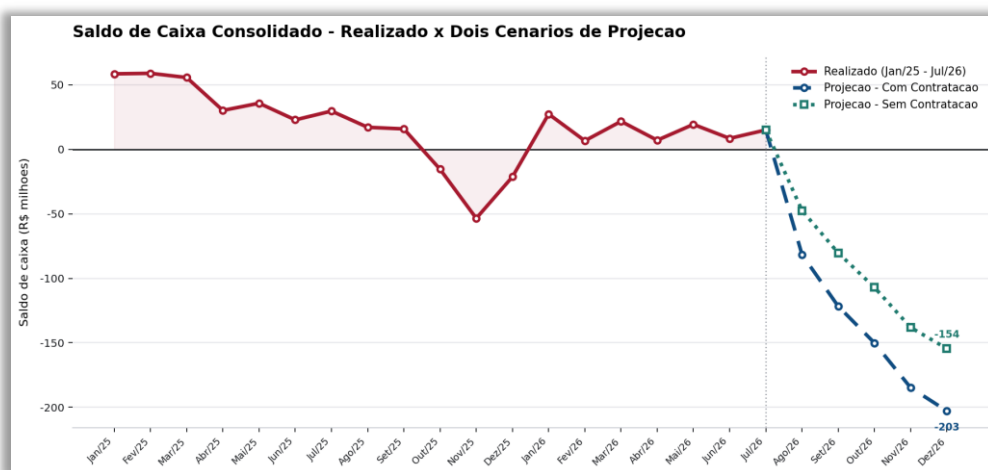
16. Isso porque, sob a ótica estritamente financeira, as contratações apresentam um efeito duplo sobre a liquidez: um impacto inicial, potencialmente concentrado, relacionado à aquisição e formalização da operação, e um impacto subsequente decorrente da elevação das obrigações recorrentes associadas ao elenco.

17. Por outro lado, tais contratações estão associadas a objetivos esportivos e estratégicos, incluindo melhoria de desempenho, progressão em competições, preservação de competitividade e potencial valorização ou negociação futura de atletas, cabendo às Recuperandas o exame de tais aspectos.

18. A visão comparativa demonstra que:

- **com as contratações**, as saídas operacionais totalizam R\$ 199,9 milhões entre agosto e dezembro de 2026, com fluxo operacional negativo de R\$ 43,0 milhões. Adicionalmente, o fluxo de investimentos apresenta desembolsos líquidos de R\$ 103,0 milhões, contribuindo para um consumo total de caixa de R\$ 217,9 milhões ao longo dos cinco meses projetados. Nesse cenário, o saldo de caixa alcançaria R\$ 202,8 milhões negativos em dezembro de 2026; e
- **sem as contratações**, as saídas operacionais totalizariam R\$ 190,6 milhões, com fluxo operacional negativo de R\$ 33,7 milhões. O fluxo de investimentos apresentaria menor necessidade de recursos, com desembolsos líquidos de R\$ 64,0 milhões. Como resultado, o consumo total de caixa projetado para os cinco meses seria de R\$ 169,5 milhões, levando o saldo de caixa a R\$ 154,4 milhões negativos em dezembro de 2026.

