

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

Processo nº 0943414-78.2024.8.19.0001

INSUFICIÊNCIA DE CAIXA. NECESSIDADE DE PRESERVAÇÃO DA ATIVIDADE EMPRESARIAL. NOVO FINANCIAMENTO DIP. “DINHEIRO NOVO”. CARÁTER EMERGENCIAL, TRANSITÓRIO E COMPLEMENTAR. PROSPECÇÃO DE MERCADO E COMPARAÇÃO DE PROPOSTAS. CONTROLE JUDICIAL. PRESERVAÇÃO DA LIQUIDEZ ATÉ A CONCLUSÃO DO PROCESSO COMPETITIVO DE ALIENAÇÃO DA UPI E O INGRESSO DO NOVO INVESTIDOR. NECESSIDADE DE CELERIDADE DIANTE DO RISCO CONCRETO DE INADIMPLEMENTO E DE DETERIORAÇÃO DA ATIVIDADE EMPRESARIAL. NOVO FINANCIAMENTO QUE NÃO SE CONFUNDE COM A SOLUÇÃO ESTRUTURAL DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL, MAS SE DESTINA A PRESERVAR A EMPRESA DURANTE O PERÍODO DE TRANSIÇÃO.

CLUBE DE REGATAS VASCO DA GAMA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL (“CRVG”) e VASCO DA GAMA SOCIEDADE ANÔNIMA DO FUTEBOL – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL (“VASCO SAF”), já qualificada nos autos da recuperação judicial em epígrafe, vem, respeitosamente, à presença de Vossa Excelência, por seus advogados abaixo assinados, expor e requerer o que segue.

I. DA INSUFICIÊNCIA DE CAIXA E DO RISCO CONCRETO DE COLAPSO DAS ATIVIDADES

1. Em 20 de julho de 2026, este MM. Juízo autorizou a contratação de financiamento DIP no valor líquido de R\$ 40.000.000,00 (quarenta milhões de reais), a ser concedido pela ALMIRANTE PARTICIPAÇÕES E EMPREENDIMENTOS S/A

(“ALMIRANTE”), em consonância com a autorização prevista na Cláusula 4.1.3.3 do Plano de Recuperação Judicial — que permite a contratação de novos financiamentos DIP adicionais, em uma ou mais operações — e com as manifestações favoráveis da Administração Judicial, do Ministério Público e do *watchdog* (Id. 295761765).

2. A operação então submetida à apreciação deste MM. Juízo possuía finalidade específica e perfeitamente delimitada: **recompor a liquidez imediata do VASCO SAF, evitar o inadimplemento de obrigações essenciais e assegurar a continuidade regular de suas atividades durante o processo de reestruturação.**

3. Tratava-se, como registrado na própria decisão a partir da manifestação do Ministério Público, de verdadeiro “*empréstimo-ponte necessário à continuidade das atividades empresariais*”, destinado a impedir que uma insuficiência circunstancial de caixa compromettesse a operação corrente da VASCO SAF e os avanços já alcançados no âmbito desta recuperação judicial.

4. A operação cumpriu, portanto, sua função emergencial, mas não eliminou o descasamento estrutural entre os recursos gerados pela VASCO SAF e o volume de desembolsos necessários à manutenção de suas atividades. **As projeções financeiras atualizadas indicam que os recursos proporcionados pelo financiamento deverão ser integralmente consumidos até aproximadamente 20 de agosto de 2026 e que, a partir de então, a VASCO SAF não disporá de liquidez suficiente para honrar o conjunto de obrigações previsto para os meses subsequentes.**

5. Com efeito, as projeções financeiras atualizadas revelam que a VASCO SAF deverá auferir, ao longo do exercício de 2026, **receitas da ordem de R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais)**, enquanto suas despesas deverão alcançar **aproximadamente R\$ 800.000.000,00 (oitocentos milhões de reais)**. Há, portanto, um **descasamento de aproximadamente R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais)** entre as entradas e saídas projetadas para o exercício, evidenciando que, no atual estágio, **a SAF opera de forma deficitária.**

6. Não se está, portanto, diante de uma insuficiência de caixa meramente circunstancial ou decorrente de um descompasso pontual entre determinadas entradas e saídas. Os números projetados demonstram a existência de um **déficit financeiro**

relevante e persistente, que exige a adoção de medidas concretas de recomposição da liquidez para que a companhia consiga preservar a continuidade de suas atividades e cumprir regularmente suas obrigações.

7. Conforme demonstra a projeção de fluxo de caixa que acompanha esta manifestação, a necessidade adicional de liquidez deverá alcançar aproximadamente até R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais) até 31 de outubro de 2026, aumentando em aproximadamente R\$ 60.000.000,00 até o encerramento do exercício, quando deverá atingir o total acumulado de cerca de R\$ 210.000.000,00 (duzentos e dez milhões de reais):

Projeção de Fluxo de Caixa 2026 VG SAF	Real	Real	Projetado	Projetado	Projetado	Projetado	Projetado
	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro	2º Semestre 2026
Saldo de Caixa Inicial	9,3	15,0	(82,7)	(118,7)	(150,0)	(188,7)	9,3
Fluxo de receitas	11,8	29,7	23,2	17,5	17,4	61,2	160,8
Fluxo de Pagamentos Operacionais	(37,1)	(43,8)	(33,4)	(33,3)	(45,1)	(44,2)	(237,0)
Fluxo de Investimentos	(2,3)	(69,3)	(18,4)	(6,8)	(3,3)	(5,3)	(105,3)
Fluxo de Caixa Financeiro	39,7	(0,6)	(0,6)	(3,1)	(3,3)	(26,5)	5,5
Fluxo Reestruturação (RJ e Tributos)	(5,5)	(13,7)	(6,8)	(5,6)	(4,4)	(7,2)	(43,3)
Fluxo de Caixa do Período	6,5	(97,7)	(36,0)	(31,3)	(38,7)	(22,0)	(219,2)
Saldo de Caixa Final	15,0	(82,7)	(118,7)	(150,0)	(188,7)	(210,7)	(209,9)

