

# A revenda da SAF do Vasco

O que está acontecendo, explicado do zero, e o que dizem os números auditados que quase ninguém leu.



## ESTE NÃO É UM DOCUMENTO OFICIAL

Não tem vínculo, autorização, endosso ou participação do Club de Regatas Vasco da Gama, da Vasco da Gama SAF, do administrador judicial ou de qualquer parte do processo. É uma análise independente feita a partir de documentos públicos. A ilustração da capa é uma imagem gerada por inteligência artificial para este dossiê, sem relação com a marca, o escudo ou o material gráfico do clube.

SUMÁRIO

O que tem neste dossiê

|               |                                                                               |    |
|---------------|-------------------------------------------------------------------------------|----|
| ANTES DE TUDO | <a href="#">O essencial em meia página</a>                                    | 3  |
| ATUALIZAÇÃO   | <a href="#">Dezessete dias que mudaram a operação</a>                         | 4  |
|               | 0.1 <a href="#">O que aconteceu, dia a dia</a>                                | 4  |
|               | 0.2 <a href="#">O edital saiu. O que ele obriga</a>                           | 5  |
|               | 0.3 <a href="#">A agência da CBF entrou, e criou uma contradição</a>          | 8  |
|               | 0.4 <a href="#">O empréstimo que o juízo travou</a>                           | 8  |
|               | 0.5 <a href="#">O risco que não estava na conta: a Série B</a>                | 10 |
|               | 0.6 <a href="#">O teste que faltava: doze meses de caixa real</a>             | 11 |
| PARTE I       | <a href="#">Para entender do zero</a>                                         | 13 |
|               | 1.1 <a href="#">O que é uma SAF, e por que o Vasco virou uma</a>              | 13 |
|               | 1.2 <a href="#">O que deu errado com a 777</a>                                | 13 |
|               | 1.3 <a href="#">O que é recuperação judicial, na prática</a>                  | 14 |
|               | 1.4 <a href="#">Por que o Vasco está sendo leiloado e não vendido</a>         | 14 |
|               | 1.5 <a href="#">Se o comprador não herda a dívida, onde ela fica?</a>         | 15 |
|               | 1.6 <a href="#">Quem quer comprar</a>                                         | 16 |
|               | 1.7 <a href="#">O que realmente está em jogo</a>                              | 17 |
| PARTE II      | <a href="#">Como funciona a revenda</a>                                       | 19 |
|               | 2.1 <a href="#">As sete etapas</a>                                            | 19 |
| PARTE III     | <a href="#">Os números auditados</a>                                          | 21 |
|               | 3.1 <a href="#">O lucro que não é lucro</a>                                   | 21 |
|               | 3.2 <a href="#">De onde vem e para onde vai o dinheiro</a>                    | 22 |
|               | 3.3 <a href="#">O que a auditoria ressalvou</a>                               | 22 |
|               | 3.4 <a href="#">O fluxo de caixa: a foto mais honesta</a>                     | 23 |
| PARTE IV      | <a href="#">A conta</a>                                                       | 24 |
|               | 4.1 <a href="#">Passo 1: a geração de caixa recorrente</a>                    | 24 |
|               | 4.2 <a href="#">Passo 2: o serviço da dívida</a>                              | 24 |
|               | 4.3 <a href="#">Passo 3: o buraco</a>                                         | 25 |
|               | 4.4 <a href="#">Passo 4: controle contra a demonstração auditada</a>          | 25 |
|               | 4.5 <a href="#">Passo 5: os financiamentos-ponte e como eles voltam</a>       | 26 |
|               | 4.6 <a href="#">Passo 6: o que o comprador se obriga a fazer</a>              | 26 |
|               | 4.7 <a href="#">Passo 7: os R\$ 300 milhões batem?</a>                        | 27 |
|               | 4.8 <a href="#">Passo 8: um desenho descrito, um risco de R\$ 150 milhões</a> | 28 |
| PARTE V       | <a href="#">O que não sabemos</a>                                             | 30 |
|               | 5.1 <a href="#">O contrato que decide tudo é sigiloso</a>                     | 30 |
|               | 5.2 <a href="#">Os cinco riscos vivos</a>                                     | 31 |
|               | 5.3 <a href="#">O alerta do Conselho Fiscal</a>                               | 31 |
| PARTE VI      | <a href="#">As onze perguntas que o advogado poderia responder</a>            | 32 |
| PARTE VII     | <a href="#">Conclusão</a>                                                     | 33 |
| PARTE VIII    | <a href="#">Método e fontes</a>                                               | 35 |
| PARTE IX      | <a href="#">Glossário</a>                                                     | 36 |

## ANTES DE TUDO

# O essencial em meia página

Se você só ler uma página deste dossiê, que seja esta.

A pergunta que este documento responde: **a venda da SAF transforma o Vasco em time que briga por títulos?** A resposta curta: ela garante que o clube não fecha; se ele vai brigar por título depende de um contrato que ninguém de fora leu. O Acordo de Investimento é sigiloso por inteiro, não existe "a parte pública" dele; e a frase que mais importa lá dentro é a que trava as despesas e define a cobertura do déficit, explicada no fato 5 abaixo e destrinchada na Parte IV.

Os cinco fatos para levar, mesmo que você esqueça todo o resto:

1. **O lucro de R\$ 81 milhões de 2025 não existe como dinheiro.** Sem os efeitos contábeis da recuperação judicial, foi prejuízo de R\$ 232 milhões: o quarto seguido da SAF.
2. **O clube vive de empréstimo do próprio comprador.** O caixa chegou perto de zero em julho de 2026 e fechou o mês com R\$ 15 milhões porque recebeu R\$ 40 milhões emprestados; em novembro de 2025 chegou a ficar **R\$ 53,5 milhões negativo**. Somando o que já entrou e o que está sendo pedido, a SAF chegaria ao leilão devendo cerca de **R\$ 270 milhões ao grupo do comprador**, dos quais até R\$ 190 milhões à Almirante. O juízo travou o último empréstimo em 21 de agosto; o Tribunal de Justiça derrubou a trava em 24 de agosto, mas o dinheiro segue não autorizado.
3. **Com a compra de jogadores no ritmo atual, faltam entre R\$ 232 e R\$ 241 milhões por ano na SAF**, por dois caminhos de cálculo independentes que a Parte IV detalha. Antes de comprar um único jogador, a falta é de R\$ 69 milhões, e só é tão baixa porque 2025 teve uma janela de vendas forte: num ano sem vendas de atletas, vai a R\$ 170 milhões. É esse buraco que a cobertura do item seguinte promete tapar.
4. **A operação não se resume aos R\$ 650 milhões que todo mundo cita.** Eles são uma parte. A maior é outra, que se soma a eles: a cobertura do déficit de caixa, estimada pelo advogado do comprador em R\$ 1,5 bilhão em cinco anos. E o contrato que contém a cobertura é sigiloso por inteiro: nenhuma cláusula, dessa parte ou de qualquer outra, é pública.
5. **Só existe um desenho de negócio descrito: o bom.** O gasto atual com futebol vira piso: a operação (~R\$ 417 milhões por ano de folha, imagem, comissões) e as compras de jogadores no ritmo atual (~R\$ 163 milhões por ano) se mantêm, com o rombo coberto pelo investidor; e o acréscimo carimbado de R\$ 100 milhões entra por cima. Capacidade de elenco: compras mantidas mais acréscimo, na casa dos R\$ 263 milhões por ano. O que não existe é verificação: se a cláusula não disser o que o advogado disse, o garantido nas regras do leilão é o aporte de ~R\$ 100 milhões, uma janela do tamanho da que o Vasco já fez sozinho em 2026 (R\$ 110 milhões, vendendo para comprar).

O resto do documento existe para sustentar essas cinco frases, e para dizer, na conclusão, o que este dossiê acha que deve ser feito. Antes disso, a atualização a seguir registra o que mudou em agosto: **o edital foi publicado, a agência reguladora do futebol entrou no caso e o time virou candidato ao rebaixamento.**

ATUALIZAÇÃO

# Dezessete dias que mudaram a operação

Fechamento em 29 de agosto de 2026. Da versão anterior deste dossiê para cá, o edital saiu, a agência reguladora da CBF entrou no caso e o juízo travou o empréstimo que mantém o clube de pé. Esta parte é a mais nova; da Parte I em diante, o texto foi escrito em 12 de agosto e descreve o desenho de fundo, que não mudou.

## 0.1 O que aconteceu, dia a dia

DE 6 A 28 DE AGOSTO DE 2026

| DATA         | O QUE HOUE                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 10 de agosto | A CNRD, a câmara de resolução de disputas da CBF, fixa como o Vasco vai pagar mais de R\$ 112 milhões devidos a clubes e agentes: R\$ 15 milhões por ano, mais <b>10% da receita bruta de toda premiação</b> de CBF e Conmebol, com primeira parcela de R\$ 10 milhões até o dia 25. Atraso gera <i>transfer ban</i> .                                       |
| 12 de agosto | Nos autos, a <b>administração judicial</b> e o <i>watchdog</i> opinam a favor de abrir o processo competitivo, e descrevem item a item a proposta vinculante. A administração judicial ressalva o valor do break-up fee.                                                                                                                                     |
| 13 de agosto | As Recuperandas pedem o novo DIP e escrevem, nos autos, a conta que o advogado do comprador tinha dito em entrevista: receita de R\$ 500 milhões contra despesa de R\$ 800 milhões em 2026, e o caixa acabando <b>em 20 de agosto</b> .                                                                                                                      |
| 17 de agosto | A juíza aprova a <b>ICTS Global</b> como auditoria independente e <b>proíbe endividamento novo acima de R\$ 5,9 milhões</b> até o relatório preliminar. No mesmo dia, a administração judicial opina a favor do DIP e junta aos autos o <b>fluxo de caixa mês a mês</b> dos últimos doze meses e a projeção até dezembro. É a base da seção 0.6.             |
| 21 de agosto | A juíza <b>Simone Gastesi Chevrand</b> mantém travado o empréstimo de R\$ 150 milhões e exige auditoria independente antes de reexaminar o pedido.                                                                                                                                                                                                           |
| 20 de agosto | O Vasco protocola petição de 47 páginas e agrava ao Tribunal de Justiça para destravar o empréstimo.                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 24 de agosto | <b>A trava cai em segunda instância.</b> O desembargador <b>César Cury</b> concede efeito suspensivo parcial e afasta a exigência de auditoria prévia como condição para analisar o DIP. Não autoriza o empréstimo: manda processá-lo.                                                                                                                       |
| 24 de agosto | A <b>777 Carioca</b> peticiona nos autos pedindo acesso integral à documentação da operação e alega risco de esvaziamento patrimonial da SAF atual.                                                                                                                                                                                                          |
| 27 de agosto | A <b>ANRESF</b> , agência de regulação do futebol, abre procedimento sobre conflito de propriedade e impõe medidas cautelares contra Vasco, Palmeiras e Crefisa.                                                                                                                                                                                             |
| 26 de agosto | O juízo <b>destrava o rito acelerado</b> e ordena a divulgação pública do edital, com prazos até 2 e 4 de setembro.                                                                                                                                                                                                                                          |
| 26 de agosto | Na 24ª rodada, o Vasco é <b>penúltimo</b> no Brasileirão, com 22 pontos e 66,4% de chance de rebaixamento pelo cálculo da UFMG.                                                                                                                                                                                                                              |
| 28 de agosto | <b>O edital é publicado.</b> Abre a disputa por 90% da nova SAF, com a Almirante como proposta de referência. É um edital de <i>ciência</i> : avisa que "se aproxima a venda" e convida interessados a se manifestarem nos autos, inclusive sob sigilo. Não marca sessão de leilão nem prazo; a data de <b>4 de setembro</b> vem da decisão de 26 de agosto. |

Datas do fato, não da publicação da notícia. As peças de 12 e 17 de agosto foram lidas na íntegra, no acervo público do administrador judicial. As decisões do juízo e da ANRESF, não: a consulta pública do PJe esteve em manutenção de fim de semana durante a apuração, e o que se diz delas vem de cobertura de imprensa que as cita. A Parte IX separa uma coisa da outra, seção por seção.

0.2

O edital saiu. O que ele obriga

Era o documento que faltava, e ele saiu na sexta-feira, 28 de agosto. Mas não é o que a cobertura sugeriu que fosse.

O título é "**Edital de Ciência de Alienação de Ativo**", e o item 3 declara o objetivo: "*Ciência e publicização a interessados de que se aproxima a venda da UPI Equity, com controle acionário sobre a SAF do Vasco, de modo que eventuais interessados possam se manifestar nos autos.*" É um aviso ao mercado, não o regulamento do certame. Quem assinou foi o **juiz em exercício Victor Agustin Cunha Jacoud Diz Torres**, e não a juíza Simone Gastesi Chevrاند, que assinou as decisões de 17, 21 e 26 de agosto.

O edital reproduz nove "Condições Mínimas do Procedimento Competitivo" e três garantias, todas extraídas do sumário executivo da proposta vinculante do **Primeiro Proponente**, que é como ele chama a Almirante. Este dossiê leu o documento na íntegra. A tabela abaixo separa o que está *no edital* do que aparece só nas manifestações da administração judicial e do *watchdog*, porque a diferença entre as duas colunas é grande e nenhuma reportagem a fez.

