

**EXMO. SR. DR. JUIZ 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, considerando o pedido das Recuperandas formulado na petição de ID 175027366 para início do processo competitivo para alienação da UPI Equity, se manifestar nos seguintes termos.

1. No exercício das atribuições previstas nos arts. 22 e seguintes da Lei nº 11.101/2005, a Administração Judicial vem se manifestar sobre o pedido formulado pelas Recuperandas para início do procedimento competitivo destinado à alienação da UPI Equity, nos termos das cláusulas 4.1 e seguintes do Plano de Recuperação Judicial aprovado pelos credores e homologado por este MM. Juízo.
2. Conforme exposto pelas Recuperandas, a operação tem por objeto a constituição de nova Sociedade Anônima do Futebol (“Nova SAF”), para a qual serão vertidos os ativos desportivos da Vasco SAF, e a subsequente alienação, sob a forma de Unidade Produtiva Isolada, de ações representativas de até 90% de seu capital social total e votante, preservado o percentual relativo às ações ordinárias classe A.
3. Em observância às diretrizes estabelecidas no Plano, as Recuperandas relatam que iniciaram, ainda no início da Recuperação Judicial, processo de prospecção de potenciais investidores para a UPI Equity, no âmbito do qual a Almirante Participações

e Empreendimento S.A. (“Primeiro Proponente”) figurou entre os interessados. As tratativas evoluíram com a apresentação de manifestação inicial de interesse, celebração de Memorando de Entendimentos e estruturação de financiamento DIP, culminando na formalização de proposta vinculante para aquisição da UPI Equity, a ser submetida ao procedimento competitivo previsto no Plano.

4. Para implementação da operação, as Recuperandas celebraram, em 13/07/2026, Acordo de Investimento com o Primeiro Proponente, posteriormente aditado, contendo proposta vinculante para o procedimento competitivo, na modalidade *stalking horse*.

5. A Administração Judicial, em sua análise, verificou que a estrutura societária proposta encontra respaldo expresso no Plano de Recuperação Judicial. Com efeito, a cláusula 4.1 contempla, entre os meios de recuperação, operações de cisão, alteração do controle societário, aumento de capital e alienação de ativos sob a forma de UPIs:

4.1. Meios de Recuperação. Para contornar o momento delicado e efetivamente superar a situação de crise, o CRVG e o Vasco SAF propõem a possibilidade de adoção de medidas previstas nos artigos 50 e 53 da LRF, a saber, mas não se limitando a: (i) a concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações; (ii) realização de operações como cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações, se necessário; (iii) alteração do controle societário; (iv) aumento de capital social; (v) daça o em pagamento e/ou novação de dívidas; (vi) venda parcial de bens; (vii) equalização de encargos financeiros; (viii) conversão de dívida em capital social; (ix) venda parcial ou integral de sociedade e/ou de ativos, na forma de UPIs; (x) equalização de encargos; financeiros relativos a financiamentos, transação desses valores, conforme disposto no art. 50, IX e XII, da LRF; e (xi) modificação dos órgãos administrativos, com corte nas despesas operacionais, visando a agilidade na tomada de decisões, conforme art. 50, IV, da LRF.

6. Sobre a UPI Equity, a cláusula 4.1.2.1 prevê especificamente a possibilidade de constituição dessa UPI, composta por ações de emissão da Vasco SAF

ou de nova Sociedade Anônima do Futebol constituída com seus ativos desportivos:

4.1.2.1. UPI Equity. Poderá ser constituída, a critério das Recuperandas, Unidade Produtiva Isolada (UPI) composta pelas ações de emissão da Vasco da Gama Sociedade Anônima do Futebol (“Vasco SAF”) ou pelas ações de emissão de nova Sociedade Anônima do Futebol a ser constituída com os ativos desportivos da Vasco SAF (“Nova Vasco SAF”). A alienação da UPI Equity poderá ser realizada por meio de processo competitivo, observadas as modalidades previstas na Lei nº 11.101/2005, ficando assegurados os direitos e as prerrogativas contratuais de terceiros. O processo competitivo será regido por Edital de Venda da UPI Equity, a ser protocolado pelas Recuperandas e publicado nos autos da recuperação o judicial, o qual deverá conter, dentre outros, o preço e a forma esperada de pagamento, bem como a destinação dos recursos eventualmente apurados com a alienação da UPI Equity, inclusive, mas não se limitando, aos recursos para desenvolvimento das atividades esportivas da Nova Vasco SAF e ao fluxo financeiro destinado às Recuperandas para (i) pagamento integral dos créditos sujeitos a Recuperação o Judicial, nos termos do Plano; (ii) o pagamento de eventuais direitos e prerrogativas de terceiros sobre os ativos relacionados a UPI Equity; e (iii) o pagamento integral de créditos extraconcursais, em especial o DIP I, eventual DIP II e dívidas tributárias das Recuperandas.

7. A estrutura societária do PRJ e da proposta vinculante encontra fundamento no art. 50, incisos II, III e VI, da Lei nº 11.101/2005, que contempla, dentre os meios de recuperação judicial, a cisão de sociedade, a alteração do controle societário e o aumento de capital social.

8. Assim, a Administração Judicial entende que a alienação da UPI Equity, por meio de procedimento competitivo, corresponde ao mecanismo previsto no Plano, que estabeleceu que sua alienação deverá observar as modalidades admitidas pela Lei nº 11.101/2005, mediante procedimento regido por edital próprio.

9. Nesse contexto, o pedido das Recuperandas corresponde à deflagração do procedimento competitivo previsto no Plano, na modalidade *stalking horse*, destinado a submeter a oportunidade de investimento ao mercado e permitir a apresentação de eventuais propostas concorrentes.

10. Conforme Sumário Executivo contendo as principais disposições da proposta vinculante (ID 299396435), a proposta apresentada pelo Primeiro Proponente foi estruturada para funcionar como proposta vinculante de referência para o procedimento competitivo, conferindo-se ao Primeiro Proponente a posição de *stalking horse bidder*.

11. O mecanismo de *stalking horse* caracteriza-se pela existência de uma proposta inicial firme e vinculante, que estabelece parâmetro concreto para a alienação do ativo e, simultaneamente, permite sua submissão ao mercado para apresentação de propostas concorrentes.

12. A existência de uma proposta vinculante previamente apresentada estabelece uma referência para o certame e permite que terceiros interessados concorram pela aquisição do ativo mediante a apresentação de propostas superiores, observadas as regras previamente estabelecidas no edital.

13. Ao concordar em fixar um preço mínimo, o proponente inicial se compromete antecipadamente e assume o risco econômico relacionado ao ativo objeto da proposta. Em contrapartida, recebe da recuperanda determinados incentivos, como, por exemplo, o direito de igualar ou cobrir a melhor oferta apresentada no dia do certame.

14. A adoção do método traz benefícios ao processo de soerguimento da Recuperanda, e por conseguinte aos credores, pois baliza um preço mínimo, evita a alienação abaixo do valor de mercado e estimula a competitividade, potencializando as chances da venda do ativo por um preço maior do que o mínimo, uma vez que os participantes do certame prezarão pela apresentação do melhor preço, justamente em decorrência da possibilidade de ter sua oferta coberta pelo investidor.

15. A utilização do *stalking horse* em procedimentos de alienação de ativos no âmbito recuperacional, inclusive com a atribuição ao proponente inicial do direito de igualar ou cobrir a melhor oferta apresentada já foi reconhecida pelo E. Tribunal de

Justiça do Estado do Rio de Janeiro, conforme precedente proferido no Agravo de Instrumento nº 0005568-65.2018.8.19.0000, originário da recuperação judicial do Grupo Abengoa, referido na análise desta Administração Judicial.