8. A insuficiência projetada decorre de obrigações diretamente relacionadas à continuidade da atividade: salários de atletas e demais profissionais, direitos de imagem, encargos trabalhistas e tributários, fornecedores, despesas operacionais, compromissos vinculados à formação e à manutenção do elenco de jogadores, parcelas previstas no Plano de Recuperação Judicial e obrigações decorrentes da transação fiscal.

9. **As projeções atualizadas demonstram que, sem novo ingresso de recursos, a VASCO SAF enfrentará dificuldades para fazer frente aos compromissos previstos para os próximos meses e para assegurar a regularidade de suas atividades, o que reforça a necessidade de adoção de medidas destinadas ao reforço de sua liquidez.**

10. Os dados acima permitem dimensionar, de forma objetiva, a gravidade do quadro. Embora a companhia tenha expectativa de geração de aproximadamente R\$ 500.000.000,00 em receitas durante o exercício, o volume de despesas projetado é

significativamente superior, alcançando cerca de R\$ 800.000.000,00. A necessidade de financiamento, portanto, não decorre de uma simples antecipação de recebíveis ou de uma conveniência financeira, mas da necessidade de suprir um *déficit* de caixa que, mantidas as atuais projeções, alcançará centenas de milhões de reais ao longo do exercício.

11. Não se trata, portanto, de mera necessidade de otimização financeira, de conveniência administrativa ou de dificuldade relacionada a uma obrigação isolada.

12. Caso esses recursos não sejam obtidos em tempo útil, a consequência será o inadimplimento de obrigações essenciais, a formação de novos passivos, a interrupção progressiva das atividades e, em última instância, **o colapso financeiro e operacional da companhia**. Essa afirmação não possui caráter retórico: **ela decorre diretamente da curva de consumo de caixa e das obrigações que vencerão até o encerramento do exercício**.

13. Os efeitos desse cenário, ademais, não se limitam ao pagamento das despesas correntes. Em uma sociedade empresária dedicada à exploração econômica do futebol, a deterioração da capacidade operacional compromete o desempenho esportivo, reduz as principais fontes de receita e diminui o valor dos ativos da companhia, aprofundando o próprio desequilíbrio que se pretende superar.

14. É importante considerar, contudo, a elevada volatilidade inerente à atividade econômica do futebol, cujas receitas e necessidades de caixa podem sofrer variações relevantes ao longo do exercício em razão de fatores esportivos, comerciais e, especialmente, da negociação de direitos econômicos de atletas. Nesse contexto, uma eventual transferência relevante de atleta durante a atual janela de transferências, que permanecerá aberta até 11 de setembro de 2026, poderá proporcionar ingresso extraordinário de recursos e, conseqüentemente, reduzir a necessidade de liquidez projetada para os próximos meses. Caso venha a se concretizar, referido ingresso será naturalmente incorporado às projeções financeiras da companhia e poderá reduzir, na mesma proporção, a necessidade de financiamento-ponte ora projetada.

15. Essa possibilidade, contudo, não pode ser considerada, neste momento, como premissa segura para o planejamento financeiro da companhia. Até a presente data, não

há prognóstico concreto de realização de operação de transferência de atleta em valor suficiente para alterar significativamente a necessidade de caixa projetada. A eventual realização de uma venda relevante, caso venha a ocorrer, deverá ser naturalmente refletida nas projeções financeiras e poderá reduzir, total ou parcialmente, a necessidade de financiamento-ponte. Enquanto isso não ocorrer, porém, a VASCO SAF precisa trabalhar com o cenário financeiro atualmente projetado, sem atribuir a uma receita extraordinária e incerta a função de financiar obrigações que possuem vencimento certo e próximo.

16. É o que se passa a demonstrar.

II. DA ALIENAÇÃO DA UPI EQUITY COMO SOLUÇÃO ESTRUTURAL E DA NECESSIDADE DE PRESERVAÇÃO DA VASCO SAF ATÉ SUA CONCLUSÃO

17. O quadro exposto no capítulo anterior revela que a obtenção de nova liquidez é indispensável, mas não constitui, por si só, a solução definitiva para o desequilíbrio financeiro da VASCO SAF. **O financiamento permitirá preservar a continuidade das atividades no curto prazo; a solução estrutural depende da conclusão do processo competitivo destinado à alienação da UPI Equity e do consequente ingresso de novo investimento compreensivo e estrutural.**

18. A alienação da UPI Equity não representa simples venda de ativos para a obtenção pontual de recursos. Trata-se da medida prevista na Cláusula 4.1.2.1 do Plano de Recuperação Judicial para viabilizar a reorganização societária da VASCO SAF, o ingresso de novo investidor e a capitalização necessária à superação duradoura de sua crise econômico-financeira.