O QUE O EDITAL DE 28 DE AGOSTO OBRIGA · TRANSCRITO DO DOCUMENTO

| ITEM                | O QUE O DOCUMENTO EXIGE                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|---------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| O que se vende      | Ações ordinárias <b>classe B</b> representativas de 90% do capital social total e votante da <i>nova SAF</i> , por aumento de capital. As <b>classe A permanecem com a Vasco SAF ou com o clube</b> , com os direitos políticos e econômicos que a Lei da SAF reserva ao clube fundador.                        |
| Futebol             | R\$ 500 milhões em cinco parcelas anuais de R\$ 100 milhões corrigidas pelo INPC, de 2026 a 2030. O documento é explícito em nota de rodapé: " <b>não poderá ser usado para pagar dívidas. A destinação desse valor é exclusiva para o departamento de futebol (atletas, comissão técnica, contratações)</b> ". |
| DIP Crefisa         | Conversão em capital do crédito de R\$ 80 milhões, com quitação "plena, rasa, geral, irrevogável e irretratável" às Recuperandas.                                                                                                                                                                               |
| Dívidas             | Compromisso de fornecer auxílio financeiro suficiente para o cumprimento integral do plano da recuperação e das dívidas tributárias, previdenciárias e extraconcursais.                                                                                                                                         |
| Equilíbrio de caixa | Manter, por cinco anos, fluxo de caixa equilibrado, "de modo que as receitas operacionais cubram integralmente as despesas operacionais e os investimentos ordinários, <b>tendo por base o orçamento previsto para os dois exercícios subseqüentes ao fechamento</b> ".                                         |
| Aporte adicional    | Se em qualquer momento faltar recurso para a dívida da RJ, a dívida tributária, o fluxo de caixa ou a infraestrutura, o proponente <b>tem de aportar</b> , e sem que isso aumente sua participação societária nem dilua o clube.                                                                                |
| Estrutura           | R\$ 120 milhões em centro de treinamento por dez anos e R\$ 30 milhões na base em dois, sem computar compra de terreno.                                                                                                                                                                                         |
| Incentivo fiscal    | Estruturar projetos incentivados em favor do clube, até R\$ 150 milhões ao longo de dez anos, de forma progressiva.                                                                                                                                                                                             |
| Travas              | Proibição de vender as ações por dez anos e de distribuir dividendos pelo mesmo prazo. Conta vinculada com saldo de três meses das obrigações vincendas da RJ e da dívida tributária e extraconcursal.                                                                                                          |
| Garantias           | Fiança e aval da <b>Crefipar Participações e Empreendimentos S.A. e de Marcos Faria Lamacchia</b> sobre todas as obrigações.                                                                                                                                                                                    |
| Reforço             | Se um garantidor ficar insolvente durante a supervisão judicial, tem 10 dias úteis para comprovar capacidade financeira, sob pena de o comprador ter de reforçar a conta vinculada.                                                                                                                             |

O QUE NÃO ESTÁ NO EDITAL, E EXISTE NOS OUTROS DOCUMENTOS

| ITEM                        | ONDE APARECE                                                                                                                                                                                            |
|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Break-up fee                | R\$ 25 milhões na proposta vinculante, segundo a administração judicial, que pediu a redução do valor. O edital não menciona multa de não arrematação, e nenhuma fonte publicou o valor após a redução. |
| Direito de cobrir a oferta  | A administração judicial e o watchdog analisam o <i>right to match</i> longamente. O edital não o traz, e nem usa a expressão <i>stalking horse</i> : chama a Almirante de "Primeiro Proponente".       |
| Caução                      | R\$ 150 milhões de depósito, no sumário executivo da proposta, conforme o parecer do watchdog. Fora do edital.                                                                                          |
| Prazo e forma das propostas | O edital só diz que interessados podem "se manifestar nos autos, até em sigilo se assim desejarem". A data de 4 de setembro vem da decisão de 26 de agosto, não do edital.                              |
| Os 31% da A-CAP             | Nenhuma menção no edital, nem à A-CAP nem à 777.                                                                                                                                                        |
| "Piso de R\$ 650 milhões"   | Aritmética de imprensa (500 + 120 + 30). O edital não usa a expressão, nem "valor mínimo".                                                                                                              |

O QUE ESSA SEGUNDA TABELA SIGNIFICA

A tese central deste dossiê era que a promessa decisiva vivia num contrato que ninguém tinha lido, e que o edital resolveria isso. **Resolveu em parte, e menos do que parecia.** O edital consolidou as obrigações econômicas em documento público, o que é ganho real. Mas as regras do jogo, quem pode entrar, com quanto, até quando, e com que vantagem o proponente inicial joga, continuam fora do papel público.

Um interessado que lesse apenas o edital não saberia que existe um proponente com direito de cobrir sua oferta, nem que pode haver caução, nem até quando pode se manifestar. Saber ia apenas que "se aproxima a venda" e que há um e-mail de cartório.

DUAS CORREÇÕES QUE ESTE DOSSIÊ PRECISA FAZER EM SI MESMO

**O avalista não é o pai.** As versões 1.1 e 1.2 diziam que José Roberto Lamacchia, dono da Crefisa, entrava como avalista pessoal, e trataram isso como o que dava lastro à operação. O documento diz outra coisa: quem afiança são a **Crefipar** e **Marcos Faria Lamacchia**, o próprio comprador. O pai não figura. As passagens afetadas, nas seções 1.5, 1.6, 4.8 e na Parte VI, foram corrigidas.

**O break-up fee é R\$ 25 milhões, não R\$ 50 milhões.** O número de R\$ 50 milhões circulou na imprensa; o valor na proposta é metade disso. E a administração judicial registrou nos autos que mesmo esse valor "merece ponderação", porque a vantagem "não deve assumir dimensão capaz de desestimular a participação de terceiros".

**A RESPOSTA QUE ESTE DOSSIÊ PERSEGUIA DESDE A PRIMEIRA VERSÃO**

A Parte IV inteira gira em torno de uma pergunta: a cobertura do déficit incide sobre o **déficit efetivo** do clube ou sobre o **déficit do orçamento que o próprio comprador aprova**? Chamamos isso de a pergunta de R\$ 150 milhões.

Os autos respondem, e em dois lugares que não dizem exatamente a mesma coisa.

A **petição das Recuperandas de 13 de agosto** põe número e conta na obrigação, e a conta é a do gasto realizado: receitas de 2026 da ordem de R\$ 500 milhões contra despesas de aproximadamente R\$ 800 milhões, "um descasamento de aproximadamente R\$ 300 milhões". Os aportes adicionais do investidor, *além* dos R\$ 500 milhões obrigatórios, "poderão atingir até R\$ 300 milhões por ano, pelo período de cinco anos, o que corresponde a um aporte adicional total de **até R\$ 1,5 bilhão**", tomando-se como referência "**a atual estrutura econômica da VASCO SAF**". A régua ali é o clube como ele é hoje, não um orçamento futuro.

O **edital, no item (v), fecha a redação com a outra âncora**, e agora em documento público: a Nova SAF manterá por cinco anos "fluxo de caixa equilibrado, de modo que as receitas operacionais cubram integralmente as despesas operacionais e os investimentos ordinários. **Será usado como referência de despesas e receitas o orçamento previsto para dois exercícios subsequentes ao fechamento.**"

Note o que o item (v) *não* é: não é obrigação de cobrir déficit, é obrigação de manter equilíbrio, e não traz cifra nenhuma. Quem transforma isso em dinheiro é o item (viii), o dos aportes adicionais, e ele **não tem teto**: sempre que faltar recurso para a dívida da RJ, a tributária, o fluxo de caixa ou a infraestrutura, "o Proponente deverá realizar os aportes adicionais necessários à integral satisfação dessas obrigações, sem que isso gere aumento de sua participação societária".

Estrutura atual e orçamento futuro não são a mesma régua, e a diferença entre elas é exatamente a pergunta de R\$ 150 milhões. O que se pode afirmar com o que é público, e é mais do que qualquer versão anterior deste dossiê tinha:

- A **régua do equilíbrio é o orçamento**, e isso agora está no edital, não só em manifestação. Aponta para o cenário A.
- A **obrigação de aportar não tem teto** e não gera diluição. É uma trava melhor do que este dossiê supunha, e vale para a dívida da RJ e para a tributária também.
- Os **R\$ 300 milhões por ano e o R\$ 1,5 bilhão não estão no edital**. São a estimativa do que a obrigação significa hoje, e vêm da petição das Recuperandas e da entrevista do advogado do comprador. Atribua a eles, não ao edital.

Quem aprova o orçamento que serve de régua continua sendo a pergunta que decide tudo, e a resposta está no Acordo de Investimento, que segue sem uma linha pública.

**E O PRÓPRIO PEDIDO DO CLUBE DIZ QUE R\$ 300 MILHÕES POR ANO NÃO BASTAM**

A frase mais dura do período não saiu de entrevista nem de análise de terceiro. Está no parágrafo 22 da petição que as Recuperandas protocolaram em 13 de agosto:

"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 anuais**."

Ou seja: os R\$ 300 milhões cobrem o descasamento entre receita e despesa *operacional*. A dívida da recuperação judicial e a dívida tributária vêm por cima. É a mesma arquitetura que a Parte IV deste dossiê montou de baixo para cima a partir do balanço, e chega ao mesmo lugar: o buraco não é o custeio, é o custeio mais a dívida.

**R\$ 150 MILHÕES PARA ENTRAR NA DISPUTA, NUM ITEM QUE O EDITAL NÃO PUBLICOU**

O parecer do *watchdog* registra que o sumário executivo da proposta assegura ao investidor âncora, entre outras proteções, "**o pagamento de depósito caução no valor de R\$ 150.000.000,00**" pelos concorrentes. A administração judicial confirma a exigência de caução, sem citar valor, e a considera adequada. **O edital publicado não menciona caução alguma.**

Os dois fiscais aprovam os mecanismos, com ressalvas. O *watchdog* registra que a prática de mercado para break-up fee fica "entre 1% e 3% do valor da operação" e que a caução afasta propostas especulativas. A administração judicial pede que o edital discipline o direito de igualar "de forma objetiva e transparente", para que o procedimento permaneça "efetivamente aberto" — e o edital publicado não disciplinou nem mencionou esse direito.

Nada disso é irregular, e há precedente do próprio TJRJ para o desenho. O ponto é aritmético: entre uma caução dessa ordem, o direito de cobrir a oferta, o break-up fee e os cerca de R\$ 270 milhões que a SAF deve ao grupo do proponente inicial, **um concorrente precisa de muito mais que dinheiro para disputar. Precisa de motivo.** E, pelo edital sozinho, nem saberia que essas condições existem.

**0.3 A agência da CBF entrou, e criou uma contradição**

O risco que este dossiê listava como o flanco jurídico mais exposto do negócio deixou de ser hipótese em 27 de agosto.

A ANRESE, agência criada para fiscalizar a sustentabilidade financeira e a regra que impede um mesmo grupo de controlar ou influenciar mais de um clube, abriu procedimento sobre a operação e impôs medidas cautelares. Pela decisão da 2ª Câmara de Julgamento, **Vasco e Palmeiras ficam impedidos de negociar jogadores, mesmo sem custo**, e de compartilhar estruturas, profissionais ou informações sensíveis. E o **Vasco fica impedido de captar empréstimo da Crefisa.**

O parentesco que sustenta a investigação é público: Marcos Lamacchia, o comprador, é filho de José Roberto Lamacchia, marido de Leila Pereira, presidente do Palmeiras e da Crefisa. Três dias antes da decisão, em 23 de agosto, Lamacchia foi fotografado ao lado de Leila Pereira, vestindo camisa do Vasco, no estádio do Palmeiras.

**A CONTRADIÇÃO QUE O CALENDÁRIO CRIOU**

Em 27 de agosto a agência proíbe o Vasco de tomar dinheiro da Crefisa. No dia seguinte, o edital publicado prevê a **conversão do DIP da Crefisa, cerca de R\$ 80 milhões, em capital social da nova SAF**, e exige fiança e aval da **Crefipar**, o conglomerado financeiro da mesma família, como garantia da operação.

Ou seja: o desenho aprovado pelo juízo transforma a Crefisa de credora em sócia do Vasco e apoia as garantias no grupo da presidente do Palmeiras, exatamente enquanto o regulador do futebol brasileiro investiga se esse grupo pode ter qualquer relação com o clube. Uma coisa terá de ceder, e não está escrito em lugar nenhum qual das duas.

**0.4 O empréstimo que o juízo travou**

As Recuperandas pediram autorização para um novo financiamento DIP de até R\$ 150 milhões. Pelos autos, a linha tem **desembolsos ao longo de 12 meses** conforme a necessidade de caixa, correção pela **Selic** e vencimento em **30 de dezembro de 2027**. As garantias são cessão fiduciária de recebíveis da Liga Forte União e aval solidário do clube-associação. A Crefisa, que tinha direito de preferência pelo financiamento anterior, **declarou expressamente que não o exerceria**, e o credor passa a ser a própria Almirante.

Em 17 de agosto a juíza Simone Gastesi Chevrand já havia apertado a fiscalização: aprovou a ICTS Global como auditoria independente e **proibiu endividamento novo acima de R\$ 5,9 milhões** até o relatório preliminar. Em 21 de agosto manteve o pedido travado e determinou a apresentação de relatório sumário de auditoria antes de nova análise. Os motivos, pelo que se noticiou da decisão, são específicos e desconfortáveis:

- O clube recebeu R\$ 40 milhões em julho com base numa previsão de déficit, e **o mês fechou com cerca de R\$ 15 milhões de saldo**. A projeção que justificou o empréstimo não se confirmou.

- **84% da necessidade emergencial declarada** para agosto e setembro, cerca de R\$ 90 milhões, seria de investimentos classificados como atípicos, e não de custeio.
- Na prestação de contas dos R\$ 40 milhões recebidos menos de um mês antes, "há dezenas de pagamentos realizados em prol de **escritórios de advocacia**, inclusive em valores idênticos, ainda que feitos em **duplicidade, ou triplicidade** para o mesmo beneficiário". E o detalhe que nenhuma cobertura trouxe: **um desses escritórios é o que patrocina o próprio investidor** que faz os empréstimos e se candidata a comprar a SAF. A decisão dá o número do processo em que essa representação aparece.
- O juízo observa ainda que as contratações desses escritórios "sequer são comprovadas, inclusive porque talvez necessitassem de prévia autorização judicial", e contrasta: "ainda assim, agora bradam que o pagamento de auditoria independente pode comprometer seu caixa".

E EM 24 DE AGOSTO A TRAVA CAIU

O clube agravou ao Tribunal de Justiça, e o desembargador **César Cury** concedeu efeito suspensivo parcial: **afastou a exigência de auditoria prévia** como condição para processar e analisar o financiamento. A auditoria continua, e seu relatório pode ser incorporado ao exame da recuperação, mas deixou de ser porteira.

O que a decisão *não* fez: autorizar o empréstimo. Ele segue não contratado, agora aguardando as manifestações do *watchdog*, do *gatekeeper* e do Ministério Público, previstas para 2 de setembro, e a decisão final do juízo, marcada para o dia 4.

A administração judicial, ao analisar o pedido, pediu e recebeu os extratos bancários e a projeção de caixa até dezembro de 2026 em dois cenários, com e sem as contratações de Santiago Sosa e Facundo Colidio. O resultado dos dois é negativo, e a distância entre eles é o preço esportivo da decisão:

PROJEÇÃO DE CAIXA DE AGOSTO A DEZEMBRO DE 2026, NOS AUTOS · R\$ MILHÕES

| CENÁRIO             | FLUXO OPERACIONAL | INVESTIMENTOS | CONSUMO TOTAL | SALDO EM DEZEMBRO |
|---------------------|-------------------|---------------|---------------|-------------------|
| Com as contratações | (43,0)            | (103,0)       | (217,9)       | (202,8)           |
| Sem as contratações | (33,7)            | (64,0)        | (169,5)       | (154,4)           |

Projeção das Recuperandas apresentada à administração judicial, reproduzida na manifestação de 17 de agosto de 2026. É projeção, não realizado, e a própria decisão de 21 de agosto questiona a qualidade das projeções anteriores.

**O PONTO QUE O PRÓPRIO JUÍZO LEVANTOU, E QUE É O CORAÇÃO DO PROBLEMA**

Este número circulou como estimativa de imprensa. Não é: está na decisão de 21 de agosto, que este dossiê leu na íntegra, e a redação do juízo é mais dura que qualquer manchete.