19. Confira-se ilustração e fluxo de caixa:



Com as contratações

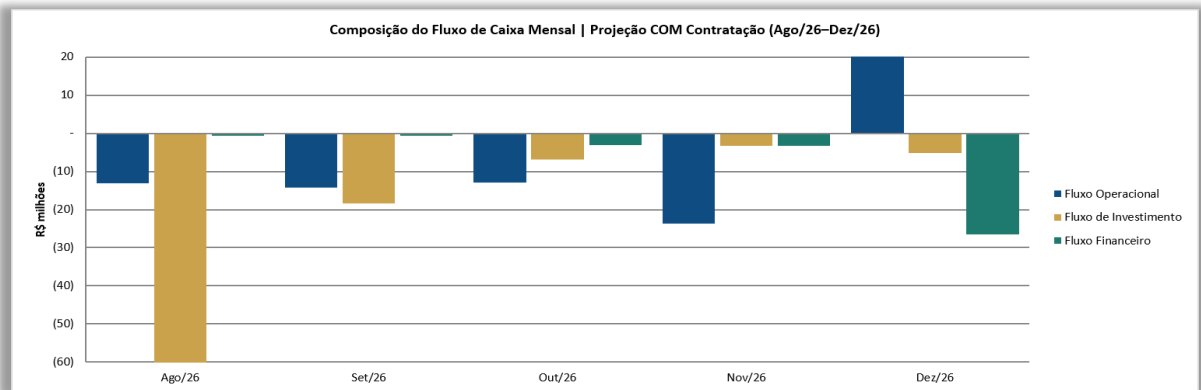
FLUXO DE CAIXA	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
	2026 Agosto 8	2026 Setembro 9	2026 Outubro 10	2026 Novembro 11	2026 Dezembro 12
Saldo de Caixa Inicial do Período - excl restrito	15,8	(80,9)	(120,9)	(149,3)	(184,0)
Entradas de Caixa SAF	31,8	23,2	23,4	17,4	61,2
Receitas com Direitos Econômicos	9,8	9,3	6,7	-	-
Direitos de TV	6,1	2,8	-	-	46,8
Receitas Comerciais	5,7	3,8	4,1	6,1	3,7
Patrocínio	3,3	3,2	4,7	8,2	5,8
Matchday + Sócio	6,6	4,1	7,9	3,1	4,8
Outras Receitas	0,2	-	-	-	-
Saídas de Caixa SAF	(44,9)	(37,4)	(38,3)	(41,1)	(40,2)
Despesas com futebol	(24,8)	(30,4)	(27,5)	(32,5)	(32,4)
Matchday	(5,1)	(1,2)	(3,8)	(2,1)	(0,7)
Despesas Operacionais	(14,3)	(4,5)	(4,4)	(5,2)	(6,1)
Custos Sócio-torcedor	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Tributos	(0,8)	(1,1)	(0,7)	(1,1)	(0,8)
Fluxo de Caixa Operacional SAF	(13,1)	(14,3)	(12,9)	(23,7)	21,0
Fluxo de Caixa de Investimento	(69,3)	(18,4)	(6,8)	(3,3)	(5,3)
Fluxo de Caixa Financeiro	(0,6)	(0,6)	(3,1)	(3,3)	(26,5)
Fluxo de Caixa Final	(83,1)	(33,2)	(22,8)	(30,3)	(10,8)
Fluxo de Caixa Reestruturação	(13,7)	(6,8)	(5,6)	(4,4)	(7,2)
Fluxo de Caixa Final do Período	(96,7)	(40,0)	(28,4)	(34,7)	(18,0)
Saldo de Caixa Final do Período	(91,9)	(121,7)	(150,1)	(184,8)	(202,8)