19. Essa solução estrutural já possui, inclusive, uma referência econômica concreta. O acordo de investimento celebrado com a ALMIRANTE prevê **proposta vinculante** que será apresentada como *stalking horse* e, portanto, constituirá a proposta inicial do processo competitivo judicial destinado à alienação da UPI Equity, a qual pode ser superada por qualquer interessado, desde que observadas as regras do edital.

20. A proposta parte de uma premissa econômica clara: **a Nova SAF, constituída a partir dos ativos desportivos da VASCO SAF, que atualmente gera receitas da ordem de R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais) por ano, deverá, sob a gestão do novo Investidor, elevar sua capacidade de geração de receitas para aproximadamente R\$ 800.000.000,00 (oitocentos milhões de reais) anuais, de forma a manter o seu fluxo financeiro equilibrado.**

21. Caso esse incremento de receitas ocorra e o equilíbrio do fluxo financeiro não seja alcançado, **o novo Investidor terá a obrigação de realização de aportes adicionais, além do aporte obrigatório de R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais), para suprir a insuficiência financeira da Nova SAF, tomando-se como referência a atual estrutura econômica da VASCO SAF. Considerando a diferença aproximada de R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) entre as receitas atualmente geradas e o patamar de receitas projetado, os aportes adicionais poderão atingir até R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) por ano, pelo período de cinco anos, o que corresponde a um aporte adicional total de até R\$ 1.500.000.000,00 (um bilhão e quinhentos milhões de reais) ao longo desse período.**

22. Além disso, a VASCO SAF tem obrigações decorrentes do **pagamento do plano de recuperação judicial e de créditos extraconcursais, inclusive dívidas tributárias e previdenciárias**, que não estão contempladas no fluxo financeiro acima. Dessa forma, o **desequilíbrio financeiro da VASCO SAF é ainda superior** aos R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) anuais. Da mesma forma, a proposta vinculante endereça a questão financeira de forma estrutural, estabelecendo que o novo Investidor terá a obrigação de assegurar que a Nova SAF tenha recursos suficientes e preste **auxílios financeiros** às Recuperandas para o cumprimento de tais obrigações.

23. **Portanto, a estrutura econômica do processo competitivo de alienação da UPI Equity, a partir da proposta vinculante do stalking horse, evidencia a dimensão do desequilíbrio atualmente enfrentado pela VASCO SAF e, ao mesmo tempo, a existência de mecanismo contratual destinado a assegurar a sua superação por meio da solução estrutural encontrada pela companhia.** A premissa é que o novo Investidor seja capaz de elevar a geração recorrente de receitas da Nova SAF ao patamar necessário à sustentação de suas atividades e do pagamento das

obrigações da VASCO SAF e do CRVG. **Caso isso não ocorra, há obrigação de realização de aportes para cobertura da insuficiência correspondente, preservando a capacidade financeira da Nova SAF durante o período de cinco anos.**

24. A VASCO SAF, contudo, **não dispõe de liquidez suficiente para aguardar a conclusão de todas as etapas do processo competitivo judicial sem uma fonte intermediária de recursos.** Como demonstrado, o caixa atualmente disponível **deverá ser consumido até aproximadamente 20 de agosto de 2026, enquanto a necessidade acumulada de liquidez poderá alcançar R\$ 210 milhões até o encerramento do exercício.**

25. **Existe, portanto, relação direta entre o tempo necessário à conclusão da alienação da UPI Equity e o volume de financiamento de que a VASCO SAF necessitará para preservar suas atividades.** Quanto mais rapidamente ocorrer o ingresso do novo investimento, menor será a necessidade de financiamento-ponte.

26. O financiamento DIP não substitui, concorre com ou reduz a importância da alienação da UPI Equity. Ao contrário, possui função estritamente complementar e transitória: assegurar que a VASCO SAF permaneça em atividade enquanto se conclui a solução definitiva prevista no Plano de Recuperação Judicial.

27. **Sem essa liquidez intermediária, existe o risco concreto de que a VASCO SAF não consiga alcançar a conclusão do processo competitivo da UPI Equity em condições operacionais minimamente estáveis.** O inadimplemento de obrigações essenciais, a redução das atividades, a deterioração do elenco e a perda de receitas comprometeriam não apenas a continuidade imediata da companhia, mas também o valor econômico do próprio ativo que se pretende alienar. **De outro lado, o descumprimento de obrigações do Plano de Recuperação Judicial geraria instabilidade processual e institucional insuportáveis.**

28. A urgência de caixa também pode afetar diretamente as condições da alienação. Uma companhia pressionada pela iminência de inadimplementos e pela interrupção de suas atividades negocia em posição de maior fragilidade, circunstância capaz de reduzir a competitividade do processo, limitar o universo de alternativas disponíveis e comprometer o valor das propostas apresentadas.

29. Portanto, o financiamento DIP pretendido possui natureza essencialmente transitória: destina-se a suprir o intervalo entre o esgotamento dos recursos atualmente disponíveis e o ingresso do investimento decorrente da alienação da UPI Equity. Em termos objetivos, o volume de financiamento necessário corresponderá ao custo financeiro desse intervalo: **quanto mais rapidamente for concluída a alienação da UPI Equity, menor será o período a ser financiado e, conseqüentemente, o valor do DIP; a cada mês de demora, porém, novas obrigações se acumularão e maior será a quantidade de recursos necessária para manter a VASCO SAF em funcionamento.**

30. A celeridade na conclusão do processo competitivo da UPI Equity interessa, portanto, à VASCO SAF, aos seus credores e a todos os envolvidos nesta recuperação judicial. Cada redução do período necessário ao ingresso do novo investimento representa menor necessidade de endividamento, menor consumo de caixa e maior preservação do valor da companhia.