Somados o DIP da Crefisa (R\$ 80 milhões), o empréstimo-ponte de julho (R\$ 40 milhões) e o novo financiamento (R\$ 150 milhões), todos tomados "de um mesmo grupo empresarial que já apresentou proposta vinculante para adquirir participação societária na SAF":

"Isso quer dizer que outro interessado em aderir ao processo competitivo já partiria de um débito de históricos **R\$ 270.000.000,00** para com o *stalking horse*, o que, em uma realidade de mercado, pode **inviabilizar uma real disputa** e consumir, por via oblíqua, uma **inadmissível venda direta** no âmbito desse procedimento concursal."

E o juízo dimensiona o número contra o passivo: os R\$ 270 milhões "representa mais do que a integralidade da classe I, créditos trabalhistas; e algo em torno de **50% de todo o passivo sujeito à recuperação judicial**".

A distinção jurídica que a decisão faz em seguida é o ponto central, e nenhuma reportagem a reproduziu. Venda direta é lícita numa recuperação judicial, desde que as partes concordem. Venda por UPI é outra coisa: ela carrega a **blindagem do artigo 60 da Lei 11.101/2005**, que entrega o ativo livre de sucessão trabalhista, tributária e cível. A frase do juízo: "**Não se pode admitir, portanto, que uma venda direta seja disfarçada de UPI.**"

Some-se o resto do desenho: caução para concorrer, direito do proponente inicial de cobrir qualquer oferta, e a compensação se ele perder. Cada mês de atraso aumenta a dívida com ele e diminui a chance de aparecer alguém. A própria administração judicial registrou a mecânica sem rodeio: "existe relação direta entre o prazo necessário à conclusão do procedimento competitivo e o montante de financiamento de que a Vasco SAF necessitará".

E há a observação que fecha o círculo: o aporte do investidor, por proibição contratual, **não pode ser usado para pagar dívida**. Daí a conclusão do juízo de que "os vultosos aportes já obtidos e ainda pretendidos, assim como a venda da SAF, não levarão ao pagamento das obrigações concursais. Pelo contrário."

Enquanto isso, o caixa não espera, e aqui o documento é mais duro que a imprensa. A petição de 13 de agosto diz três vezes que os recursos do empréstimo anterior "deverão ser integralmente consumidos até aproximadamente **20 de agosto de 2026**", e arremata: "Até lá, há apenas 7 dias". A necessidade acumulada declarada é de **R\$ 210 milhões até o fim do exercício**. Um advogado que representa 53 credores trabalhistas afirmou publicamente que o descumprimento levaria credores a pedir a falência. Pedido de falência não é decretação de falência, e um especialista ouvido na mesma reportagem registrou isso. Mas a data que o próprio clube escreveu nos autos já passou, e o empréstimo continua não autorizado.

**0.5 O risco que não estava na conta: a Série B**

Nenhuma versão anterior deste dossiê tratou do desempenho esportivo como variável financeira. Depois da 24ª rodada, ele passou a ser a maior delas.

Em 26 de agosto, com 22 pontos em 23 jogos, o Vasco era o **penúltimo colocado** do Brasileiro, um ponto acima da zona de rebaixamento, e o Departamento de Matemática e Estatística da UFMG calculava **66,4% de chance de queda**, contra 63,8% na rodada anterior. O único clube em situação pior era a Chapecoense.

O contraste com o desempenho nas copas é o que torna o quadro traiçoeiro: o time está nas **quartas de final da Copa do Brasil** (venceu a ida contra o Vitória por 1 a 0 em 26 de agosto, jogando com um a menos desde os 17 minutos) e nas **quartas da Sul-Americana** (eliminou o Olimpia com 4 a 1 fora, em 20 de agosto). Campanha de copa sustenta premiação e humor; ela não tira ninguém da zona.

Isso atravessa todas as contas da Parte IV por três caminhos ao mesmo tempo. O primeiro é a receita: a queda para a Série B derruba cota de televisão e premiação, e é a maior linha de receita do clube. O segundo é o serviço da dívida acertado com a CNRD em 10 de agosto, que amarra 10% de toda premiação de CBF e Conmebol ao pagamento de credores, de modo que menos competição significa menos premiação e a parcela fixa de R\$ 15 milhões por ano pesa mais. O terceiro é o próprio negócio: o comprador se obriga a cobrir o déficit de caixa de uma empresa cuja receita pode encolher de forma relevante no ano que vem, e o edital não indica, pelo que se sabe, qualquer ajuste dessa obrigação em caso de rebaixamento.

QUANTO CUSTA CAIR, POR DOIS CASOS AUDITADOS

Não é preciso estimar: a própria petição do clube, ao justificar a urgência do empréstimo, traz dois comparáveis tirados de demonstrações financeiras publicadas.

**Athletico Paranaense**, de 2024 na Série A para 2025 na Série B: as rubricas examinadas caíram **R\$ 131 milhões**, com televisionamento em queda de 67,7%, premiações e participações 49% e bilheteria 27,7%.

**Grêmio**, de 2021 para 2022: retração de **R\$ 179,3 milhões**, equivalente a 38,4% da receita esportiva, com o televisionamento saindo de R\$ 190,6 milhões para R\$ 70 milhões, queda de 63,3%.

O argumento estava sendo usado para pedir dinheiro. Serve igualmente para ler o negócio: se o Vasco cair, some da receita algo entre R\$ 130 e R\$ 180 milhões por ano, enquanto o passivo fica onde está. É mais do que todo o aporte anual carimbado ao futebol.

COMO LER ISSO SEM EXAGERAR E SEM MINIMIZAR

66% de chance de rebaixamento não é rebaixamento consumado, e faltavam rodadas. O que muda não é a certeza, é a assimetria: **a operação foi desenhada, precificada e levada a leilão com base num clube de Série A**. Se a queda se confirmar, o comprador assume um ativo com receita menor e o mesmo passivo, e quem estiver avaliando propostas concorrentes estará avaliando outra empresa. Nada nas informações públicas do edital indica que esse cenário tenha preço.

0.6

O teste que faltava: doze meses de caixa real

A Parte IV deste dossiê foi construída a partir do balanço anual de 2025. A manifestação da administração judicial de 17 de agosto trouxe algo melhor: **o fluxo de caixa mês a mês da Vasco SAF, de agosto de 2025 a julho de 2026**, com extratos bancários conferidos. É a chance de testar o modelo contra dinheiro que entrou e saiu de verdade.

DOZE MESES REAIS, AGOSTO DE 2025 A JULHO DE 2026 · R\$ MILHÕES

|                                                   |                |
|---------------------------------------------------|----------------|
| Entradas de caixa                                 | 587,4          |
| das quais venda de direitos econômicos de atletas | 251,2          |
| (–) Saídas operacionais                           | (489,0)        |
| das quais despesas com futebol                    | (351,1)        |
| <b>Fluxo operacional</b>                          | <b>98,4</b>    |
| (–) Investimento, sobretudo compra de elenco      | (151,5)        |
| (–) Custos de reestruturação                      | (77,6)         |
| <b>Buraco de caixa em doze meses</b>              | <b>(130,7)</b> |
| Coberto por captação nova (os DIPs)               | 35,4           |

Somatório das doze colunas do quadro reproduzido na manifestação da administração judicial. Controle: a soma da linha de despesas com futebol dá R\$ 351,1 milhões, exatamente o total que o documento declara no texto.

**O QUE ESSES NÚMEROS DIZEM, EM TRÊS LEITURAS**

**Primeira: o modelo da Parte IV sobrevive ao teste.** O buraco de doze meses reais foi de R\$ 130,7 milhões, contra os R\$ 232 a 241 milhões que o modelo projeta. A distância tem uma explicação inteira: nesses doze meses o clube vendeu **R\$ 251,2 milhões** em direitos econômicos, mais que o dobro do patamar de 2025 (R\$ 123,9 milhões), puxados pela venda de Rayan em março. Trazendo a venda de atletas de volta ao patamar normal, o buraco vai a cerca de R\$ 258 milhões, pouco pior que a faixa do modelo. A conta fecha, e por dois caminhos que não se falam.

**Segunda: apareceu uma despesa que nenhuma versão anterior tinha. R\$ 77,6 milhões em doze meses de "fluxo de caixa de reestruturação"**, uma linha inteira de custo que não está na demonstração anual e que sai do caixa todo mês. Só em março foram R\$ 22,2 milhões. É provavelmente aí que moram os honorários que a decisão de 21 de agosto questiona.

**Terceira: o clube se sustenta vendendo jogador, e isso está medido.** Sem os R\$ 251,2 milhões de venda de atletas, o fluxo operacional de doze meses seria negativo em R\$ 152,8 milhões, e o buraco total passaria de R\$ 380 milhões. A administração judicial diz o mesmo com outras palavras ao apontar a "assimetria entre entradas mais voláteis e despesas predominantemente recorrentes": a entrada de R\$ 121,2 milhões de março "não representa receita de natureza mensal recorrente", enquanto a despesa com futebol oscilou apenas entre R\$ 22,3 e R\$ 38,4 milhões por mês, todo mês, sem falhar.

Vale registrar o que esse quadro corrige na versão anterior. Este dossiê afirmou que **"o caixa do clube chegou a zero em julho de 2026"**. O fluxo real mostra que julho fechou com **R\$ 15,0 milhões**, depois de receber os R\$ 40 milhões do empréstimo-ponte. O caixa chegou perto de zero, e o mês só fechou positivo por causa do socorro; mas "zerou" era mais forte do que o documento sustenta. Fica a correção. E fica também o número mais duro do quadro, que nenhuma reportagem publicou: em novembro de 2025 o saldo de caixa foi a **R\$ 53,5 milhões negativos**.

PARTE I

# Para entender do zero

Se você nunca leu um balanço na vida, comece aqui. Esta parte não tem nenhuma tabela. Ela explica o que é uma SAF, o que a 777 Partners fez, o que significa recuperação judicial, por que o Vasco está sendo *leilado* em vez de vendido e onde a dívida fica nessa história. Os termos técnicos estão definidos no glossário, na última parte do documento.

## 1.1 O que é uma SAF, e por que o Vasco virou uma

Até 2021, um clube de futebol brasileiro era obrigatoriamente uma associação sem fins lucrativos: um clube de sócios, sem dono, dirigido por presidentes eleitos. Não existia como alguém comprar o Vasco, porque não havia nada à venda.

A Lei 14.193/2021, a Lei da SAF, criou uma segunda forma. O clube pode separar o departamento de futebol e colocá-lo dentro de uma empresa: a **Sociedade Anônima do Futebol**. Essa empresa tem ações, tem dono, pode ser comprada e vendida. O clube-associação continua existindo (com o remo, o basquete, a sede, os sócios, a história), mas o futebol profissional passa a morar numa empresa separada.

POR QUE ISSO FOI CRIADO

Porque os clubes brasileiros estavam quebrados e não tinham como sair do buraco. Uma associação não pode vender participação, só pode pegar empréstimo, e ninguém empresta para quem já deve. A SAF permite trocar *dívida* por *sociedade*: alguém põe dinheiro e leva um pedaço do futebol.

*É como transformar a padaria da família numa empresa com sócios. A família continua dona do prédio e do nome; a padaria em si passa a ter investidores que entram com capital e passam a mandar na operação.*

O Vasco fez isso em 2022. Vendeu 70% da sua SAF para a **777 Partners**, um fundo americano. O pacote combinava aportes de capital de cerca de R\$ 630 milhões com a assunção de dívidas do clube até um teto de R\$ 700 milhões: no total, um compromisso da ordem de R\$ 1,3 bilhão. A associação ficou com 30%.

## 1.2 O que deu errado com a 777

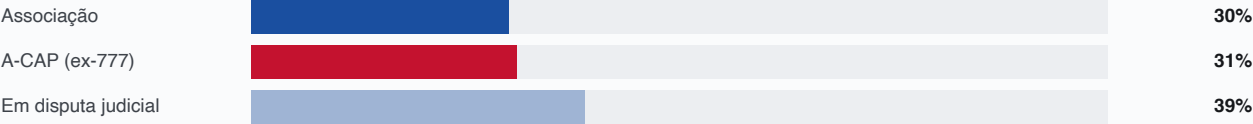
A 777 Partners não era o que dizia ser. Comprou clubes no mundo inteiro: Genoa na Itália, Standard Liège na Bélgica, Hertha Berlin na Alemanha, Vasco no Brasil. O dinheiro nunca apareceu na velocidade prometida. Em 2024 o grupo entrou em colapso, cercado de ações judiciais nos Estados Unidos.

No Vasco, o efeito foi direto: **a 777 simplesmente parou de fazer os aportes**. Em 2024 não integralizou (isto é, não pagou a parte do capital que tinha prometido) nada. O clube foi à Justiça alegando descumprimento contratual e, em maio de 2024, uma liminar afastou a 777 da administração da SAF.

Mas afastar da administração não é o mesmo que tirar as ações. Essa é uma confusão comum, e ela explica boa parte do que veio depois.

ONDE ESTÃO AS AÇÕES HOJE

Os 70% da 777 se partiram em dois pedaços. Hoje o quadro é: aproximadamente **30% com a associação** (os sócios do Vasco), **31% com a A-CAP**, uma seguradora americana que era credora da 777 e ficou com os ativos dela quando o grupo ruiu, e **39% sob controle do Vasco por decisão judicial**, mas ainda formalmente em disputa.



O Vasco manda no futebol, mas não é dono de tudo o que manda. Para entregar 90% a um comprador novo, essa fatia da A-CAP precisa ser resolvida, comprando ou ganhando a arbitragem que corre na Fundação Getulio Vargas.

1.3 O que é recuperação judicial, na prática

Recuperação judicial não é falência. É o contrário: é o pedido de socorro que uma empresa faz para *evitar* a falência.

A empresa vai ao juiz e diz: "devo mais do que consigo pagar nas condições atuais, mas tenho operação viável. Me dê tempo, congele as cobranças, e deixe eu negociar com todos os credores de uma vez só."

O juiz aceita e três coisas acontecem:

- **O stay period.** As cobranças e penhoras ficam suspensas. Ninguém pode bloquear a conta da empresa. Isso é oxigênio puro. Como veremos na Parte III, foi o que fez o caixa do Vasco parecer saudável em 2025.
- **O plano.** A empresa apresenta uma proposta de pagamento a todos os credores, divididos em classes (trabalhistas, quirografários (os credores comuns, sem garantia), pequenas empresas, etc.).
- **A votação.** Os credores votam em assembleia. Se aprovarem, o juiz homologa e o plano vira lei entre as partes, inclusive para quem votou contra.

O Vasco pediu em fevereiro de 2025. Foi a **primeira recuperação judicial de uma SAF no Brasil**. O plano foi aprovado pelos credores em outubro de 2025 e homologado pelo juízo em dezembro, com publicação em janeiro de 2026.