16. No caso da presente Recuperação Judicial, a proposta vinculante apresentada pelo Primeiro Proponente para aquisição para aquisição da UPI Equity está consubstanciada no Acordo de Investimento, disponibilizado previamente à Administração Judicial e ao *watchdog*.

17. A proposta vinculante propõe a aquisição da UPI Equity mediante a emissão de ações ordinárias classe B nominativas e sem valor nominal a serem subscritas pela pelo Primeiro Proponente, representativas de 90% (noventa por cento) do capital social total e votante da Nova SAF (“Aumento de Capital”). As ações ordinárias classe A permanecerão de titularidade da SAF VASCO ou do CRVG, na qualidade de, respectivamente, a pessoa jurídica original e o clube, conforme definições previstas na Lei da SAF, sendo atribuídos os direitos políticos e econômicos a tal classe de ações na forma da Lei da SAF.

18. No que se refere aos aspectos financeiros da operação de alienação da UPI, a Administração Judicial entende que o procedimento competitivo deverá ter como parâmetros mínimos a proposta econômica apresentada pelo Primeiro Proponente, compreendendo não apenas o preço de subscrição das ações da Nova SAF, mas também os demais aportes, investimentos e compromissos financeiros por ele assumidos. Sob essa perspectiva, a proposta apresentada contempla:

- o aporte de R\$ 500 milhões na Nova SAF, em 5 parcelas anuais de R\$ 100 milhões por ano atualizados pelo INPC/IBGE, entre os anos de 2026 a 2030¹;

¹ O valor de R\$ 500.000.000,00 não poderá ser usado para pagar dívidas. A destinação desse valor é exclusiva para o departamento de futebol (atletas, comissão técnica, contratações)

- conversão em capital do crédito decorrente do financiamento DIP (R\$ 80.000.000,00), de forma que as Recuperandas não terão a obrigação de realizar o pagamento de tais valores, outorgando-se às Recuperandas plena, rasa, geral, irretratável e irrevogável quitação, nos termos previstos na CCB nº 8482.
- compromisso que a Nova SAF fornecerá auxílio financeiro suficiente para o cumprimento integral das obrigações previstas no Plano de Recuperação Judicial;
- compromisso que a Nova SAF fornecerá auxílio financeiro suficiente para o cumprimento integral das dívidas tributárias, previdenciárias e extraconcursais;
- a Nova SAF manterá, por 5 (cinco) anos contados do fechamento da operação, fluxo de caixa equilibrado, de modo que as receitas operacionais cubram integralmente as despesas operacionais e os investimentos ordinários, tendo por base o orçamento previsto para os dois exercícios subsequentes ao fechamento;
- realização de investimento de R\$ 120.000.000,00 (cento e vinte milhões de reais), ao longo de 10 (dez) anos, no centro de treinamento da equipe de futebol masculino profissional;
- realização de investimento de R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais), ao longo de 2 (dois) anos, em melhorias na infraestrutura das categorias de base, não se computando, para tais fins, os valores despendidos com aquisição de terrenos;
- estruturação e condução de projetos de incentivo fiscal em favor do Club

de Regatas Vasco da Gama, em valor total de até R\$150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais), a serem obtidos de forma progressiva ao longo de 10 (dez) anos;

- Caso a Nova SAF não disponha, a qualquer tempo, de recursos suficientes para o cumprimento das obrigações relativas à dívida da Recuperação Judicial, à dívida tributária e extraconcursal, ao fluxo de caixa e aos investimentos em infraestrutura (itens 1 a 4 acima), o Proponente deverá realizar os aportes adicionais necessários à integral satisfação de tais obrigações, sem que isso gere aumento de sua participação societária, diluição da SAF VASCO, ou qualquer redução do valor a ser integralizado por notas promissórias; e
- Prestação de garantias: **a)** o Proponente não poderá alienar as novas ações da Nova SAF por 10 (dez) anos, e a Nova SAF não poderá distribuir dividendos pelo mesmo prazo; **b)** constituir conta vinculada com saldo mínimo equivalente a 3 (três) meses das obrigações vincendas da recuperação judicial e da dívida tributária e extraconcursal **c)** fiança e aval concedidos por Crefipar Participações e Empreendimentos S/A e Marcos Faria Lamacchia de todas as obrigações do Primeiro Proponente e da Nova SAF.