31. Até que isso ocorra, contudo, a VASCO SAF precisa conservar sua capacidade de operar, disputar as competições, gerar receitas e preservar o valor de seus ativos. É essa necessidade que justifica a adoção imediata das medidas destinadas à obtenção de financiamento-ponte em condições compatíveis com sua situação e com os interesses de seus credores.

III. DA NECESSIDADE DE PRESERVAÇÃO DA CAPACIDADE DE GERAÇÃO DE RECEITAS

32. A insuficiência de caixa demonstrada nos capítulos anteriores não ameaça apenas o cumprimento das obrigações que vencerão nos próximos meses. Consideradas as particularidades da atividade desenvolvida pela VASCO SAF, **a ausência de recursos também compromete a adoção das medidas necessárias à preservação de sua capacidade esportiva e, conseqüentemente, de suas principais fontes de receita.**

33. Em uma sociedade empresária dedicada à exploração econômica do futebol, desempenho esportivo e resultado financeiro são elementos indissociáveis. A posição ocupada nas competições influencia diretamente as receitas

provenientes de direitos de transmissão, premiações, patrocínios, bilheteria, hospitalidade, programas de sócios e negociação de atletas.

34. Em qualquer atividade empresarial, a preservação da fonte produtora exige a manutenção das estruturas e dos recursos indispensáveis à geração de receitas. A mesma lógica se aplica à sociedade empresária dedicada à exploração econômica do futebol.

35. Embora o atleta não possa ser juridicamente tratado como um “*bem de capital*”, **o elenco constitui, sob a perspectiva econômica, o principal núcleo operacional da VASCO SAF.** É por meio dele que a companhia disputa competições, atrai público, valoriza contratos comerciais, recebe premiações e forma direitos suscetíveis de exploração econômica no mercado de transferências.

36. A dimensão econômica desses vínculos é expressamente reconhecida pelo art. 94 da Lei nº 14.597/2023 — Lei Geral do Esporte —, que define como direitos econômicos os resultados ou proveitos oriundos da transferência temporária ou definitiva do vínculo esportivo, do pagamento de cláusula indenizatória esportiva ou de compensação pela rescisão contratual.

37. **A legislação setorial reconhece, portanto, que os vínculos esportivos mantidos com atletas podem produzir resultados econômicos diretamente apropriáveis pela entidade desportiva.** A formação, a aquisição e a valorização desses direitos não se limitam ao custeio ordinário da atividade: podem gerar receitas por meio de transferências, cessões e cláusulas indenizatórias, integrando a posição patrimonial e a capacidade de geração de caixa da companhia.

38. A relevância econômica do elenco também pode ser dimensionada a partir de referências externas de mercado. Segundo a plataforma especializada *Transfermarkt*, o atual elenco da VASCO SAF possui valor de mercado estimado em aproximadamente € 108,5 milhões, figurando entre os mais valiosos da Série A do Campeonato Brasileiro.¹

39. Embora essa estimativa não constitua avaliação contábil ou laudo sobre os direitos econômicos efetivamente detidos pela companhia, **ela oferece referência**

¹ <https://www.transfermarkt.com.br/cr-vasco-da-gama/startseite/verein/978>

objetiva da magnitude patrimonial da estrutura esportiva cuja preservação se pretende assegurar.

40. Evidentemente, a disponibilização de recursos não assegura determinado resultado esportivo. O desempenho em campo depende de múltiplas variáveis e não pode ser objeto de garantia. **O que o financiamento proporciona é a possibilidade de a administração da VASCO SAF adotar, em tempo útil, as medidas técnicas consideradas necessárias para reduzir um risco de elevada materialidade financeira. Trata-se de instrumento de mitigação, e não de promessa de resultado.**

41. A deterioração da capacidade esportiva, por isso, não representa problema exclusivamente desportivo. Ela pode reduzir a capacidade de geração de receitas da VASCO SAF, diminuir o valor dos direitos econômicos vinculados aos atletas, pressionar ainda mais o fluxo de caixa e comprometer o cumprimento das obrigações assumidas no âmbito da recuperação judicial.

42. Eventual queda para a Série B produziria impacto financeiro especialmente grave. Além da redução imediata das receitas esportivas, a VASCO SAF permaneceria vinculada a uma estrutura de custos dimensionada para a disputa da primeira divisão, uma vez que o rebaixamento não extingue nem reduz automaticamente os contratos e as obrigações anteriormente assumidos.

43. A redução mais imediata tende a alcançar os direitos de transmissão e as premiações, cujos valores são substancialmente influenciados pela competição disputada e pelo desempenho da equipe. O rebaixamento também reduz as possibilidades ordinárias de classificação para competições continentais e, conseqüentemente, de obtenção das receitas decorrentes da participação e do avanços torneos.

44. A menor exposição nacional pode afetar, ainda, o valor comercial dos patrocínios, a bilheteria, a hospitalidade, os programas de sócios e a venda de produtos oficiais. A redução de público, consumo e engajamento não atinge apenas o resultado de cada partida, mas diminui a recorrência de receitas fundamentais à sustentação cotidiana da atividade.

45. **O rebaixamento também tende a reduzir o potencial de valorização e negociação dos atletas.** Ao mesmo tempo em que a menor exposição pode depreciar os direitos econômicos, a necessidade urgente de geração de caixa enfraquece a posição negocial da companhia e pode impor a venda antecipada de ativos em condições desfavoráveis.