O DETALHE QUE QUASE NINGUÉM PERCEBE

Nem toda dívida entra na recuperação judicial. **Dívida com o governo (imposto, FGTS, INSS) fica de fora.** Por lei. Ela não recebe desconto, não entra na votação e continua sendo paga normalmente. No caso do Vasco, são R\$ 245,7 milhões de parcelamentos com PGFN, FGTS e Receita, mais R\$ 6,2 milhões de um parcelamento com a CEDAE em discussão, cerca de R\$ 252 milhões no total, que atravessam a operação inteira e quase nunca aparecem no debate público.

1.4 Por que o Vasco está sendo leiloadado e não vendido

Em 2022, vender a SAF foi simples: negociação privada, assembleia de sócios, contrato assinado. Aquele caminho não existe mais.

Quando uma empresa está em recuperação judicial, ela não pode simplesmente vender seus ativos principais. A lei exige um rito, porque os credores têm direito sobre aquele patrimônio. O instrumento previsto na lei se chama **UPI, Unidade Produtiva Isolada**.

**O QUE É UMA UPI, SEM JURIDQUÊS**

É um pacote de ativos que a empresa *separa* do resto e vende em processo competitivo, com autorização do juiz. Quem compra leva o pacote **limpo**: a lei garante que o comprador não herda as dívidas da empresa vendedora.

*É como vender o carro sem as multas. As multas continuam existindo e continuam sendo do antigo dono, mas quem compra o carro não responde por elas.*

É essa blindagem que torna a operação possível. Nenhum investidor sério compraria as ações de uma empresa com mais de R\$ 700 milhões de passivo grudado nelas (R\$ 457,9 milhões do plano mais R\$ 251,9 milhões de parcelamentos, fora os financiamentos). A UPI corta esse nó.

No caso do Vasco, o plano criou a **UPI Equity**: um pacote formado pelas ações de uma *nova* Vasco SAF, a ser constituída com os ativos do futebol. É esse pacote que vai a leilão, 90% dele. A associação fica com 10% e um assento no conselho.

**1.5 Se o comprador não herda a dívida, onde ela fica?**

Esta é a pergunta que a explicação da UPI deixa no ar, e a resposta define quase tudo. A dívida não é perdoada, não desaparece e não vai junto com o futebol. Ela fica parada num lugar específico, e o dinheiro do comprador vai até ela por um caminho separado.

Pense em três caixas.

**CAIXA 1****As Recuperandas**

O Club de Regatas Vasco da Gama e a Vasco SAF atual. Ficam com **toda** a dívida: R\$ 457,9 milhões do plano, R\$ 251,9 milhões de parcelamentos, os dois financiamentos DIP (empréstimos feitos a quem já está em recuperação judicial, com prioridade de recebimento). Não somem. Continuam existindo como devedoras dos credores.



**fluxo financeiro ao longo dos anos**  
para pagar credores, tributos e os DIPs

**CAIXA 2****A Nova Vasco SAF**

Empresa nova, constituída com os ativos do futebol: elenco, contratos, direitos. Nasce limpa, protegida contra a sucessão das obrigações. É dela que saem as ações que vão a leilão.



**preço da UPI, aportes e cobertura de déficit**

**CAIXA 3****A Almirante**

Compra 90% da Caixa 2. Não assume a dívida da Caixa 1, e é por isso que a operação é possível. Mas se compromete a alimentar o fluxo que a paga.

A dívida nunca sai da Caixa 1. O que a paga é **destinação vinculada de dinheiro**, não sucessão. A cláusula 4.1.2.1 do plano obriga o edital a declarar para onde vai o dinheiro apurado, e nomeia os destinos com todas as letras:

#### O QUE DIZ O PLANO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL

"[...] os recursos para desenvolvimento das atividades esportivas da Nova Vasco SAF e ao **fluxo financeiro destinado às Recuperandas** para (i) pagamento integral dos créditos sujeitos à Recuperação Judicial, nos termos do Plano; (ii) o pagamento de eventuais direitos e prerrogativas de terceiros sobre os ativos relacionados à UPI Equity; e (iii) o pagamento integral de créditos extraconcursais (os que ficam fora da recuperação judicial), em especial o DIP I, eventual DIP II e **dívidas tributárias** das Recuperandas."

Repare na palavra **fluxo**. Não é cheque único. É pagamento ao longo do tempo, porque o plano tem prazo de até dezenove anos. A Nova SAF opera o futebol e canaliza dinheiro para as Recuperandas, que pagam os credores.

#### Onde os Lamacchia entram

Em três camadas, em ordem crescente de dureza:

1. **O preço da UPI.** O que a Almirante paga pelo pacote entra no fluxo que paga credor.
2. **A obrigação de fornecer auxílio financeiro suficiente para que as dívidas sejam pagas.** Se o fluxo não bastar, o comprador completa. É essa cláusula que o torna responsável, e não a sucessão. O advogado do comprador estima o conjunto da cobertura de caixa em R\$ 300 milhões por ano; a Parte IV faz essa conta.
3. **Fiança e aval da Crefipar e de Marcos Faria Lamacchia.** Se a Almirante não honrar, respondem a holding da família e o próprio comprador, com renúncia ao benefício de ordem, o que permite cobrar direto do garantidor sem antes executar a devedora. Ver a correção na seção 0.2: até a versão anterior este dossiê atribuía o aval ao pai.

#### O PONTO DELICADO QUE ESSA ESTRUTURA CRIA

O credor da recuperação judicial **não** passa a ter a Almirante como devedora. Ele continua credor das Recuperandas. Se o fluxo parar, ele precisa executar a Caixa 1, que a essa altura não tem mais o futebol, porque o futebol foi para a Caixa 2.

É por isso que a proteção do clube depende inteiramente da redação: gatilho objetivo, evento de inadimplemento, direito de intervenção. Sem isso, o credor fica com uma casca e o ativo fica do outro lado da parede.

Há uma pista de que o ponto não estava resolvido. Entre os ajustes que os órgãos do clube exigiram no contrato em agosto de 2026 está, textualmente, o "**detalhamento do fluxo de pagamento das obrigações da RJ**". Nem os conselheiros tinham isso claro.

#### VOLTANDO À ANALOGIA DO CARRO

Dizer que "as multas continuam sendo do antigo dono" é correto, mas incompleto: dá a impressão de que o comprador não tem nada com isso. Tem.

*A versão certa é: vende-se o carro sem as multas, e o comprador assina um acordo separado se comprometendo a bancar o pagamento das multas do antigo dono. A blindagem e a responsabilidade convivem, por instrumentos diferentes.*

## 1.6 Quem quer comprar

**Marcos Faria Lamacchia**, através da Almirante Participações e Empreendimentos S.A., uma empresa criada em abril de 2024 especificamente para esta aquisição. Ele é fundador de uma gestora financeira e foi diretor da Crefisa.

O nome que dá peso público à operação é o do pai, **José Roberto Lamacchia**, dono da Crefisa, com patrimônio estimado em R\$ 25 bilhões. Mas quem garante, pelo documento, é outro: a proposta vinculante prevê **fiança e aval da Crefipar Participações e Empreendimentos S.A. e de Marcos Faria Lamacchia**, com renúncia ao benefício de ordem. O pai não figura como avalista pessoal. A Crefipar é a holding do grupo, e é justamente uma das empresas alcançadas pelas cautelares da ANRESF de 26 de agosto.

### E AQUI MORA UM PROBLEMA

José Roberto Lamacchia é casado com **Leila Pereira, presidente do Palmeiras**, e o grupo dela é quem afiança a operação. A Crefisa é patrocinadora do Palmeiras e, ao mesmo tempo, já é credora do Vasco: emprestou R\$ 80 milhões à Vasco SAF, com o clube-associação como garantidor, em outubro de 2025.

A Lei da SAF veda que a mesma pessoa controle dois clubes que disputam a mesma competição. Formalmente quem compra é o filho, por uma empresa própria. Mas quem afiança é a holding da família, e a Crefisa é ao mesmo tempo credora do Vasco e patrocinadora do Palmeiras. Era o flanco jurídico mais exposto do negócio, e deixou de ser hipótese em 26 de agosto de 2026, quando a ANRESF impôs cautelares: ver a seção 0.3.

## 1.7 O que realmente está em jogo

Reduzido ao essencial: o Vasco não gera dinheiro suficiente para pagar o que gasta. Gasta mais do que arrecada há quatro anos seguidos, sem exceção. A recuperação judicial deu tempo, não deu solução.

A venda resolve duas coisas com certeza: **solvência** (o clube passa a ter quem banque as contas) e **governança** (uma estrutura profissional de gestão substitui a atual, que o próprio Conselho Fiscal do clube descreve como opaca).

O que a venda *não* resolve automaticamente é a pergunta que o torcedor faz: isso transforma o Vasco em time que briga por título? A resposta depende de uma cláusula do contrato, e essa cláusula não é pública.

### ONDE MORA O VALOR DA OPERAÇÃO

A proposta tem duas partes. A primeira são os R\$ 650 milhões de investimento obrigatório com destinos e prazos definidos: R\$ 500 milhões ao futebol em cinco anos, R\$ 120 milhões ao CT em até dez anos e R\$ 30 milhões à base em dois. A segunda, muito maior, é a promessa de **cobrir o déficit de caixa do clube por cinco anos** e de fornecer auxílio suficiente para que as dívidas sejam pagas.

O advogado do comprador estimou publicamente a cobertura do déficit de caixa em **R\$ 300 milhões por ano, R\$ 1,5 bilhão no total**. É mais que o dobro do pacote de R\$ 650 milhões. Todo o valor econômico da operação está nessa segunda parte.

E é ela que ninguém de fora conseguiu ler: a estimativa saiu em entrevista, não de documento. Até o registro do administrador judicial, em 19 de julho de 2026, o Acordo de Investimento não havia sequer sido juntado aos autos: nem o próprio administrador o tinha lido. E dele nada é público até hoje: nem essa cláusula, nem nenhuma outra.

**AS PERGUNTAS QUE TODO TORCEDOR FAZ, RESPONDIDAS DE UMA VEZ**

**São Januário fica com quem?** Com a associação, os sócios. A SAF paga aluguel para usar o estádio (cerca de R\$ 3 milhões por ano na proposta).

**Escudo, cores, nome, hino: muda alguma coisa?** Não, e aqui a proteção é a mais forte de todas: a Lei da SAF (art. 2º, §4º) dá ao clube fundador veto permanente sobre nome, símbolo, brasão, hino, cores e mudança de sede, *independentemente* de quanto ele tenha da empresa.

**O comprador pode revender o Vasco, como a 777 fez por dentro?** A proposta prevê retenção acionária por dez anos, sem distribuição de dividendos e, segundo o advogado, com obrigação de reinvestir no clube todo o excedente que a operação gerar. É o pacote de travas desenhado contra a repetição do filme de 2022-2024.

**A lei obriga o clube a ficar com no mínimo 10%?** Não, e essa é uma confusão comum. A Lei da SAF não fixa piso nenhum. O que ela diz (art. 2º, §3º) é que, *enquanto* o clube tiver pelo menos 10% do capital, o voto dele é obrigatório para as decisões mais graves: vender os imóveis e marcas que ele entregou à SAF, fazer fusão ou cisão, dissolver a empresa, disputar divisão inferior por opção. Abaixo de 10%, esses vetos desaparecem. Os 10% dos negócios de SAF não são exigência legal: são o interruptor dos vetos, e por isso ninguém aceita menos.

**Então o clube pode perder esses vetos?** É aqui que mora o detalhe. Na Nova SAF, a associação fica com *exatamente* 10%: o limiar, sem folga. Hoje, na SAF atual, o empréstimo da Crefisa é garantido por 10% da fatia que a associação detém (cerca de 3% do capital de hoje) e tem cláusula que permite converter a dívida em ações. Como essa garantia e essa conversibilidade atravessam a mudança para a Nova SAF, ninguém de fora sabe: o plano apenas ressalva que os direitos de terceiros ficam preservados. Se qualquer mecanismo levar a associação a menos de 10% da Nova SAF, os vetos do parágrafo acima se apagam, legalmente e em silêncio. O escudo, as cores e o nome continuam protegidos em qualquer cenário.

## PARTE II

# Como funciona a revenda

As sete etapas do processo, o que já foi cumprido, onde estamos hoje e o que ainda pode derrubar o negócio.

## 2.1 As sete etapas

Sete etapas. Três concluídas, uma em curso, três pendentes. É nas três pendentes que o negócio ainda pode morrer; cada uma traz o seu risco anotado.

**1**  
CONCLUÍDO  
**Recuperação judicial e plano aprovado** out/2024 a jan/2026  
Tutela cautelar pedida em 24/10/2024 e deferida em 29/10; pedido de RJ em 24/02/2025, deferido em 26/02/2025. O plano foi aprovado na Assembleia Geral de Credores de 09/10/2025 com quórum entre 89,74% e 96,53% conforme a classe, homologado em 21/12/2025, com publicação em 22/01/2026.

**2**  
CONCLUÍDO  
**Financiamento-ponte para sobreviver até a venda** out/2025 e jul/2026  
Foram dois DIPs. O primeiro, de R\$ 80 milhões, do **Banco Crefisa**, autorizado em 16/10/2025, garantido por alienação fiduciária (o credor fica com a propriedade condicional do bem até receber) de 10% das ações que a associação detém na SAF e **com cláusula de conversibilidade em ações**. O segundo, de R\$ 40 milhões, da própria **Almirante**, autorizado em 20/07/2026.

**3**  
CONCLUÍDO  
**Acordo de investimento e investidor âncora** 13/07/2026  
A Almirante assinou acordo vinculante e passou a figurar como *stalking horse bidder*, o comprador âncora que estabelece o piso do leilão. Até 19/07/2026, o documento **não havia sido juntado aos autos**: o próprio administrador judicial registrou o fato e reservou-se o direito de se manifestar quando ele for apresentado. No dia seguinte, o juízo autorizou que os instrumentos definitivos entrem sob sigilo.

**4**  
AQUI  
**Edital e abertura do processo competitivo** feito em 28/08/2026  
Os órgãos do clube pediram ajustes: redução da multa compensatória, garantia adicional de capacidade econômico-financeira, detalhamento do fluxo de pagamento das obrigações da RJ e inclusão dos custos de avaliação judicial. O aditivo foi assinado e reenviado ao juízo. **A autorização saiu em 26 de agosto de 2026 e o edital foi publicado em 28 de agosto**, abrindo a disputa por 90% da nova SAF. Os termos estão na Atualização, no começo deste dossiê.

**5**  
PENDENTE  
**Leilão judicial da UPI Equity**  
Aberto a terceiros. Quem quiser competir tem de superar o pacote da Almirante, que então pode cobrir. Não há concorrente público conhecido. O destino do dinheiro é vinculado pelo plano: pagar os créditos concursais, os direitos de terceiros e os extraconcursais, incluindo os DIPs e os tributos.

**O que pode dar errado aqui:** a fatia de 31% da A-CAP não estar resolvida a tempo, ou uma impugnação judicial travar o certame.