Sem as contratações

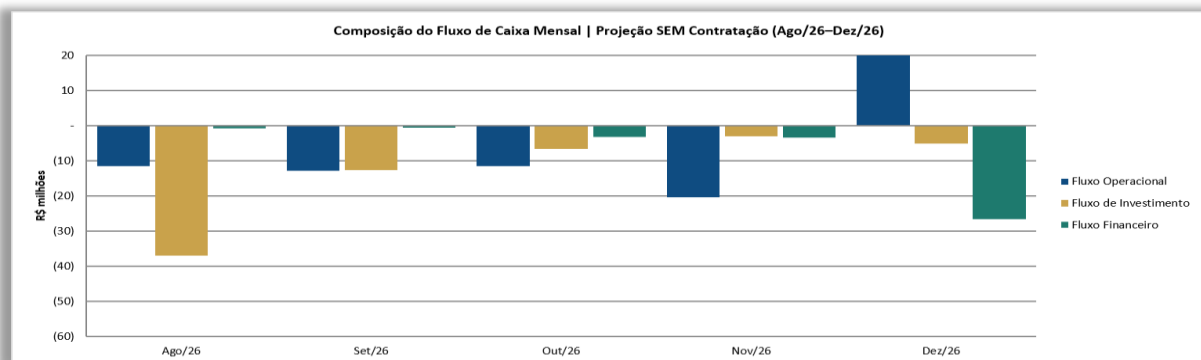
FLUXO DE CAIXA	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast	Forecast
	2026 Agosto 8	2026 Setembro 9	2026 Outubro 10	2026 Novembro 11	2026 Dezembro 12
Saldo de Caixa Inicial do Período - excl restrito	15,8	(80,9)	(120,9)	(149,3)	(184,0)
Entradas de Caixa SAF	31,8	23,2	23,4	17,4	61,2
Receitas com Direitos Econômicos	9,8	9,3	6,7	-	-
Direitos de TV	6,1	2,8	-	-	46,8
Receitas Comerciais	5,7	3,8	4,1	6,1	3,7
Patrocínio	3,3	3,2	4,7	8,2	5,8
Matchday + Sócio	6,6	4,1	7,9	3,1	4,8
Outras Receitas	0,2	-	-	-	-
Saídas de Caixa SAF	(43,1)	(38,0)	(34,9)	(37,7)	(38,8)
Despesas com futebol	(22,8)	(28,0)	(26,1)	(29,1)	(31,0)
Matchday	(5,1)	(1,2)	(3,8)	(2,1)	(0,7)
Despesas Operacionais	(14,8)	(4,5)	(4,4)	(5,2)	(6,1)
Custos Sócio-torcedor	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Tributos	(0,8)	(1,1)	(0,7)	(1,1)	(0,8)
Fluxo de Caixa Operacional SAF	(11,4)	(12,9)	(11,5)	(20,3)	22,4
Fluxo de Caixa de Investimento	(36,9)	(12,6)	(6,5)	(3,0)	(5,0)
Fluxo de Caixa Financeiro	(0,6)	(0,6)	(3,1)	(3,3)	(26,5)
Fluxo de Caixa Final	(48,9)	(26,0)	(21,1)	(26,6)	(8,2)
Fluxo de Caixa Reestruturação	(13,7)	(6,8)	(5,6)	(4,4)	(7,2)
Fluxo de Caixa Final do Período	(62,5)	(32,8)	(26,7)	(31,1)	(16,4)
Saldo de Caixa Final do Período	(47,4)	(80,3)	(107,0)	(138,1)	(154,4)

20. A comparação entre os cenários demonstra que o principal efeito financeiro das contratações projetadas está concentrado no Fluxo de Investimentos, especialmente no desembolso previsto para agosto de 2026, enquanto os impactos adicionais sobre as despesas recorrentes do futebol são distribuídos ao longo dos meses subsequentes.

Com as contratações



Sem as contratações



21. Nada obstante as diferenças verificadas nos cenários, ainda que desconsideradas as contratações dos referidos atletas pela Vasco SAF, já no mês de agosto de 2026, seria necessário o ingresso de recursos financeiros para recompor a liquidez no curto prazo, especialmente considerando as necessidades operacionais e os investimentos realizados.

22. Ao ver da Administração Judicial, a análise da necessidade do financiamento deve considerar, ainda, a atual etapa da Recuperação Judicial. Nesse ponto, cabe destacar que o procedimento competitivo destinado à alienação da UPI Equity está na iminência de ser iniciado e sua implementação constitui uma das principais medidas de reestruturação previstas no PRJ.

23. O novo DIP, portanto, não deve ser compreendido como solução autônoma ou definitiva para o desequilíbrio financeiro da Vasco SAF, mas como instrumento de liquidez que visa a preservação da atividade empresarial durante o período necessário à implementação da solução estrutural prevista no Plano.