19. A proposta prevê, ainda, *right to match* (direito de igualar o preço), *break-up fee* na hipótese de adjudicação da UPI Equity a terceiro vencedor e exigência de apresentação de caução para participação no procedimento competitivo.

20. A previsão do *right to match* em favor do Primeiro Proponente mostra-se compatível com a estrutura do procedimento competitivo. O direito de igualar a melhor proposta apresentada no certame constitui prerrogativa usualmente associada à posição do *stalking horse*, justificando-se, no caso concreto, pelo fato de o Primeiro Proponente

ter conduzido as tratativas que resultaram na formulação de proposta firme e vinculante, contribuído para a estruturação da operação e, ainda, concedido financiamento DIP às Recuperandas.

21. A atribuição desse direito deve estar disciplinada de forma objetiva e transparente no Edital, de modo que todos os potenciais interessados tenham prévio conhecimento de sua existência e das condições para seu exercício. Observadas essas cautelas, e assegurado que o procedimento permaneça efetivamente aberto à apresentação de propostas superiores por terceiros, a Administração Judicial entende que o *right to match* não compromete, por si só, a competitividade do certame, representando mecanismo concedido ao Primeiro Proponente em contrapartida aos custos, riscos e esforços previamente assumidos na estruturação da operação.

22. No mesmo sentido, a previsão de *break up fee* é uma proteção usualmente oferecida aos *stalking horses*. É essencialmente uma remuneração adicional ao *stalking horse* para induzi-lo a ser o potencial interessado inicial e estabelecer as bases para outros possíveis interessados em um leilão ou procedimento competitivo, de forma que o *break-up fee* em favor do Primeiro Proponente é, em princípio, compatível com a estrutura do procedimento competitivo concebida no Plano. Como a proposta do potencial interessado inicial define o "pisso" para o preço de compra, o *break-up fee* tem por objetivo incentivar o *stalking horse* a oferecer um "pisso" mais alto².

23. Sem prejuízo da legitimidade do mecanismo, a Administração Judicial entende que o valor de R\$ 25 milhões previsto a título de *break-up fee* merece ponderação, à luz de sua proporcionalidade e dos efeitos que poderá produzir sobre a competitividade do procedimento. Embora seja justificável e legítimo assegurar ao Primeiro Proponente proteção pelos custos, esforços e riscos incorridos na estruturação da operação, a vantagem não deve assumir dimensão capaz de desestimular a

² Recuperação Judicial. Análise comparada Brasil-Estados Unidos. André Chateaubriand Martins e Márcia Yagui. Editora Almedina, 2020, p. 268/269

participação de terceiros ou representar barreira econômica relevante à formulação de propostas superiores.

24. Quanto ao tema, a jurisprudência orienta que é *"correto garantir, à proponente, além do direito de preferência (cobrir eventuais ofertas), a compensação dos gastos com a avaliação do ativo (cláusula de "break up fee")*. Observa-se, apenas, que, se a oferta vinculante não vingar, a i. Magistrada de primeira instância deverá investigar os valores que serão ressarcidos à proponente, inclusive se razoáveis e proporcionais”³.

25. A Administração Judicial opina no sentido de que o valor do *break-up fee* deve ser compatível com sua finalidade e, simultaneamente, preservar a efetiva competitividade do certame.

26. Com relação à caução, nos leilões ou processos competitivos de alienação de ativos em processos de recuperação judicial, a exigência de uma caução para os interessados participarem do procedimento serve principalmente como uma garantia de idoneidade da proposta e como uma barreira para evitar especulação. A exigência impede que participantes façam lances fictícios e desistam depois, o que prejudicaria o cronograma de soerguimento da empresa e geraria prejuízo aos credores.