6

PENDENTE

### Aprovações societárias do clube

Parecer do Conselho Fiscal e do Conselho de Beneméritos, **voto favorável de 2/3 do Conselho Deliberativo** e deliberação da Assembleia Geral de sócios. É o gargalo político, e o estatuto prevê a Assembleia Geral como rota alternativa caso o Deliberativo trave.

**O que pode dar errado aqui:** o Deliberativo não atingir 2/3, ou aprovar sem ter lido o Acordo de Investimento, o risco simétrico.

7

PENDENTE

### Constituição da Nova SAF e fechamento

Transferência das ações, liquidação financeira e implementação dos aportes, depois de cumpridas as condições precedentes: entre elas, uma **auditoria de confirmação** ("a gente precisa concluir uma auditoria no Vasco satisfatória", diz o advogado) e as aprovações internas. Travas contratuais: retenção acionária por dez anos, sem distribuição de dividendos e com reinvestimento obrigatório do excedente. São as cláusulas desenhadas contra uma repetição do filme da 777. Prazo-alvo do plano para o processo competitivo: **30 de setembro de 2026**; o fechamento completo, segundo o próprio advogado, "não deve nem fechar completamente este ano": vai a 2027.

**O que pode dar errado aqui:** o prazo estourar com o caixa zerado: cada mês de atraso exige mais financiamento-ponte do próprio comprador, aprofundando a dependência antes mesmo do fechamento.

PARTE III

# Os números auditados

Aqui começa a fundamentação técnica. Tudo o que segue vem das demonstrações contábeis de 2025, auditadas pela BDO RCS, e das notas explicativas.

DUAS CONVENÇÕES ANTES DE COMEÇAR

As tabelas desta parte estão em **R\$ milhares**, como na fonte: 413.878 significa R\$ 413,9 milhões (a Parte IV, que faz contas de cabeça, usa milhões). E número **entre parênteses é negativo**, convenção contábil: (541.302) significa 541 milhões de despesa.

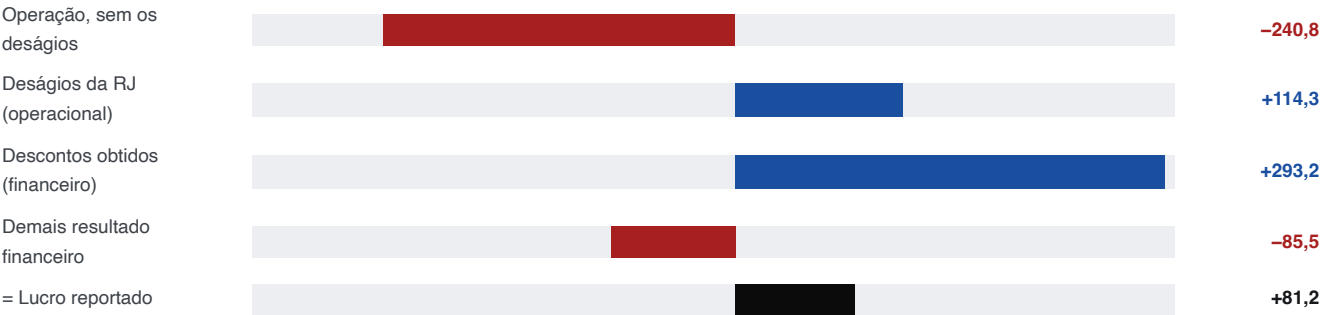
## 3.1 O lucro que não é lucro

O Vasco reportou o primeiro lucro da história da SAF em 2025: R\$ 81,2 milhões. Ele não existe como dinheiro. A tabela mostra onde ele nasce.

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO · R\$ MILHARES

| LINHA                             | 2025      | 2024      | VAR.    |
|-----------------------------------|-----------|-----------|---------|
| Receita operacional líquida       | 413.878   | 282.340   | +46,6%  |
| Custos operacionais               | (541.302) | (382.141) | +41,6%  |
| Resultado bruto                   | (127.424) | (99.801)  |         |
| Despesas gerais e administrativas | (155.942) | (52.914)  | +194,7% |
| Outras receitas operacionais      | 156.894   | 96.125    | +63,2%  |
| Resultado operacional             | (126.472) | (56.589)  |         |
| Resultado financeiro líquido      | 207.690   | (58.092)  |         |
| Lucro / (prejuízo) do exercício   | 81.218    | (114.682) |         |

Repare onde o lucro nasce. Os efeitos da recuperação judicial entram em duas linhas: **R\$ 293,2 milhões de "descontos obtidos"** na receita financeira, associados principalmente ao ajuste a valor presente dos passivos (o AVP em si é de R\$ 257,7 milhões, linha própria do balanço), e **R\$ 114,3 milhões de deságios explícitos** registrados em outras receitas operacionais. Nenhum centavo disso entrou no caixa. Nenhum se repete no ano que vem.



As contribuições para o resultado de 2025, em R\$ milhões; a linha vertical implícita é o zero. Sem as duas barras azuis, que são efeito contábil da recuperação judicial e não se repetem, o ano é profundamente negativo. O Conselho Fiscal, com ajustes próprios, estimou o resultado sem esses efeitos em -R\$ 232 milhões.

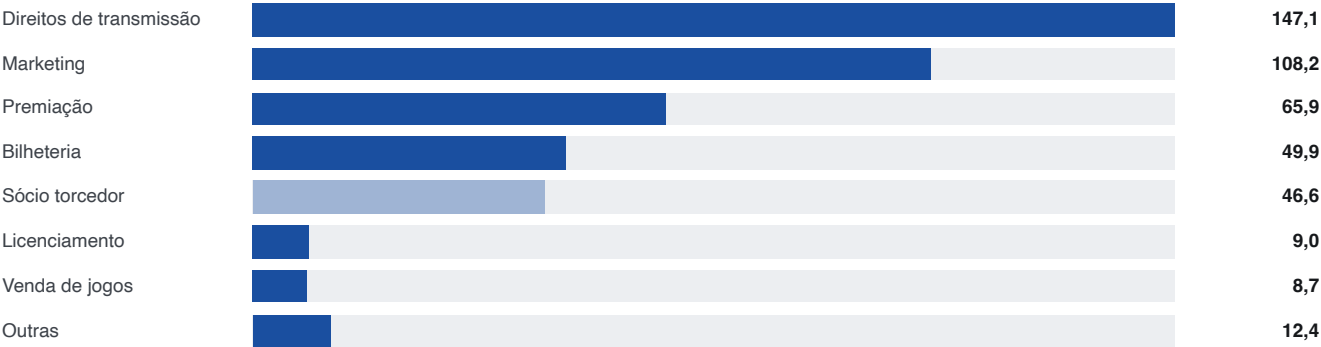
Nota: na coluna de 2024 da fonte, o resultado operacional impresso (-56.589) difere em R\$ 1 mil da soma dos componentes; a tabela reproduz a demonstração auditada fielmente.

SEM OS EFEITOS CONTÁBEIS: PREJUÍZO DE R\$ 232 MILHÕES

"Na ausência desses efeitos, o resultado do período apresentaria **prejuízo da ordem de R\$ 232 milhões**, em contraste com o lucro de R\$ 81 milhões reportado. De forma análoga, o patrimônio líquido da Companhia atingiria aproximadamente **R\$ 949 milhões negativos**, frente à posição de R\$ 647 milhões negativos divulgada."

Resultados desde a fundação da SAF: prejuízos de R\$ 88 mi (2022), R\$ 123 mi (2023), R\$ 114 mi (2024) e R\$ 232 mi (2025 ajustado). **Nenhum exercício com lucro operacional em quatro anos.**

3.2 De onde vem e para onde vai o dinheiro



Receita operacional bruta de 2025, em R\$ milhões (Nota 26). Só duas linhas caíram: o programa de **sócio torcedor** (de R\$ 53,6 mi para R\$ 46,6 mi, -13,1%) e o Tour da Colina (-17,9%), aqui dentro de "Outras". A soma das rubricas (447,8) difere em R\$ 1,4 mi do total impresso na própria Nota 26; a divergência é da fonte, não deste documento.

CUSTOS E DESPESAS · R\$ MILHARES

| RUBRICA                                 | 2025    | 2024    | É CAIXA? |
|-----------------------------------------|---------|---------|----------|
| Salários, encargos e benefícios         | 208.222 | 155.811 | sim      |
| Amortização de direitos sobre atletas   | 124.676 | 91.932  | não      |
| Direito de imagem                       | 82.988  | 57.566  | sim      |
| Gastos com jogos e competições          | 58.573  | 38.336  | sim      |
| Gastos com negociação de atletas        | 23.311  | 15.291  | sim      |
| Manutenção, serviços, material e outros | 43.532  | 23.205  | sim      |
| Custos operacionais                     | 541.302 | 382.141 |          |
| Provisão para contingências             | 69.078  | 9.634   | não      |
| Demais despesas administrativas         | 86.864  | 43.280  | sim      |
| Despesas gerais e administrativas       | 155.942 | 52.914  |          |

Só de salário são **R\$ 208,2 milhões**, metade da receita operacional líquida. Somando direito de imagem e amortização de atletas, as três rubricas ligadas ao elenco chegam a R\$ 415,9 milhões: praticamente toda a receita operacional do ano.

3.3 O que a auditoria ressaltou

A BDO evoluiu de **abstenção de opinião** em 2024 para **opinião com ressalva** em 2025. É um avanço real. Mas as ressalvas importam:

- **Documentação suporte.** Não foi possível concluir os procedimentos de auditoria sobre doze rubricas que somam cerca de R\$ 679 milhões, entre elas fornecedores (R\$ 130,4 mi), imagens e transações de atletas (R\$ 117,9 mi) e salários (R\$ 208,2 mi).
- **O AVP do passivo concursal.** "Não foi possível validar, na plenitude, as premissas e a metodologia do cálculo." O AVP é de R\$ 257,7 milhões e é o principal motor dos descontos obtidos que transformaram prejuízo em lucro.
- **Passivo com a Futebol Forte União.** Para a BDO, o passivo está superavaliado e o patrimônio líquido subavaliado em R\$ 103,9 milhões. Aqui o ajuste seria *a favor* do clube.

A FRASE MAIS GRAVE DO PARECER

A BDO registrou "**incerteza relevante quanto à continuidade operacional**", com capital de giro negativo de R\$ 204,5 milhões. Traduzindo do idioma dos auditores: é o alerta mais sério que uma auditoria emite sem reprovar as contas: a dúvida formal sobre a capacidade de a empresa atravessar os próximos doze meses sem socorro externo.

3.4 O fluxo de caixa: a foto mais honesta

Contabilidade tem opinião; caixa não. Esta é a demonstração que mostra o dinheiro que de fato entrou e saiu.

DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA · R\$ MILHARES

| ATIVIDADE                                              | 2025      | 2024      |
|--------------------------------------------------------|-----------|-----------|
| Caixa gerado nas atividades operacionais               | 92.044    | 205.901   |
| Caixa aplicado em investimentos (elenco e imobilizado) | (162.595) | (189.422) |
| Caixa livre                                            | (70.551)  | 16.479    |
| Captação de empréstimos (DIP)                          | 112.015   |           |
| Demais atividades de financiamento                     | (9.623)   | (67.901)  |
| Variação líquida de caixa                              | 31.841    | (51.422)  |

O QUE SUSTENTA ESSE NÚMERO

Os R\$ 92,0 milhões de caixa operacional de 2025 **não são todos dinheiro**. Dentro deles estão R\$ 114,3 milhões de deságio do plano de recuperação judicial, o perdão de dívida negociado com os credores, lançado como outra receita operacional e não revertido nos ajustes da demonstração (a Parte IV refaz essa conta). Expurgado o deságio, a operação **consumiu** caixa em 2025. E o ano ainda foi o mais fácil possível: o serviço da recuperação judicial só começou a ser pago em janeiro de 2026.

A prova apareceu rápido: o caixa caiu de R\$ 20,2 milhões no início de junho de 2026 para R\$ 9,3 milhões no fim do mês, e foi **consumido na primeira quinzena de julho**. Foi essa a origem do empréstimo de R\$ 40 milhões da Almirante, autorizado em 20 de julho. O fluxo de caixa que a administração judicial juntou aos autos em agosto confirma o quadro pelo outro lado: julho só fechou positivo, em R\$ 15,0 milhões, por causa do empréstimo, e em novembro de 2025 o saldo já havia sido de **R\$ 53,5 milhões negativos**. A seção 0.6 abre esse fluxo mês a mês.

PARTE IV

A conta

A pergunta certa não é "R\$ 100 milhões por ano é muito?". É: depois de pagar tudo o que tem de pagar, quanto sobra para elenco?



4.1 Passo 1: a geração de caixa recorrente

EXPURGANDO O QUE NÃO É CAIXA · BASE 2025 · R\$ MILHÕES

|                                                                                             |         |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|---------|
| Receita operacional líquida                                                                 | 413,9   |
| (-) Custos operacionais em caixa (541,3 – 124,7 de amortização)                             | (416,6) |
| (-) Despesas administrativas (G&A) em caixa (155,9 – 69,1 de provisão – 3,4 de depreciação) | (83,4)  |
| Déficit operacional em caixa                                                                | (86,1)  |
| (+) Receita com transação de atletas (volátil)                                              | 123,9   |
| (-) Custo de transação em caixa (81,3 – 58,5 de baixa contábil)                             | (22,8)  |
| (-) Despesas financeiras em caixa                                                           | (16,3)  |
| Caixa gerado antes do serviço da dívida                                                     | (1,3)   |

Os R\$ 58,5 milhões de baixa não são desembolso: é o valor contábil que resta dos atletas vendidos saindo do ativo, e a própria demonstração de fluxo de caixa os soma de volta como ajuste ("Baixa de atletas", página 37). Tratá-los como caixa seria contar duas vezes o mesmo elenco, uma na baixa do que saiu e outra na compra do que entrou. A linha da DRE em que essa baixa aparece não é declarada; a leitura de que ela compõe o custo de transação de atletas é **inferência**, e o efeito no caixa é idêntico em qualquer hipótese.

A LINHA QUE SUSTENTA O ANO É A MAIS INSTÁVEL DO BALANÇO

Repare no que a tabela mostra: em 2025, a venda de jogadores bancou quase todo o custeio do clube. Sem ela, o déficit operacional em caixa é de R\$ 86,1 milhões. Uma janela fraca de vendas devolve esse buraco inteiro ao caixa, e o próprio balanço descreve a receita de transação de atletas como "fonte extraordinária", "volátil" e "não recorrente".

4.2 Passo 2: o serviço da dívida

Serviço da dívida é o que se paga de dívida a cada ano, parcelas e encargos. O do Vasco tem duas pilhas, e a segunda quase nunca aparece no debate.