24. Essa circunstância da proximidade de realização do procedimento competitivo de alienação da UPI Equity é relevante porque, pelo que se verifica das condições do *Term Sheet*, a linha de crédito não será necessariamente utilizada em sua integralidade. Como se verá adiante, os recursos serão desembolsados mediante solicitação da Vasco SAF e demonstração da correspondente necessidade de caixa, de modo que a conclusão do procedimento competitivo e o ingresso de novos recursos poderão reduzir a utilização efetiva do financiamento.

III – DAS CONDIÇÕES DO NOVO FINANCIAMENTO DIP

25. A possibilidade de obtenção de novos recursos durante a Recuperação Judicial está disciplinada nos arts. 69-A e seguintes da Lei nº 11.101/2005, que instituíram regime próprio para o financiamento do devedor destinado às suas atividades, às despesas de reestruturação e à preservação do valor de seus ativos.

26. No julgamento do Resp nº 1.828.248/MT, o Ministro Luis Felipe Salomão destacou que *“O financiamento da sociedade em recuperação judicial é tão vital para o sucesso do fortalecimento da atividade produtiva que a Lei 14.112/2020, ao modificar a Lei 11.101/2005, concebeu modalidades específicas de financiamento dos recuperandos, introduzindo no Direito Pátrio os institutos do “Dip (debtor-in-possession) Finance” e do “Credor Parceiro”.*”

27. O artigo 69-A² prevê a possibilidade de o juízo recuperacional autorizar a contratação de financiamento DIP. No caso das Recuperandas, a possibilidade de contratação de novos financiamentos DIP encontra-se, também, prevista no Plano de Recuperação Judicial, tendo este MM. Juízo já autorizado operações anteriores com a mesma finalidade.

28. A Administração Judicial verificou que a contratação ora pretendida pelas Recuperandas foi precedida de processo competitivo privado para prospecção de mercado. As Recuperandas trouxeram aos autos as propostas alternativas obtidas, tendo as Recuperandas selecionado a proposta da Almirante como aquela que, em sua avaliação, oferece as condições mais vantajosas.

29. A Administração Judicial examinou o *Term Sheet* apresentado pela Almirante e as propostas alternativas da Chenus Investimentos e Participações Ltda. e do Banco Daycoval. Inicialmente, a Administração Judicial verificou que as condições apresentam diferentes graus de vinculação. A Almirante apresentou *Term Sheet* vinculante (ID 300706993) para concessão do financiamento, a documentação da Chenus (ID 300706994) corresponde a mandato para prospecção e estruturação da captação junto a potenciais investidores, sem compromisso firme de disponibilização dos recursos, e a proposta do Daycoval (ID 300706984) está abaixo na necessidade das Recuperandas. Abaixo, um quadro comparativo com as principais características de cada proposta:

² Art. 69-A. Durante a recuperação judicial, nos termos dos arts. 66 e 67 desta Lei, o juiz poderá, depois de ouvido o Comitê de Credores, autorizar a celebração de contratos de financiamento com o devedor, garantidos pela oneração ou pela alienação fiduciária de bens e direitos, seus ou de terceiros, pertencentes ao ativo não circulante, para financiar as suas atividades e as despesas de reestruturação ou de preservação do valor de ativos.

Condição	Almirante (ID 300706993)	Chenus (ID 300706994)	Daycoval (ID 300706984)
Natureza	vinculante de mútuo	mandato para captação, obrigação de meio	linha de crédito de R\$ 60 milhões, com “reposição” de R\$ 30 milhões condicionada à permanência na Série A ao final de 2026
Valor	Até R\$ 150 milhões líquidos	R\$ 100 milhões	Até R\$ 60 milhões
Desembolso	Ao longo de 12 meses, conforme solicitação e necessidade de caixa demonstrada	Mín. 60% até 15/08/26; e saldo em até 30 dias do 1º desembolso	Não detalhado
Prazo	30/12/2027	Até 60 meses	36 meses
Remuneração	SELIC pro rata die	Teto de CDI + 7% a.a.	CDI + 0,73% a.m. ou CDI + 9,1% a.a.; sem IOF, CDI + 7,7% a.a
Juros	sobre os valores efetivamente desembolsados, acrescidos do <i>gross up</i>	Capitalizados mensalmente	Não detalhado
Amortização	Sem amortização	<i>Bullet</i> com cash sweep de 38% até o 12º mês e 60% do fluxo dos recebíveis a partir do 13º	Parcelado em 36 meses; prestações decrescentes
Fee de estruturação	Não previsto	2% sobre o valor disponibilizado	R\$ 2 milhões
Success fee	Não previsto	30% da economia de CDI + 7%	Não previsto
Garantias	Cessão fiduciária da totalidade dos recebíveis presentes e futuros de transmissão, arena e LFU + CRVG como avalista/devedor solidário	Cessão fiduciária de recebíveis de bilheteria e sócio-torcedor	LFU + Brax, sem detalhar