46. **Esses efeitos não se restringem a projeções teóricas. As demonstrações financeiras de outros clubes de grande porte permitem mensurar, de forma concreta, a ordem de grandeza da perda de receitas associada à disputa da Série B.**

47. O exemplo mais recente é o do Athletico Paranaense (“ATHLETICO”). Entre 2024, temporada disputada na Série A, e 2025, exercício em que o clube disputou a Série B, as rubricas selecionadas abaixo sofreram redução conjunta de R\$ 131 milhões:

Receita/ativo	2024 Série A	2025 Série B	Variação	Variação %
Direitos de transmissão, televisionamento	30,4	9,8	(20,6)	(67,7%)
Patrocínios	20,4	22,7	2,3	11,3%
Bilheteria e hospitalidade ¹	26,1	18,9	(7,2)	(27,7%)
Sócio-torcedor	59,3	48,4	(10,9)	(18,4%)
Premiações e participações	27,2	13,9	(13,3)	(49,0%)
Venda e negociação de atletas	284,6	203,3	(81,3)	(28,6%)
Total das linhas selecionadas	448,0	317,0	(131,0)	(29,2%)
¹ Soma das receitas de bilheteria e camarotes, mantendo o Sócio Furacão em uma linha separada.				

(Quadro 1 – Comparativo de receitas do Athletico Paranaense: Série A x Série B)²

48. Os dados são especialmente expressivos: o televisionamento foi reduzido em **67,7%**; as premiações e participações, em **49%**; a bilheteria e os camarotes, em **27,7%**; e o programa de sócios, em **18,4%**. O fato de os patrocínios terem apresentado elevação no mesmo período apenas reforça a credibilidade do comparativo: não se pressupõe

² Fonte: demonstrações financeiras do Club Athletico Paranaense relativas ao exercício de 2024 e 2025.

queda uniforme de todas as rubricas, mas se demonstra que o desempenho positivo de uma linha específica é incapaz de compensar a retração das principais receitas esportivas.

49. Como se não bastassem as expressivas perdas de receita acima demonstradas, o quadro não captura uma das consequências mais graves do rebaixamento: **essa retração ocorre de forma imediata, sem ser acompanhada por diminuição equivalente da estrutura de custos. O clube disputa a Série A, elabora seu orçamento, dimensiona seu elenco e assume obrigações com base nas receitas esperadas para a primeira divisão. A queda para a Série B, contudo, não desfaz os contratos anteriormente celebrados nem reduz automaticamente os valores neles previstos.**

50. O mesmo fenômeno pode ser observado nas demonstrações financeiras do Grêmio Foot-Ball Porto Alegrense (“GRÊMIO”). **Entre 2021, quando disputou a Série A, e 2022, temporada disputada na Série B, a receita total de sua atividade esportiva caiu de R\$ 467,2 milhões para R\$ 288 milhões:**

Receita/ativo	2021 Série A	2022 Série B	Variação	Variação %
Direitos de transmissão	190,6	70,0	(120,7)	(63,3%)
Patrocínios e publicidade	45,4	44,0	(1,4)	(3,1%)
Bilheteria e hospitalidade ¹	0,2	0,1	(0,1)	(49,4%)
Sócio-torcedor ²	56,1	53,3	(2,7)	(4,9%)
Premiações	N/D	N/D	N/D	N/D
Venda e empréstimo de atletas	156,2	96,7	(59,5)	(38,1%)
Receita total da atividade do desporto	467,2	288,0	(179,3)	(38,4%)

(Quadro 2 – Comparativo de receitas do GRÊMIO: Série A x Série B)³

³ Fonte: demonstrações financeiras do GRÊMIO relativas ao exercício de 2021 e 2022.

51. **A retração alcançou R\$ 179,3 milhões, correspondente a 38,4% da receita da atividade esportiva. Somente os direitos de transmissão foram reduzidos em 63,3%, passando de R\$ 190,6 milhões para R\$ 70 milhões.**

52. **Ou seja, a passagem da Série A para a Série B foi acompanhada por retrações anuais de R\$ 131 milhões e R\$ 179,3 milhões nas receitas examinadas. Não se trata de impacto marginal ou passível de ser absorvido sem consequências sobre a operação, mas de redução capaz de alterar profundamente o equilíbrio econômico de uma sociedade empresária.**

53. **Evidentemente, não se pretende equiparar integralmente as realidades econômicas de ATHLETICO, GRÊMIO E VASCO SAF, tampouco sustentar que o rebaixamento tenha sido a única variável responsável pelos resultados observados, muito menos insinuar que a VASCO SAF esteja admitindo a possibilidade de rebaixamento desde logo. A relevância dos exemplos reside na consistência do padrão verificado em dois clubes de grande porte, em períodos distintos: retração acentuada das receitas esportivas e impossibilidade de redução proporcional e imediata da estrutura de custos.**

54. **Importante pontuar que, para a VASCO SAF, que já se encontra em recuperação judicial, a materialização desse descasamento seria ainda mais grave. Os efeitos alcançariam diretamente o cumprimento do Plano de Recuperação Judicial. A retração das receitas pressionaria a liquidez, aumentaria a dependência de novos empréstimos, antecipações de recebíveis e vendas de atletas e restringiria os recursos disponíveis para o pagamento dos credores concursais e extraconcursais.**

55. **Não existe, assim, uma escolha entre preservar a atividade esportiva e cumprir as obrigações financeiras. Na realidade, as duas providências são complementares: sem a preservação da atividade esportiva, deterioram-se justamente as receitas e os ativos necessários ao pagamento das obrigações e ao êxito da recuperação judicial.**

56. **A deterioração da capacidade esportiva também alcançaria diretamente o processo competitivo destinado à alienação da UPI Equity. Uma sociedade**

participante da Série A, dotada de maior exposição, receitas e capacidade de valorização de seus atletas, possui valor econômico superior ao de uma companhia submetida às limitações próprias da segunda divisão. O rebaixamento poderia depreciar, portanto, justamente a atividade empresarial cuja alienação deverá viabilizar o ingresso do novo investidor e a capitalização definitiva da VASCO SAF.