DUAS PILHAS, E A SEGUNDA QUASE NUNCA É MENCIONADA · R\$ MILHÕES

| ANO                   | PARCELAMENTO FISCAL | PASSIVO CONCURSAL | TOTAL |
|-----------------------|---------------------|-------------------|-------|
| 2026                  | 73,0                | 11,2              | 84,2  |
| 2027                  | 41,3                | 27,9              | 69,2  |
| 2028                  | 42,8                | 27,9              | 70,7  |
| 2029                  | 44,3                | 27,9              | 72,2  |
| 2030                  | 29,0                | 27,9              | 56,9  |
| Média anual 2027–2030 | 39,4                | 27,9              | 67,3  |

O cronograma fiscal está na Nota 17; a faixa 2031-2035 soma mais R\$ 21,4 mi, fora da tabela. O rateio anual do passivo concursal é **estimativa**: as demonstrações só informam o corte circulante (R\$ 11,2 mi) e não circulante (R\$ 446,7 mi), sem a escada ano a ano. Distribuímos o não circulante linearmente em 16 anos. As classes têm carências distintas (de 12 a 36 meses): a coluna de 2027-2028 provavelmente antecipa a parte quirográfica e atrasa as demais, mas o efeito na média da década é pequeno.

4.3 Passo 3: o buraco

|                                                     |        |
|-----------------------------------------------------|--------|
| Caixa gerado antes da dívida                        | (1,3)  |
| (–) Serviço da dívida em regime de cruzeiro         | (67,3) |
| Falta anual, antes de investir um centavo em elenco | (68,6) |

Para zerar isso só com receita, o Vasco precisaria crescer 17% sobre os R\$ 413,9 milhões de 2025 e segurar os custos onde estão. E esse buraco de R\$ 68,6 milhões já supõe uma janela de vendas do tamanho da de 2025. Num ano sem vendas, a falta anual vai a R\$ 170 milhões.

4.4 Passo 4: controle contra a demonstração auditada

O modelo foi montado a partir da demonstração de resultado. Existe um segundo caminho, independente dele: a demonstração de fluxo de caixa, que é caixa por construção. Se os dois chegarem ao mesmo lugar, a conta está de pé.

O cuidado aqui é comparar a mesma grandeza. O caixa livre publicado de 2025 (–R\$ 70,6 milhões) já está **depois** de gastar R\$ 162,6 milhões comprando jogadores; o modelo do Passo 1 mede a geração **antes** disso. O par comparável é outro.

O MESMO NÚMERO POR DOIS CAMINHOS · R\$ MILHÕES

|                                                            |         |
|------------------------------------------------------------|---------|
| Caixa gerado nas operações, como publicado na demonstração | 92,0    |
| (–) Deságio do plano de recuperação judicial (Nota 29 ii)  | (114,3) |
| Geração operacional normalizada, pelo fluxo de caixa       | (22,3)  |
| Mesma grandeza, pelo modelo do Passo 1                     | (1,3)   |
| Divergência entre os dois caminhos                         | 21,0    |

Os R\$ 114,3 milhões precisam sair porque não são dinheiro: são o **perdão de dívida negociado no plano de recuperação**, lançado como outra receita operacional e não revertido nos ajustes da demonstração. É o mesmo fenômeno do lucro de R\$ 81 milhões da Parte III, agora contaminando a linha de caixa. Sem ele, a operação do Vasco não gerou caixa em 2025: consumiu.

Sobram R\$ 21 milhões de divergência entre os dois caminhos, sobre uma base de mais de R\$ 400 milhões de receita: variações de capital de giro e diferenças de competência contra caixa explicam a folga. **Os dois convergem**. E o caixa livre de –R\$ 70,6 milhões foi tapado com R\$ 112 milhões de dívida nova, num ano em que o serviço da recuperação judicial *ainda nem tinha começado a ser pago*.

4.5

Passo 5: os financiamentos-ponte e como eles voltam

Antes do fechamento, R\$ 120 milhões do grupo comprador já entraram no clube por dois empréstimos-ponte. Eles não são doação: cada um tem um destino previsto, e os destinos são diferentes entre si.

O QUE JÁ ENTROU E COMO VOLTA · R\$ MILHÕES

| EMPRÉSTIMO               | VALOR | DESTINO PREVISTO                                                                                                                                                           |
|--------------------------|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| DIP Crefisa (out/2025)   | 80,0  | Hoje, empréstimo com cláusula de conversibilidade em ações (Nota 21). No acordo de compra, segundo o advogado, será <b>perdoado</b> no fechamento: o clube deixa de dever. |
| DIP Almirante (jul/2026) | 40,0  | Cláusula 5.2: se a Almirante vencer o leilão, pode <b>compensar o crédito contra o preço</b> da UPI. Faculdade condicionada, não certa.                                    |

O saldo contábil do DIP Crefisa em 31/12/2025 era R\$ 86,0 milhões, já com atualização (Nota 21); o desembolso de principal foi R\$ 80 milhões. O DIP Almirante é R\$ 40 milhões líquidos, acrescidos dos tributos da operação por gross-up. O DIP Crefisa é garantido por alienação fiduciária de 10% das ações que o clube-associação detém na SAF, cerca de 3% do capital total.

Duas observações de leitura. Primeira: versões anteriores deste dossiê abatiam esses R\$ 120 milhões do aporte de R\$ 500 milhões, como se fosse adiantamento dele. A descrição do advogado não sustenta isso: o perdão do empréstimo é *item separado* do pacote, e a compensação da Almirante incide sobre o *preço do leilão*, outra caixa. Pelo desenho declarado, o aporte de R\$ 500 milhões é integral. Segunda: "perdão" aqui é o termo do próprio advogado para o destino do empréstimo no fechamento; enquanto o fechamento não ocorre, o instrumento vigente é o da Nota 21, conversível em ações.

4.6

Passo 6: o que o comprador se obriga a fazer

OBRIGAÇÕES COM PRAZO E VALOR DEFINIDOS · R\$ MILHÕES

| COMPROMISSO                              | TOTAL | PRAZO   | POR ANO |
|------------------------------------------|-------|---------|---------|
| Aporte carimbado ao futebol profissional | 500,0 | 5 anos  | 100,0   |
| Centro de treinamento profissional       | 120,0 | 10 anos | 12,0    |
| Centro de treinamento da base            | 30,0  | 2 anos  | 15,0    |
| Mínimo obrigatório do edital             | 650,0 |         |         |
| Fora do mínimo: aluguel de São Januário  | ~30,0 | 10 anos | 3,0     |

Os R\$ 650 milhões somam 500 + 120 + 30, mas os prazos diferem: o CT profissional se estende por dez anos. O desembolso mínimo nos cinco primeiros anos fica em torno de R\$ 605 milhões. O compromisso duro por ano é ~R\$ 130 milhões nos dois primeiros anos e cai para ~R\$ 115 milhões do terceiro em diante, quando a obrigação do CT da base termina.

Acima dessas parcelas está a obrigação que carrega o valor econômico da operação: cobrir o déficit de caixa por cinco anos. Ela ganhou número público em 12 de agosto de 2026, pela boca de André Sica, advogado do comprador.

A DECLARAÇÃO QUE MUDA A CONTA

"A cobertura de todo o déficit de caixa dos próximos cinco anos, hoje estimado em **aproximadamente R\$ 300 milhões por ano, que dá R\$ 1,5 bilhão.**"

E sobre o alcance: "tudo que o Vasco faz e fará de gastos a partir de agora vai ser absorvido pelo fluxo de caixa do clube. E, sendo absorvido pelo caixa do clube, vai entrar na conta do investidor."

Na entrevista completa, a trava que redesenha os cenários: "**Pelo acordo que foi feito, não posso baixar as despesas.**" "Despesas com o futebol, elas têm que seguir o **patamar mínimo do que é gasto hoje**. Eu tenho que equalizar as receitas ou fazer o aporte. Estou garantindo, pelo menos em cinco anos, que vou equalizar isso." E sobre gasto novo: "se eu trazer um atleta que eleve minha folha salarial de R\$ 30 milhões para R\$ 40 milhões, esse delta de R\$ 10 é um aporte novo."

O advogado do comprador soma o pacote em voz alta: "a gente tem uma obrigação garantida de mais de R\$ 3 bilhões", com "desembolso mínimo de quase R\$ 2 bilhões". E acrescenta duas travas que não estavam em nenhuma matéria: o compromisso de **não distribuir lucro** e a obrigação de **reinvestir no clube** todo o excedente ("ele vai ter que pegar todo esse delta entre o que ele faturou e o que ele gasta e vai ter que reinvestir"). Sobre a janela de transferências em curso: "a operação se concluindo, o investidor vai se responsabilizar pelo fluxo de caixa e pelos eventuais gastos dessa janela atual".

Duas ressalvas de método antes de usar esses números. Eles vêm de entrevista do advogado do comprador, não de cláusula que alguém tenha lido. E a palavra "estimado" faz trabalho pesado: estimativa não é teto nem piso.

4.7

Passo 7: os R\$ 300 milhões batem?

Este dossiê montou o modelo de baixo para cima, a partir do balanço auditado, antes de conhecer a declaração do advogado. Vale confrontar os dois.

DO QUE SE COMPÕE A NECESSIDADE ANUAL DE CAIXA · R\$ MILHÕES POR ANO

|                                                                                   |                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| Déficit operacional em caixa mais serviço da dívida (Passo 3)                     | 69               |
| Compra de atletas e imobilizado (fluxo de caixa 2025, atividades de investimento) | 163              |
| <b>Necessidade anual no patamar de 2025, pela demonstração de resultado</b>       | <b>232</b>       |
| Mesma necessidade, pelo caminho do fluxo de caixa (Passo 4)                       | 241              |
| <b>Necessidade anual da Vasco SAF</b>                                             | <b>232 a 241</b> |
| Estimativa declarada pelo comprador (consolidado clube + SAF)                     | ~300             |

Duas leituras saem daí, e a primeira muda a operação inteira: **a estimativa do comprador só reconcilia se incluir a compra de jogadores no ritmo atual**. Sem os R\$ 163 milhões de elenco, a necessidade da SAF fica na casa dos R\$ 69 milhões, e uma cobertura de R\$ 300 milhões por ano seria quatro vezes maior que o buraco que se propõe a tapar. Ninguém estima assim. Se a obrigação for a que a aritmética indica, o clube passa a montar elenco sem precisar vender titular para financiar a própria janela.

A segunda é de perímetro. Os R\$ 232 a 241 milhões são a **Vasco SAF**, único perímetro com balanço auditado público. Os R\$ 300 milhões do advogado são o consolidado **clube + SAF**. A diferença de cerca de R\$ 60 a 70 milhões por ano é a fatia do clube-associação, que não tem demonstração auditada publicada e que estas páginas não conseguem detalhar.

NOTA DE PERÍMETRO: OS NÚMEROS DO ADVOGADO SÃO MAIORES QUE OS DESTE DOSSIÊ

O advogado trabalha com o consolidado clube + SAF: "hoje o Vasco gasta cerca de R\$ 800 milhões e arrecada cerca de R\$ 500 milhões"; a dívida da recuperação judicial "está em R\$ 1,3 bilhão, mediante negociação cai para cerca de R\$ 800 milhões", mais "R\$ 300 milhões" de dívida fiscal: "uma dívida líquida e já liquidada em RJ de R\$ 1,1 bilhão". Este dossiê modela o perímetro da *Vasco SAF*, cujo balanço auditado existe (concursal de R\$ 457,9 milhões nominais; fiscal de R\$ 251,9 milhões). Toda vez que um número deste dossiê ficar abaixo de um número dele, essa é a explicação mais provável: a obrigação que o comprador declara assumir é maior do que a fatia da SAF que estas páginas detalham, porque inclui também o passivo e o custeio do clube-associação.

Repare também **na base da estimativa**. Os R\$ 300 milhões só reconciliam com o gasto *realizado* do Vasco, o que o clube vem efetivamente gastando, e não com algum orçamento futuro desenhado pelo comprador. A própria fala registra isso: "hoje estimado", "tudo que o Vasco *faz* e *fará*". A régua pública que o comprador escolheu para precificar a obrigação é o padrão corrente de gasto do clube, compras de elenco incluídas, e é esse padrão que ele se declara pronto a bancar.

4.8

Passo 8: um desenho descrito, um risco de R\$ 150 milhões

Pela entrevista, existe um único desenho de negócio: a despesa atual como piso, o rombo coberto, o aporte por cima. Não há segunda versão em nenhuma fonte. O que existe, além do desenho, é um **risco de verificação**: a descrição vem do advogado do comprador, sobre um contrato que ninguém com poder de voto leu.

AS DUAS CAMADAS DA PROMESSA

**Camada 1, a caminho do papel público:** o pacote do edital, com o aporte carimbado de R\$ 100 milhões por ano ao futebol, mais o CT. O edital ainda aguarda a autorização do juízo para ser publicado, mas seus termos já foram detalhados em juízo e, publicados, viram regra executável do leilão. É a camada mais dura.

**Camada 2, declarada em entrevista, num contrato sigiloso por inteiro:** "as despesas de hoje são o piso, não posso baixar, e eu cubro o rombo" (cerca de R\$ 300 milhões por ano). Foi dito publicamente; o Acordo de Investimento que o conteria não tem uma linha pública, e a decisão de 20/07/2026 autoriza que ele vá aos autos sob sigilo. Esta camada pode nunca se tornar verificável pelo torcedor: só pelos conselheiros, se exigirem ler.

CAPACIDADE ANUAL DE INVESTIMENTO EM ELENCO · R\$ MILHÕES

|                                              | O QUE SIGNIFICA                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | CAPACIDADE |
|----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>O desenho descrito</b><br>"cenário B"     | O contrato diz o que a entrevista disse: as duas camadas valem. As compras de jogador que o Vasco já faz (~R\$ 163 milhões em 2025, hoje pagas vendendo um Rayan) viram conta do comprador, porque fazem parte do rombo coberto. E os R\$ 100 milhões do aporte entram por cima, como reforço novo: 163 + 100. É o único desenho que alguma fonte descreve.                                                                                                                                                      | ~263       |
| <b>O risco de verificação</b><br>"cenário A" | Não é uma versão alternativa do negócio: nenhuma fonte o descreve. É o que resta <i>garantido pelas regras do leilão</i> se a descrição não sobreviver ao contato com o texto do contrato: se a trava não estiver escrita, ou estiver com "patamar" mal definido e sem sanção. Nesse caso vale só a camada 1: o aporte do edital (~100), que banca uma janela do tamanho da que o Vasco já fez sozinho em 2026 (R\$ 110 milhões, vendendo para comprar). O time não muda de tamanho; as contas param de atrasar. | ~110       |

O QUE É A DESPESA DE FUTEBOL QUE NÃO PODE CAIR

Em 2025, pelo balanço auditado da SAF e em regime de caixa, o Vasco gastou com futebol: ~R\$ 417 milhões operando (folha de R\$ 208 milhões, direito de imagem de R\$ 83, jogos e competições R\$ 59, comissões de negociação R\$ 23, manutenção e serviços R\$ 44) e ~R\$ 163 milhões comprando jogadores. Total: cerca de R\$ 580 milhões. Luvas não têm linha própria: entram na folha ou no custo de aquisição do atleta.