30. A Administração Judicial entende que a proposta da Almirante apresenta condições que, consideradas em conjunto, mostram-se mais apropriadas à necessidade financeira das Recuperandas, especialmente por disponibilizar linha de crédito de até R\$ 150 milhões, com desembolsos graduais ao longo de 12 meses e condicionados à efetiva necessidade de caixa, circunstância que poderá ser fiscalizada ao longo dos pedidos de desembolso, especialmente a fim de verificar a compatibilidade do financiamento com a evolução do procedimento competitivo da UPI Equity.

31. Sob esse aspecto, a liberação de linha de crédito à medida da comprovação da necessidade, mediante a devida fiscalização, representa medida fundamental para prevenir o endividamento, evitando a contratação imediata da integralidade do mútuo, pois caso a alienação da UPI Equity seja concluída antes da utilização integral da linha, ou caso outras receitas reduzam a necessidade projetada, a Vasco SAF poderá deixar de realizar novos desembolsos.

32. Quanto ao custo financeiro, conforme o *Term Sheet*, os valores efetivamente desembolsados, acrescidos dos tributos incidentes sobre a operação na forma de *gross up*, serão atualizados pela SELIC, calculada *pro rata die*, desde cada desembolso até a efetiva quitação. O financiamento vencerá em 30/12/2027, em parcela única, com possibilidade de pré-pagamento total ou parcial sem penalidade.

33. Comparativamente, a alternativa estruturada pela Chenus estabelece taxa-teto de CDI acrescida de 7% ao ano, além de remuneração fixa correspondente a 2% do valor efetivamente disponibilizado e *success fee* equivalente a 30% do benefício econômico eventualmente obtido pela contratação de taxa inferior ao referido teto. A proposta do Daycoval, por sua vez, indica remuneração de CDI acrescida de 9,1% ao ano — ou CDI acrescida de 7,7% ao ano na estrutura sem incidência de IOF —, além de *fee* de R\$ 2 milhões. Tais elementos demonstram que as condições econômicas apresentadas pela Almirante são mais favoráveis às Recuperandas.

34. O *Term Sheet* da Almirante assegura à Vasco SAF a possibilidade de pagamento antecipado, total ou parcial, sem incidência de penalidade. A previsão confere flexibilidade à operação e é vantajosa diante da perspectiva de ingresso de recursos decorrentes da implementação da UPI Equity, permitindo a redução do endividamento antes do vencimento contratual, caso haja disponibilidade financeira.

35. O *Term Sheet* prevê também que, caso a Almirante se sagre vencedora do procedimento competitivo para alienação da UPI Equity, o crédito decorrente do novo DIP poderá, a critério da financiadora, ser compensado com valores por ela devidos no âmbito da operação de investimento, observadas as condições estabelecidas no Acordo de Investimento.

- Das garantias:

36. Como garantia do financiamento, o Term Sheet prevê: **(i)** cessão fiduciária, pela Vasco SAF, da totalidade dos direitos creditórios presentes e futuros decorrentes dos contratos de transmissão, direitos de arena e direitos correlacionados, bem como dos valores devidos pela Liga Forte União; e **(ii)** aval e obrigação solidária do CRVG pelas obrigações decorrentes do financiamento.