57. Essa conclusão converge diretamente com o princípio consagrado no art. 47 da Lei nº 11.101/2005, segundo o qual a recuperação judicial deve viabilizar a superação da crise econômico-financeira por meio da manutenção da fonte produtora e da preservação dos interesses dos credores. **No caso da VASCO SAF, preservar a fonte produtora significa manter a companhia em funcionamento, conservar sua capacidade esportiva e proteger as receitas e os direitos econômicos que sustentam sua atividade.**

58. Que fique claro: deixar de adotar as medidas necessárias neste momento não eliminaria o risco financeiro, mas apenas o transferiria para o futuro próximo, em proporções potencialmente muito superiores. **A aparente economia imediata poderia resultar em perda anual de receitas de centenas de milhões de reais, depreciação dos ativos esportivos e necessidade de obtenção de novos recursos em condições ainda mais adversas.**

59. Assim, é de se concluir que o custo de agir agora é inferior ao custo potencial da inércia. Até que se concretize a solução estrutural representada pela alienação da UPI Equity, a VASCO SAF precisa preservar sua capacidade de operar, disputar as competições e gerar as receitas das quais dependem a continuidade de suas atividades e o pagamento de seus credores.

60. O financiamento-ponte constitui o instrumento necessário para atravessar esse período: quanto mais rapidamente ingressar o novo investidor, menor será o volume de recursos a ser financiado; quanto maior a demora, maior será o custo necessário para manter a companhia em funcionamento e preservar o seu valor econômico.

IV. DA CONTRATAÇÃO DO NOVO FINANCIAMENTO DIP

61. Diante da dimensão da necessidade financeira demonstrada nos capítulos anteriores, a VASCO SAF realizou, como nas rodadas anteriores, processo competitivo privado destinado a prospectar o mercado e identificar instituições financeiras interessadas em disponibilizar os recursos necessários à preservação de suas atividades até a conclusão da alienação da UPI Equity.

62. A adoção desse procedimento permitiu que a contratação seja precedida por efetivo teste de mercado, conferindo maior transparência ao processo de obtenção dos recursos e permitindo a identificação das condições mais favoráveis à VASCO SAF e aos seus credores.

63. **Nesse contexto, a VASCO SAF apresenta anexas as propostas obtidas no mercado, bem como o term-sheet da proposta de financiamento DIP mais vantajosa**, contendo os respectivos termos e condições essenciais, inclusive o valor a ser disponibilizado, o custo financeiro, o prazo da operação, a forma de amortização, as garantias envolvidas, as condições para desembolso e os demais elementos relevantes da operação, abaixo resumidos:

QUADRO-RESUMO	
Financiador	Almirante Participações e Empreendimentos S/A (“Almirante”)
Natureza da operação	Financiamento na modalidade Debtor-in-Possession
Montante	até R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais) líquidos, acrescidos dos tributos incidentes sobre a operação, na forma de <i>gross up</i> ao longo de 12 (doze) meses, mediante solicitação da VASCO SAF
Forma de Desembolso	SELIC, calculada <i>pro rata die</i> sobre os valores efetivamente desembolsados, desde cada desembolso até a quitação
Vencimento	30 de dezembro de 2027
Possibilidade de Compensação	Caso a ALMIRANTE se sagre vencedora do processo competitivo de alienação da UPI Equity, os valores desembolsados poderão ser compensados com os aportes previstos no Acordo de Investimentos celebrado

	com o CRVG
Forma de Amortização	pagamento em parcela única na data de vencimento, sem previsão de cronograma de amortizações intermediárias, assegurado à VASCO SAF o direito de realizar o pagamento antecipado, total ou parcial, sem incidência de penalidade
Garantias	(i) cessão fiduciária, pela VASCO SAF, da totalidade dos direitos creditórios, presentes e futuros, decorrentes dos contratos de direitos de transmissão, direitos de arena e demais direitos correlacionados, bem como de quaisquer outros valores devidos pela Liga Forte União à VASCO SAF, inclusive aqueles decorrentes do contrato de aquisição de parte dos direitos de arena; e (ii) aval e obrigação solidária do CRVG, abrangendo as obrigações principais e acessórias decorrentes do DIP
Destinação	Recomposição da liquidez e preservação das operações correntes das Recuperandas, inclusive para o cumprimento do Plano de Recuperação Judicial, da transação fiscal e de obrigações extraconcursais essenciais

64. Cumpre acrescentar que, assim como ocorreu por ocasião do financiamento DIP autorizado por este MM. Juízo em 20 de julho de 2026, as Recuperandas submeteram previamente à CREFISA as condições essenciais da nova operação, para que pudesse se manifestar acerca do direito de preferência previsto no instrumento relativo ao financiamento DIP celebrado em outubro de 2025.