A trava declarada ("despesas com o futebol têm que seguir o patamar mínimo do que é gasto hoje") cobre **explicitamente** a operação. As compras de jogadores não são citadas na fala, mas estão dentro **por inferência aritmética**: o rombo sem compras é ~69 na SAF, e a estimativa de cobertura do advogado é ~300. Só somando as compras no ritmo atual a ordem de grandeza fecha (69 + 163 = 232 na SAF, mais o clube-associação). Se a cobertura fosse só da operação, a estimativa teria saído em uma fração do que saiu.

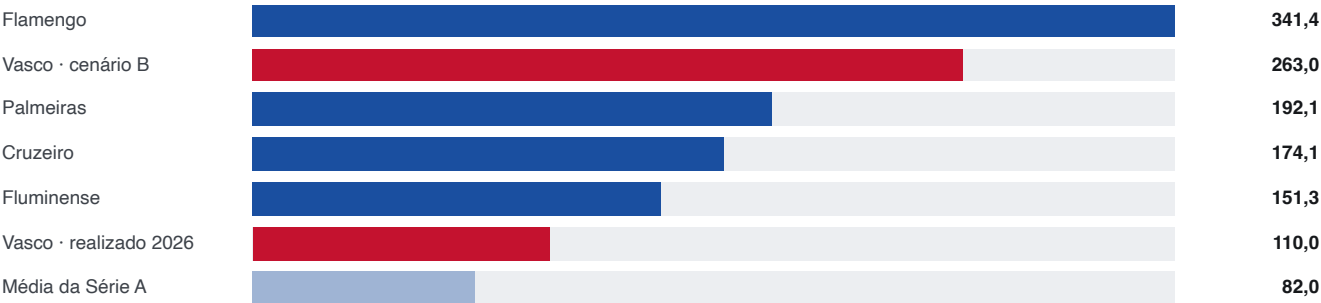
A CONTA DOS 263, EM TRÊS PASSOS

- O que a cobertura mantém:** o gasto atual, incluindo as compras de jogadores no ritmo de 2025 (~163 por ano). O clube compra o que já compra, e o rombo é conta do investidor, não mais das vendas do clube.
- O que o aporte acrescenta:** "no mínimo, por ano, fazer um *acrécimo* de R\$ 100 milhões", e o delta de folha de um reforço "é um aporte novo". Dinheiro novo, por cima do patamar mantido.
- A soma:** 163 mantidos + 100 de acréscimo ≈ 263 por ano de gasto possível com elenco.

Duas réguas convivem nesta parte, e vale nomeá-las: **163** é o caixa que saiu em compras no *ano* de 2025, incluindo parcelas de compras antigas (balanço auditado); **110** é o preço das contratações anunciadas na *janela* de 2026 (imprensa, via administrador judicial), a mesma régua usada para Flamengo e Palmeiras no gráfico. Ritmo anual e cifra de janela: parecidas, não iguais. Os 100 do aporte são carimbados ao futebol como um todo. Ordem de grandeza, não centavo.

A diferença, 263 contra 110, é o que este dossiê resume como "**cerca de R\$ 150 milhões por ano**": não é o intervalo entre duas propostas, é o preço da diferença entre *declarado* e *escrito*. Confirmar a cláusula não muda o negócio; muda quem carrega o risco de ele ser o que dizem que é.

Vale repetir o estatuto de tudo isso: o patamar, a trava e a cobertura vêm da entrevista do advogado. O Acordo de Investimento que os contém, assinado em 13 de julho de 2026, não é público. Toda esta parte é inferência sobre descrição, não leitura de cláusula.



Investimento em contratações na primeira janela de 2026, em R\$ milhões. A Série A movimentou R\$ 1,6 bilhão entre 158 atletas. O Vasco investiu R\$ 110 milhões, financiados pela venda de Rayan ao Bournemouth por cerca de R\$ 220 milhões. A barra "cenário B" é a conta do box acima: 163 de compras mantidas pela cobertura + 100 de acréscimo carimbado.

A RESPOSTA DIRETA

Se o contrato disser o que a entrevista diz, o Vasco vira o segundo maior investidor do futebol brasileiro, atrás só do Flamengo, com orçamento de time que briga por título. Se não disser, fica no patamar de hoje, com a diferença de que para de se endividar e de vender titular para bancar a própria janela.

Não há dois desenhos em disputa: há um desenho descrito e uma verificação pendente. Para o pior caso se materializar, o contrato teria de contradizer uma descrição pública, específica e repetida do representante do comprador. O que continua sem fonte é a redação: como o contrato define "patamar do que é gasto hoje", e qual a sanção se a trava for descumprida. É onde os R\$ 150 milhões de diferença anual moram, e é exatamente o que os conselheiros têm o dever de conferir antes do voto.

## PARTE V

# O que não sabemos

A decisão de R\$ 1,5 bilhão está num documento que ninguém de fora pode ler. Esta parte mapeia exatamente o que falta.



## 5.1 O contrato que decide tudo é sigiloso

- O **Acordo de Investimento** assinado em 13/07/2026 não havia sido juntado aos autos até o registro do administrador judicial (19/07), como a Parte II conta. Desde então, a consulta pública não permite dizer se entrou: as movimentações registram juntadas de petições cujo conteúdo quem não é parte não vê, e a decisão de 20/07 autoriza que os instrumentos entrem sob sigilo. O que é verificável é o resultado: **nada dele é público**, esteja onde estiver.
- O **Term Sheet do DIP** e as demais petições das partes não são acessíveis: a consulta pública do PJe expõe apenas peças do juízo: **15 decisões e despachos contra 888 movimentações**. Em proporção:

A faixa vermelha é a fatia do processo que o público consegue ler: 1,7%.

- A decisão de 20/07/2026, item 3.3, **autoriza expressamente** juntar os instrumentos definitivos sob sigilo quando contiverem informação comercial ou estratégica.
- O **Edital de Venda da UPI Equity** deve ser público quando protocolado, por determinação do próprio plano. Até 12/08/2026 não aparece nos autos.

### AS DUAS PERGUNTAS QUE O SIGILO ESCONDE

**Primeira: a trava está escrita?** O advogado descreve uma vedação contratual de reduzir despesas ("pelo acordo que foi feito, não posso baixar as despesas; despesas com o futebol têm que seguir o patamar mínimo do que é gasto hoje") e a cobertura do desencontro por equalização de receita ou aporte, garantida por cinco anos. O que o sigilo ainda esconde: essa trava está no contrato com essa redação? Como se define o "patamar do que é gasto hoje": nominal ou corrigido, calculado sobre qual período? E qual a sanção se for descumprida? Descrição pública específica é o melhor indício que existe, mas cláusula é cláusula.

**Segunda: o aval cobre o quê?** Se a fiança da Crefipar e o aval de Marcos Faria Lamacchia garantem apenas os valores duros, a cobertura do déficit é promessa executável contra uma holding criada em abril de 2024, e vale o que valer o caixa dessa holding. Se garante também a cobertura, existe patrimônio relevante por trás dela. E "estimado em R\$ 300 milhões" não é teto contratual: ninguém de fora sabe o que acontece se o déficit real passar disso.

Nas duas perguntas, o teste é o mesmo: existe evento de inadimplemento definido, gatilho objetivo e direito de intervenção da associação se o dinheiro não vier? Sem isso, "auxílio suficiente" só é exigível depois do estrago. Um dos ajustes que os órgãos do clube exigiram foi "garantia adicional para comprovar capacidade econômico-financeira", sinal de que farejaram o mesmo buraco.

5.2

Os cinco riscos vivos

| RISCO                     | SITUAÇÃO                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|---------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| A fatia da A-CAP          | 31% das ações ainda pertencem à sucessora da 777. Há acordo em curso, mas a 777 Carioca (o braço local da 777 Partners) ajuizou medida para impedir a venda à Almirante e a arbitragem na FGV segue viva.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Conflito de interesses    | Deixou de ser hipótese em 26 de agosto de 2026. A ANRESF abriu procedimento e impôs cautelares: Vasco e Palmeiras não podem negociar jogadores nem compartilhar estruturas, profissionais ou informações sensíveis, e o Vasco não pode captar empréstimo da Crefisa. O edital publicado dois dias depois converte o DIP da Crefisa em capital e exige aval da Crefipar. A defesa do comprador, dita antes da decisão: "ainda não existe conflito nenhum, porque nem a operação foi feita", e, se existisse tecnicamente, duraria "menos de um ano". |
| Aprovações societárias    | 2/3 do Conselho Deliberativo mais Assembleia Geral. Gargalo político, com histórico recente de instabilidade: intervenção judicial em junho de 2026, revertida em julho.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| Liquidez até o fechamento | O caixa se esgotou em julho de 2026 e só não fechou negativo porque o comprador emprestou R\$ 40 milhões. A petição de 13 de agosto declara que esse dinheiro acabaria em 20 de agosto e que a necessidade acumulada chega a R\$ 210 milhões até o fim do exercício. O financiamento-ponte seguinte, de R\$ 150 milhões, ainda não foi autorizado: a decisão do juízo está marcada para 4 de setembro.                                                                                                                                              |
| Rebaixamento              | Risco novo, e o maior deles. Penúltimo colocado após a 24ª rodada, com 66,4% de chance de queda pelo cálculo da UFMG. A Série B derruba a maior linha de receita do clube, e nada nas informações públicas do edital indica que a obrigação de cobertura tenha preço diferente nesse cenário.                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Dívida com o comprador    | Cerca de R\$ 270 milhões devidos ao próprio stalking horse antes do leilão. O juízo registrou o efeito sobre a competitividade: quem quisesse concorrer compraria uma empresa cujo maior credor é o adversário na disputa.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| Fair play financeiro      | A CBF implanta o Sistema de Sustentabilidade Financeira a partir de 2026, amarrando gasto à receita. Pode limitar o cenário B independentemente do contrato.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |

5.3

O alerta do Conselho Fiscal

O parecer assinado em 30/04/2026 por Marco Norci Schroeder, Carlos Antônio Rodrigues Jorge e David Tavares Neves Nunes registra, textualmente:

- Não teve acesso às atas de Assembleias Gerais nem às atas do Conselho de Administração de 2025, situação que "se estende ao exercício de 2026". Não há notícia de as demonstrações de 2024 terem sido aprovadas em assembleia.
- A SAF está sem diretor financeiro próprio desde março de 2025; a função é exercida por profissional cedido pela consultoria Alvarez & Marsal.
- A compra e venda de atletas está "concentrada em um grupo restrito de pessoas, com limitado nível de transparência e reporte às instâncias de governança". Pediu detalhamento das contratações de 2025 em abril de 2025 e até abril de 2026 não havia recebido.
- Registrou possível conflito de interesses: o presidente da AGE (Assembleia Geral Extraordinária) do clube atuou como negociador do Vasco na Classe 1 de credores, tendo histórico como advogado trabalhista em ações contra o próprio clube, cujos autores são credores dessa mesma classe.
- Tomou conhecimento de denúncias públicas de "exigências de repasse de parte das luvas a intermediários" e de pressões quanto à utilização de atletas. Pediu apuração; a diretoria negou e abriu processo interno; o Conselho nunca teve acesso ao resultado.

POR QUE ISSO CONTA A FAVOR DA VENDA

Boa parte do que o comprador entrega é governança, não dinheiro. Conselho de administração profissional, alçadas definidas, um CFO de verdade, decisões colegiadas em ata. Nada disso aparece nas planilhas de aporte, e pode valer mais que os R\$ 500 milhões. O Conselho Fiscal, sem querer, escreveu o melhor argumento a favor da operação.

## PARTE VI

# As onze perguntas que o advogado poderia responder

André Sica falou à imprensa em 12 de agosto e deu à operação o seu número mais importante. Estas são as perguntas que, respondidas com a mesma objetividade, elucidariam o que este dossiê inteiro não conseguiu ler. Nenhuma exige revelar segredo comercial; todas cabem numa resposta pública de uma página.

- 1. A vedação de reduzir despesas ("patamar mínimo do que é gasto hoje") está escrita no contrato? Como o patamar é definido: nominal ou corrigido, sobre qual período de referência? E qual a sanção pelo descumprimento?**  
Por que importa: é a cláusula que o próprio advogado descreveu como o coração da operação. Sem redação verificável e sanção, é promessa; com elas, é o cenário B contratado.
- 2. Os R\$ 300 milhões anuais são estimativa informativa ou existe teto contratual? O que acontece se o déficit real passar disso?**  
Por que importa: "estimado" não obriga; teto limita; obrigação aberta protege. São três contratos diferentes.
- 3. A fiança da Crefipar e o aval de Marcos Faria Lamacchia cobrem a obrigação de cobertura do déficit ou apenas as parcelas de aporte? Há limite de valor?**  
Por que importa: sem o aval, a cobertura é promessa de uma holding criada em 2024; com ele, há patrimônio real por trás.
- 4. Existe evento de inadimplemento definido, com prazo de cura? O que a associação pode fazer se um aporte atrasar?**  
Por que importa: obrigação sem gatilho só é exigível depois do estrago. É a diferença entre proteção e esperança.
- 5. A despesa que não pode cair inclui a compra de jogadores? Os R\$ 300 milhões anuais de cobertura contêm o ritmo atual de compras (~R\$ 163 milhões), garantindo esse mínimo para elenco, com os R\$ 100 milhões de aporte por cima?**  
Por que importa: é a conta que sustenta os ~R\$ 263 milhões do desenho descrito na Parte IV. A aritmética da estimativa indica que sim ( $69 + 163 = 232$  na SAF, contra ~300 declarados no consolidado clube + SAF), mas nenhuma fala cita as compras textualmente. Uma cláusula que trave só folha e operação, deixando as compras de fora, derruba a capacidade de elenco para a casa dos R\$ 100 milhões do aporte.
- 6. Como a operação se acomoda ao Sistema de Sustentabilidade Financeira da CBF?**  
Por que importa: se o fair play financeiro limitar o gasto à receita, parte da cobertura prometida pode ser inutilizável.
- 7. A fatia de 31% da A-CAP será comprada antes do leilão, ou o fechamento fica condicionado à arbitragem?**  
Por que importa: sem esses 31%, não há como entregar os 90% prometidos ao comprador.
- 8. O Acordo de Investimento será exibido, na íntegra, aos conselheiros antes do voto do Conselho Deliberativo?**  
Por que importa: aprovar sem ler é o risco simétrico a rejeitar sem ler.
- 9. Se o leilão fracassar ou o negócio for desfeito, os financiamentos DIP vencem imediatamente? O que acontece com o clube?**  
Por que importa: o cenário de fracasso é a alternativa real contra a qual a proposta deveria ser julgada, e ninguém o descreveu.
- 10. Que travas impedem, no ano 3, uma revenda, um abandono ou um esvaziamento como o da 777?**  
Por que importa: o Vasco já viveu este filme. A retenção de dez anos é a resposta anunciada; falta saber a sanção se ela for descumprida.
- 11. O contrato garante que a participação da associação na Nova SAF não será diluída abaixo de 10%, inclusive diante da conversibilidade do empréstimo da Crefisa e de futuros aumentos de capital?**  
Por que importa: a Lei da SAF só preserva os vetos do clube sobre patrimônio, fusões e dissolução enquanto ele tiver ao menos 10%. A associação ficará com exatamente 10%: o limiar, sem folga. Diluir é legal e silencioso.