37. Na presente operação, a cessão fiduciária alcança parcela relevante de receitas operacionais da Vasco SAF, e sua constituição deve ser examinada em conjunto com a sistemática de desembolso do financiamento e com a necessidade de preservação de recursos suficientes à continuidade das atividades das Recuperandas.

38. Assim, o fato de o limite de R\$ 150 milhões corresponder ao máximo da linha de crédito, e que os desembolsos serão realizados gradualmente e conforme a necessidade comprovada de caixa, **a Administração Judicial opina que os instrumentos definitivos prevejam proporcionalidade entre a extensão econômica da garantia e os valores efetivamente desembolsados e devidos no âmbito da operação.**

39. Feitas essas ressalvas, a garantia mediante cessão fiduciária de recebíveis encontra-se inserida na estrutura legal do financiamento DIP e, à luz das informações atualmente disponíveis, não constitui óbice à autorização da operação.

40. Registra-se, ainda, que, as Recuperandas comprometeram-se a prestar contas detalhadas acerca do ingresso e da utilização dos recursos no Incidente de Prestação de Contas nº 0984748-58.2025.8.19.0001, mantendo-se, portanto, o mecanismo de acompanhamento já estabelecido para os financiamentos anteriores.

41. Em relação ao presente financiamento, a Administração Judicial sugere que a prestação de contas também contemple prova de efetiva necessidade de caixa ao longo dos pedidos de liberação de linha de crédito.

IV – CONCLUSÃO

42. Como visto acima, a análise da Administração Judicial sobre o pedido de autorização para contratação de novo DIP considerou, de um lado, as projeções financeiras apresentadas, que indicam necessidade de recomposição de liquidez para manutenção das atividades da Vasco SAF; de outro, que se encontra em vias de ser iniciado o procedimento competitivo para alienação da UPI Equity, destinado à implementação da solução estrutural prevista no Plano de Recuperação Judicial.

43. Nesse cenário, o financiamento pretendido possui natureza transitória e instrumental, ou seja, busca assegurar recursos para que a Vasco SAF preserve sua atividade e o valor de seus ativos durante o período necessário à conclusão do procedimento competitivo e ao ingresso do investimento dele decorrente. A própria estrutura da operação contribui para essa finalidade. O montante de R\$ 150 milhões constitui limite máximo da linha de crédito, sendo os desembolsos realizados gradualmente e mediante demonstração da necessidade de caixa.

44. Acresça-se que a iminência do procedimento competitivo da UPI Equity deve ser considerada na análise da capacidade futura de pagamento do financiamento. A implementação da operação de alienação da UPI Equity deverá proporcionar ingresso de novos recursos e alteração da estrutura financeira da atividade, constituindo fonte potencial para a redução ou quitação do endividamento contraído durante o período de transição.

45. Por outro lado, a ausência de liquidez suficiente até a conclusão desse procedimento poderia comprometer justamente a preservação da atividade e do valor econômico que se pretende maximizar por meio da alienação da UPI Equity. Sob essa perspectiva, a contratação do financiamento-ponte mostra-se compatível com a finalidade de preservação da empresa que orienta o processo recuperacional.

46. Por todo o exposto, a Administração Judicial não vislumbra óbice à contratação do novo Financiamento DIP e opina favoravelmente à autorização judicial da operação, nos termos constantes do *Term Sheet* apresentado, devendo a autorização exigir, no entendimento da Administração Judicial: (i) que a utilização dos recursos seja feita conforme as necessidades

efetivamente demonstradas pela Vasco SAF; (ii) que a cessão fiduciária dos recebíveis deve ser proporcional ao crédito efetivamente utilizado; e (iii) a continuidade da prestação de contas acerca da efetiva necessidade de caixa ao longo dos desembolsos da linha de crédito, do ingresso e da utilização dos recursos no Incidente de Prestação de Contas nº 0984748-58.2025.8.19.0001.

Rio de Janeiro, 17 de agosto de 2026.



WALD ADMINISTRAÇÃO DE FALÊNCIAS E
EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL LTDA.