65. Após analisar as condições do Novo Financiamento DIP, a CREFISA declarou expressamente que não exercerá o referido direito de preferência em relação à nova operação, segundo declaração que ora se junta aos autos.

66. Conforme se depreende do *term sheet*, a proposta mais vantajosa foi apresentada pela ALMIRANTE, que já prestou o financiamento DIP autorizado por esse D. Juízo em 20 de julho de 2026, no valor líquido de R\$ 40.000.000,00 (quarenta milhões

de reais), e apresentou a proposta vinculante (*stalking horse*) do processo competitivo de alienação da UPI Equity.

67. **Não é por acaso que a ALMIRANTE apresentou a proposta mais vantajosa. Além de compreender a fundo o desequilíbrio financeiro da VASCO SAF e sua real necessidade de caixa, a ALMIRANTE entende que o valor de mercado da VASCO SAF é impactado pela deterioração dos ativos, decorrente da ausência de recursos necessários para o cumprimento das obrigações correntes e financeiras, inclusive desta recuperação judicial. A perda de competitividade e eventual rebaixamento da VASCO SAF são eventos que, no entender de qualquer Investidor, não apenas da ALMIRANTE, poderiam inviabilizar ou reduzir significativamente as chances de sucesso do próprio processo competitivo para alienação da UPI Equity.**

68. Dessa forma, a estrutura ora adotada concilia a urgência da obtenção dos recursos com a necessidade de controle e transparência indispensáveis à recuperação judicial. Embora o processo de seleção tenha sido conduzido privadamente pela VASCO SAF, o controle judicial sobre a operação permanece integralmente preservado, uma vez que a contratação somente será formalizada após autorização deste MM. Juízo, após oitiva **da Administração Judicial, do *watchdog*, do *gatekeeper* e do Ministério Público, conforme vier a ser determinado por este MM. Juízo.**

69. O processo competitivo privado destinado à contratação do DIP não se confunde com o processo competitivo judicial de alienação da UPI Equity. Como exposto, os dois procedimentos possuem objetos distintos, mas integram a mesma estratégia de preservação e reestruturação da VASCO SAF: a alienação judicial da UPI Equity viabilizará a capitalização definitiva da companhia, enquanto o DIP proporcionará os recursos necessários para mantê-la em funcionamento até o ingresso do novo investidor.

70. O processo competitivo privado conduzido pela VASCO SAF representa, portanto, uma resposta imediata à insuficiência de caixa demonstrada nesta manifestação. Sua célere conclusão, mediante autorização deste MM. Juízo para a contratação do novo financiamento DIP, é essencial, para evitar que os recursos disponíveis se esgotem e a continuidade das atividades da VASCO SAF fiquem comprometidas.

V. NECESSIDADE E URGÊNCIA DA MEDIDA

71. A urgência decorre do reduzido intervalo entre a conclusão do processo competitivo privado e o esgotamento dos recursos atualmente disponíveis. Como demonstrado, as projeções indicam que o caixa da VASCO SAF poderá ser integralmente consumido até aproximadamente 20 de agosto de 2026.

72. **Até lá, há apenas 7 dias.** Nesse período, será necessário colher as manifestações da Administração Judicial, do Ministério Público, do *watchdog* e do *gatekeeper*, obter a autorização deste MM. Juízo, negociar e formalizar os instrumentos definitivos, cumprir eventuais condições precedentes e viabilizar o desembolso dos recursos.

73. A necessidade de liquidez não será atendida pela simples apresentação do term sheet ou pela autorização judicial da contratação. **Os recursos somente estarão efetivamente disponíveis após a conclusão das etapas necessárias à formalização da operação e à realização do primeiro desembolso.** Por isso, a apreciação do pedido não pode ocorrer apenas quando o caixa já estiver esgotado.

74. Não fosse suficiente, no plano esportivo, a urgência também é concreta. A segunda janela de transferências de 2026 se encerrará em 11 de setembro, e eventuais operações ainda dependerão de negociação, formalização dos respectivos instrumentos e registro dos atletas.

75. A demora na disponibilização dos recursos reduzirá progressivamente as alternativas disponíveis e poderá retirar parte substancial da utilidade econômica do financiamento.

76. Convergem, portanto, dois marcos temporais objetivos e próximos: **(i) a progressiva deterioração da liquidez da VASCO SAF; e (ii) o encerramento da janela de transferências.**

77. Uma autorização concedida apenas após a deterioração do caixa não será capaz de desfazer inadimplementos já ocorridos, recuperar oportunidades negociais perdidas ou recompor integralmente os prejuízos decorrentes da interrupção ou redução das atividades.

78. **Diante desse cenário, é indispensável a imediata análise deste pedido de autorização de contratação de financiamento DIP, com tramitação prioritária,** de modo que o primeiro desembolso possa ocorrer antes da materialização dos riscos financeiros, operacionais e esportivos demonstrados nesta manifestação.

VI. DA AQUIESCÊNCIA DAS RECUPERANDAS COM A PROPOSTA DE HONORÁRIOS DO *GATEKEEPER*

79. Em atenção ao despacho de ID 300418604, que determinou a manifestação dos interessados acerca da proposta de honorários apresentada por GUSSEM E LEMOS BASTO ADVOGADOS ASSOCIADOS, na qualidade de observador judicial (*gatekeeper*), as RECUPERANDAS manifestam sua expressa aquiescência com os honorários propostos, nos exatos termos apresentados na petição de ID 299884680.