Um padrão atravessa as onze: nenhuma pergunta é sobre a intenção dos compradores. Todas são sobre o texto. Intenção não se executa em juízo; cláusula, sim.

## PARTE VII

# Conclusão

O que este dossiê acha, dito sem rodeio, e o que observar nos próximos meses.



A nau da capa não é enfeite. O Vasco atravessou quatro anos de tempestade: um sócio que não pagou o que prometeu, um caixa que se esgotou, a primeira recuperação judicial de uma SAF no Brasil. A venda em curso é o porto mais próximo, e não há outro à vista no mapa.

## A posição deste dossiê

### APROVAR, DESDE QUE

Depois de ler as 75 peças públicas do processo, o balanço auditado e as decisões do juízo, a posição deste documento é que **a venda deve ser aprovada**. A alternativa é um clube insolvente, sem crédito e dependente de empréstimo do próprio comprador para pagar a folha do mês. Mas aprovada **sob três condições**, todas verificáveis antes do voto do Conselho Deliberativo:

1. **O Acordo de Investimento exibido na íntegra aos conselheiros** antes de qualquer deliberação. Aprovar sem ler é tão indefensável quanto rejeitar sem ler.
2. **A métrica do déficit escrita de forma objetiva e auditável no edital**: déficit efetivo, apurado por critério independente do orçamento que o comprador aprova.
3. **O escopo do aval documentado**, com evento de inadimplemento definido, prazo de cura e direito de intervenção da associação se o dinheiro não vier.

Se as três condições forem atendidas, o cenário B deixa de ser promessa e vira contrato, e este dossiê não vê razão para o clube não assinar. Se nenhuma for atendida, o que se estará aprovando não é o negócio descrito nas entrevistas: é um cheque de confiança.

O que observar nos próximos meses

| SINAL                      | O QUE VERIFICAR                                                                                                                                                                                                                      |
|----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| O edital                   | Publicado em 28 de agosto. Falta ler o texto integral e responder à pergunta que ele deveria fechar: traz métrica do déficit e gatilho objetivo de inadimplemento? É o documento que responde à pergunta de R\$ 150 milhões por ano. |
| A decisão de 4 de setembro | O juízo marcou para essa data a decisão final sobre o DIP de R\$ 150 milhões e sobre o incidente de venda da UPI Equity, depois do laudo técnico conjunto (até 2 de setembro) e do parecer do Ministério Público.                    |
| A ANRESF                   | As cautelares de 26 de agosto viram decisão de mérito em que sentido? Se a agência entender que há controle cruzado, a conversão do DIP da Crefisa em capital e o aval da Crefipar precisam de outro desenho.                        |
| A tabela do Brasileiro     | Deixou de ser assunto esportivo. O rebaixamento muda a receita que a obrigação de cobertura tem de equilibrar.                                                                                                                       |
| O Acordo de Investimento   | Foi juntado aos autos? Aberto ou sob sigilo? Foi exibido aos conselheiros antes do voto?                                                                                                                                             |
| A fatia da A-CAP           | Os 31% foram comprados ou a arbitragem definiu? Sem isso não há 90% para entregar.                                                                                                                                                   |
| O voto do Deliberativo     | Atingiu 2/3? Ou o negócio foi para a Assembleia Geral de sócios, a rota alternativa do estatuto?                                                                                                                                     |
| O prazo                    | 30 de setembro de 2026 é o alvo do plano para o leilão; o fechamento completo, pelo próprio advogado, vai a 2027. Cada mês além disso é mais financiamento-ponte e mais dependência do comprador antes mesmo do fechamento.          |

Se você só puder acompanhar uma coisa, acompanhe a primeira: **a métrica do déficit no edital**. Todo o resto deste dossiê converge para essa linha de texto.

O teste de falseamento

Um documento cético precisa dizer o que provaria seu ceticismo errado. É isto: se o edital trouxer definição independente do déficit, orçamento esportivo mínimo e gatilho de intervenção da associação, a desconfiança central deste dossiê terá sido injusta com o comprador, e o cenário B, o Vasco como segundo maior investidor do futebol brasileiro, estará contratado, não prometido. **Este documento torce para estar errado.**

O que o torcedor pode fazer

- Cobrar do seu conselheiro, nominalmente, que exija ler o Acordo de Investimento na íntegra, com a matriz de gatilhos de inadimplemento, antes de qualquer voto.
- Comparecer e votar se a decisão chegar à Assembleia Geral de sócios.
- Ler o edital, publicado em 28 de agosto de 2026 nos autos do processo 0943414-78.2024.8.19.0001; a seção 5.1 explica onde procurar.

O fecho

O navio não afunda: isso a operação garante, e não é pouco para quem passou os últimos anos com água no convés. Se ele vai apenas se abrigar na enseada ou cruzar para o mar aberto, ainda não está escrito. Está num contrato que meia dúzia de pessoas leu. Este dossiê existe para que, quando essa cláusula aparecer, o torcedor saiba exatamente o que procurar nela.

## PARTE VIII

## Método e fontes

Como este dossiê foi feito, e onde ele pode estar errado.

**Autos do processo.** Processo 0943414-78.2024.8.19.0001, recuperação judicial do Club de Regatas Vasco da Gama e da Vasco da Gama SAF. Foram consultadas 75 peças publicadas pelo administrador judicial (Wald Administração de Falências) e as decisões do juízo obtidas na consulta pública do PJe/TJRJ.

**Mudança de magistrado.** Desde o início de julho de 2026 (formalizado nos autos principais em 15/07) o processo é conduzido pela juíza Simone Gastesi Chevrand, da 6ª Vara Empresarial, por tabelamento: a juíza Caroline Rossy (4ª VE) e o juiz Arthur Magalhães (5ª VE) declararam suspeição. A imprensa em geral ainda atribui as decisões à magistrada anterior.

**Demonstrações contábeis.** Exercícios de 2022 a 2025, publicadas pelo clube. As de 2025 têm 108 páginas e incluem carta da diretoria, relatório da administração, notas explicativas, relatório dos auditores independentes (BDO RCS) e parecer do Conselho Fiscal.

**Divergência de critério.** O relatório da administração apresenta receita total de R\$ 683 milhões e receita operacional de R\$ 561 milhões. As demonstrações auditadas apresentam receita operacional líquida de R\$ 413,9 milhões. A diferença vem do uso da receita bruta como referência e da inclusão dos deságios da RJ como receita. Este documento usa **apenas os números auditados**.

**Limites desta análise.** O rateio anual do passivo concursal é estimativa, como sinalizado na Parte IV. A transação com a PGFN, descrita pelo Conselho Fiscal como "em fase final de formalização", pode alterar os R\$ 251,9 milhões de parcelamentos fiscais. E os termos definitivos do Acordo de Investimento não são públicos, e a distinção entre os cenários A e B não pode ser resolvida com a informação disponível.

**Base legal.** As afirmações sobre os direitos do clube fundador vêm do texto da Lei 14.193/2021 (art. 2º, §§ 3º e 4º), conferido na publicação oficial do Senado Federal.

**O que vem de fora dos autos.** A espinha numérica deste documento vem das demonstrações auditadas e das peças do processo. Três blocos vêm de fora e ficam declarados: os valores de mercado da janela de 2026 (coletados da imprensa pelo próprio administrador judicial, que assim declarou nos autos); a estimativa de R\$ 300 milhões anuais de cobertura de déficit, dita em entrevista pelo advogado do comprador em 12/08/2026; e os termos da proposta noticiados a partir do edital (500/120/30, prazo-alvo de 30/09/2026, retenção de dez anos, a fatia de 31% da A-CAP, o aval e o patrimônio do avalista), que não constam das peças públicas do acervo. Onde um número depende dessas fontes, o texto diz.

**A Atualização de agosto tem duas fontes de qualidade diferente, e o texto separa as duas.** As seções 0.2, 0.4 e 0.6 vêm de **peças protocoladas nos autos**, publicadas pelo administrador judicial e baixadas em 29/08/2026: a manifestação da administração judicial sobre a UPI Equity e o parecer do *watchdog* (ambos de 12/08), a petição das Recuperandas sobre a UPI (06/08), a petição sobre o novo DIP (13/08), a manifestação da administração judicial sobre o DIP (17/08), a decisão de nomeação do *gatekeeper* e o 13º relatório mensal de atividades. As seções 0.1, 0.3 e 0.5 vêm de **cobertura de imprensa que cita decisões**, não da leitura delas: a consulta pública do PJe esteve em manutenção de fim de semana durante a apuração e as decisões do juízo não puderam ser baixadas. As fontes de imprensa foram Poder360, Lance, Itatiaia, CNN Brasil, NetVasco, MeuVasco, Papo na Colina, Sou SAF e Torcedores. Onde a imprensa divergiu do documento, o texto fica com o documento e o registra: foi o que ocorreu com o valor do break-up fee e com a identidade do avalista.

**O edital foi lido na íntegra.** Em 29/08 o NETVASCO publicou as duas imagens do documento; elas foram baixadas, transcritas e conferidas visualmente, e estão no acervo do projeto com os IDs das peças que o edital cita. É por isso que a seção 0.2 consegue separar o que está no edital do que não está, e é dessa leitura que saem três correções à cobertura de imprensa: não há break-up fee, não há caução e não há prazo de propostas no edital, e quem o assinou foi o juiz em exercício, não a juíza titular.

**O que ainda não foi lido.** O Acordo de Investimento e a íntegra da proposta vinculante (ID 299396435), onde devem estar o break-up fee após a redução, o direito de cobrir a oferta e qualquer condição sobre os 31% da A-CAP. Também a decisão de 26/08 que ordenou sua divulgação, as decisões de 17/08, 21/08 e 24/08 sobre o DIP e a decisão da ANRESEF. Os R\$ 270 milhões de dívida com o grupo comprador, os R\$ 90 milhões de investimentos atípicos e a menção a pagamentos duplicados a escritórios de advocacia vêm todos do resumo de imprensa da decisão de 21/08, e o texto sinaliza isso onde os usa. Uma consequência prática: **os termos descritos na seção 0.2 são os da proposta vinculante como a administração judicial e o watchdog a descreveram, e o edital pode ter ajustado qualquer um deles**, inclusive o break-up fee, que a administração judicial pediu para reduzir.

**Rebaixamento.** A probabilidade de 66,4% é do Departamento de Matemática e Estatística da UFMG, medida após a 24ª rodada. É projeção estatística, não previsão deste dossiê, e muda a cada rodada.

## PARTE IX

# Glossário

Os termos que aparecem ao longo do dossiê, definidos sem juridiquês. Guarde sobretudo os dois que mais confundem: passivo concursal e ajuste a valor presente.

**SAF: Sociedade Anônima do Futebol**

A empresa que abriga o departamento de futebol do clube. Tem ações, tem dono, pode ser vendida. Criada pela Lei 14.193/2021.

**Recuperação judicial**

Processo em que uma empresa endividada, mas viável, negocia com todos os credores ao mesmo tempo sob supervisão de um juiz, com as cobranças suspensas.

**Stay period**

O período em que as execuções contra a empresa ficam congeladas. Durante ele, a empresa segue arrecadando e não paga os credores antigos, o que infla artificialmente o caixa.

**Passivo concursal**

As dívidas que entram na recuperação judicial e recebem desconto e prazo. No Vasco: R\$ 457,9 milhões.

**Passivo extraconcursal**

As dívidas que **não** entram, sobretudo as tributárias. Sem desconto, sem prazo novo. No Vasco: R\$ 251,9 milhões.

**Deságio**

O desconto que o credor aceita. Os credores quirografários do Vasco aceitaram perder 90% do valor, recebendo os 10% restantes em até 19 anos.

**AVP: Ajuste a Valor Presente**

Cálculo contábil que reconhece que R\$ 1 milhão a receber daqui a 15 anos vale menos que R\$ 1 milhão hoje. Quando uma dívida é alongada, a diferença vira *lucro contábil*, sem que nenhum dinheiro entre no caixa. Guarde este termo: ele explica o "lucro" de 2025.

**UPI: Unidade Produtiva Isolada**

Pacote de ativos separado para venda dentro da recuperação judicial. Quem compra fica protegido contra as dívidas do vendedor.

**DIP: Debtor-in-Possession**

Empréstimo feito a uma empresa que já está em recuperação judicial. Tem prioridade de recebimento, por isso é aceito por quem empresta. O Vasco tomou dois.

**Stalking horse bidder**

O comprador âncora de um leilão. Ele estabelece o piso, tem direito de cobrir qualquer oferta melhor e, se perder, recebe uma multa compensatória.

**Patrimônio líquido**

O que sobraria se a empresa vendesse tudo e pagasse todas as dívidas. Negativo significa que as dívidas superam os bens. O da Vasco SAF: R\$ 647,5 milhões negativos.

**Capital de giro**

O dinheiro disponível para pagar as contas dos próximos doze meses. Negativo significa que as contas do ano vencem antes de o dinheiro existir.

**Parecer de auditoria**

A nota que o auditor independente dá às demonstrações. *Opinião limpa*: confiou em tudo. *Com ressalva*: confiou, exceto em pontos que lista. *Abstenção*: não conseguiu formar opinião. O Vasco saiu de abstenção (2024) para ressalva (2025).

**Continuidade operacional**

O jargão do auditor para "a empresa consegue continuar existindo nos próximos doze meses?". Quando o parecer registra "incerteza relevante" sobre isso, é o alerta mais grave que uma auditoria emite sem reprovar as contas.

**Serviço da dívida**

O que se paga de dívida por ano: parcelas mais encargos. No Vasco, a soma dos parcelamentos fiscais com as parcelas do plano de recuperação.

**Alienação fiduciária**

Garantia em que o credor fica com a propriedade condicional do bem até ser pago. Se o devedor não paga, o bem muda de dono sem precisar de leilão.

**Aval**

Garantia pessoal. O avalista responde com o próprio patrimônio se o devedor não pagar. **O que exatamente o aval cobre é a questão central deste dossiê.**

---

Documento independente, sem vínculo com o Club de Regatas Vasco da Gama, a Vasco da Gama SAF, o administrador judicial ou qualquer parte do processo. Preparado em 12 de agosto de 2026 a partir de fontes públicas. Não constitui recomendação de investimento nem parecer jurídico. A ilustração da capa e as das aberturas de parte foram geradas por inteligência artificial para este dossiê e não guardam relação com a marca ou o escudo do clube. Todos os valores em reais correntes. Acervo documental, scripts de coleta e modelo de cálculo em `~/dev/VASCO`.