27. Nesse contexto, a Administração Judicial considera adequada a previsão, como condição para a apresentação de propostas concorrentes. A medida busca assegurar que o procedimento competitivo atraia propostas efetivamente firmes e exequíveis, apresentadas por interessados que demonstrem capacidade e comprometimento suficientes para assumir as obrigações inerentes à aquisição da UPI Equity.

³ TJ-SP - Agravo de Instrumento: 2064157-45.2023.8 .26.0000 São Carlos, Relator.: Grava Brazil, Data de Julgamento: 15/06/2023, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Data de Publicação: 15/06/2023

28. Ao ver da Administração Judicial, a exigência mostra-se especificamente pertinente diante das circunstâncias do caso concreto. O Primeiro Proponente, além de ter apresentado proposta vinculante para aquisição da UPI Equity, já assumiu exposição econômica perante as Recuperandas mediante a concessão de financiamento DIP e participou das etapas de estruturação da operação. Nesse cenário, a abertura do procedimento a propostas concorrentes deve ser acompanhada de mecanismos que assegurem que eventuais terceiros ingressem no certame com compromisso igualmente firme, evitando propostas meramente especulativas ou desprovidas de efetiva capacidade de consumação da operação.

29. A caução, desde que estabelecido em valor proporcional à dimensão econômica da operação e exigida indistintamente dos potenciais proponentes concorrentes, constitui mecanismo adequado para esse fim, sem restringir indevidamente a competitividade do certame. Ao contrário, contribui para conferir segurança, seriedade e previsibilidade ao procedimento, reduzindo o risco de frustração da alienação após a escolha de eventual proposta superior e preservando, em última análise, os interesses das Recuperandas e de seus credores.

30. Em sendo deferido por este MM. Juízo o pedido formulado pelas Recuperandas, a Administração Judicial apresentará a minuta do Edital do Procedimento Competitivo para alienação da UPI Equity.

31. A publicação do edital permitirá conferir publicidade formal à oportunidade de investimento e franquear a potenciais interessados a possibilidade de participar do procedimento nas condições previamente estabelecidas, submetendo a proposta do Primeiro Proponente ao mercado e eventuais outros interessados concorrentes.

32. Diante do exposto, considerando que:

(i) a constituição e alienação da UPI Equity encontram previsão expressa nas cláusulas 4.1 e seguintes do Plano de Recuperação Judicial;

(ii) a reestruturação societária concebida para a formação da Nova SAF se insere entre os meios de recuperação admitidos pelo art. 50 da Lei nº 11.101/2005;

(iii) o Plano prevê expressamente a realização de procedimento competitivo;

(iv) a modalidade de alienação de ativos por meio de investidor em posição de *stalking horse* incentiva a participação de terceiros no processo de venda e potencializa o valor de venda, já que todos os interessados continuam tendo o direito de apresentar seus lances em procedimento competitivo e o investidor *stalking horse* pode igualar ofertas superiores à sua;

(iv) a abertura do certame permitirá submeter a proposta vinculante apresentada ao mercado, mediante procedimento público e competitivo;

a Administração Judicial, com a ponderação sobre o valor do *break up fee*, opina favoravelmente à deflagração do procedimento competitivo nos termos da proposta vinculante apresentada pelo Primeiro Proponente, destinado à alienação da UPI Equity, na forma dos arts. 60, 66 e 142 da Lei nº 11.101/2005 e das cláusulas 4.1 e seguintes do PRJ, mediante a publicação do respectivo Edital, cuja minuta será apresentada oportunamente pela Administração Judicial.

Rio de Janeiro, 12 de agosto de 2026.



**WALD ADMINISTRAÇÃO DE FALÊNCIAS E
EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL LTDA.**