80. A presente manifestação é apresentada sem prejuízo do início imediato dos trabalhos do *gatekeeper*, já expressamente determinado por este MM. Juízo, que consignou que a apreciação da proposta de honorários não retardaria o início da atuação do auxiliar do Juízo.

VII. CONCLUSÃO E PEDIDOS

81. A insuficiência de caixa demonstrada nesta manifestação é concreta, progressiva e incompatível com os recursos atualmente disponíveis. Sem o ingresso de novo capital, a VASCO SAF ficará exposta ao inadimplemento de obrigações essenciais, à formação de novos passivos e à deterioração de sua capacidade esportiva, de suas receitas e de seu valor empresarial.

82. **A solução definitiva para essa crise reside na realização imediata do processo competitivo judicial destinado à alienação da UPI Equity e no consequente ingresso de novo investidor, o que já foi requerido por meio da manifestação de ID 175027366. O financiamento DIP possui função**

complementar e transitória: preservar a VASCO SAF até que essa solução estrutural seja implementada.

83. **As duas medidas devem avançar de forma coordenada e urgente. Quanto mais rapidamente for concluída a alienação da UPI Equity, menor será a necessidade de financiamento e de endividamento da VASCO SAF. Enquanto o novo investimento não ingressar, contudo, a companhia precisará obter os recursos necessários para manter suas atividades, preservar suas receitas e impedir a deterioração do próprio ativo que se pretende alienar.**

84. Com esse objetivo, a VASCO SAF já realizou processo competitivo privado para a seleção do novo financiamento DIP e obteve propostas concorrentes, tendo a proposta da ALMIRANTE sido a mais vantajosa. Dessa forma, a VASCO SAF apresenta anexo term sheet da proposta de novo financiamento DIP da ALMIRANTE, contendo resumo de seus termos e condições essenciais.

85. A gravidade da situação exige que a manifestação dos órgãos de fiscalização e a apreciação do pedido de autorização ocorram em prazos compatíveis com a disponibilidade de caixa da VASCO SAF. **A resposta jurisdicional, respeitosamente, precisa anteceder o colapso que se pretende evitar. Infelizmente, o caixa não dura mais do que 7 dias.**

86. Diante do exposto, a VASCO SAF E O CRVG requerem a Vossa Excelência, **com urgência:**

- (i) sejam intimados, **em prazo comum e compatível com a urgência demonstrada**, a Administração Judicial, o Ministério Público, o *watchdog* e o *gatekeeper* para que se manifestem sobre as alternativas apresentadas, caso ainda não o tenham feito espontaneamente;
- (ii) encerrado o prazo para as manifestações, sejam os autos imediatamente submetidos à conclusão e seja autorizada a contratação, pela Vasco SAF, de financiamento DIP de até R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de reais) líquidos, a ser concedido pela ALMIRANTE, nos termos do *term sheet* anexo e dos instrumentos finais que serão firmados entre as partes; e

- (iii) seja homologada a proposta de honorários apresentada por GUSSEM E LEMOS BASTO ADVOGADOS ASSOCIADOS, na qualidade de observador judicial (gatekeeper), nos exatos termos da proposta apresentada no ID 299884680, diante da aquiescência das RECUPERANDAS.

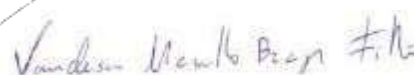
87. As Recuperandas se comprometem, ainda, sem prejuízo das informações relativas à operação e à utilização dos recursos que já sejam prestadas no âmbito dos Relatórios Mensais de Atividades (“RMA”), a prestar contas detalhadas acerca do ingresso, uso e aplicação dos recursos provenientes do novo financiamento DIP no Incidente de Prestação de Contas nº **0984748-58.2025.8.19.0001**, instaurado em cumprimento à determinação constante da decisão de 16 de outubro de 2025 (Id. 235235845), que autorizou a contratação do primeiro financiamento DIP e expressamente determinou a distribuição de incidente processual específico para que as Recuperandas prestassem contas à Administração Judicial, ao Ministério Público e a este MM. Juízo quanto ao ingresso e à destinação dos recursos captados. A mesma sistemática foi expressamente determinada por este MM. Juízo por ocasião da autorização do segundo financiamento DIP, em decisão proferida em 20 de julho de 2026 (Id. 295761765), que determinou, em seu item 3.4, que as Recuperandas prestassem contas do ingresso e da utilização dos recursos à Administração Judicial, ao Ministério Público e ao Juízo nos autos do referido incidente processual, aberto para esse fim.

88. Sem prejuízo, as Recuperandas reiteram os termos da manifestação de ID. 175027366, para que, paralelamente à autorização da contratação do financiamento DIP, este MM. Juízo desde logo também autorize o início do processo competitivo de alienação da UPI Equity, mediante a intimação da Administração Judicial para que apresente a minuta do edital do processo competitivo.

Nesses termos,
P. deferimento.

Rio de Janeiro, 13 de agosto de 2026.


LUIZ ROBERTO AYOUB
OAB/RJ N.º 66.695


VANDERSON MAÇULLO
OAB/RJ N.º 203.946

GUSTAVO GONET BRANCO
OAB/DF N.º 42.990



PABLO CERDEIRA
OAB/RJ N.º 232.614



JULIA VIEITAS
OAB/RJ N.º 259.528



VICTOR ALMADA
OAB/RJ N.º 261.740



CLARA GERVÁSIO
OAB/RJ N.º 262.282



BEATRIZ OSORIO MAYA
OAB/RJ N.º 270.985