



EXCELENTÍSSIMO SENHOR DOUTOR LEONARDO DE CASTRO GOMES, DIGNÍSSIMO
JUIZ DE DIREITO DA 3ª VARA EMPRESARIAL DA COMARCA DA CAPITAL – ESTADO DO
RIO DE JANEIRO

Autos de Recuperação Judicial n. 0132006-60.2023.8.19.0001

Recuperandas: OSX Brasil S.A.; OSX Brasil – Porto do Açú S.A. e OSX Serviços Operacionais Ltda.

PANSIERI ADVOGADOS, já qualificado, vem perante Vossa Excelência, apresentar **PARECER** acerca do requerimento das Recuperandas apresentado em sede de id. 9415.

I. SÍNTESE

1. Em 22/10/2025 as Recuperandas apresentaram requerimento de id. 9414 (p. 9415-9420). Requerem a expedição de ofício à B3 e à CVM, “dando-lhes ciência acerca das decisões judiciais que levaram ao atual estado de vacância da Diretoria e dos Conselhos de Administração e Fiscal da Companhia, e determinando-lhes que se abstenham de suspender a negociação não contínua das ações de emissão da OSX Brasil S.A. – Em Recuperação Judicial, a partir do pregão de 04.11.2025 e de submeter a leilão as ações de emissão da OSX Brasil, sob pena de prejudicar a recuperação das suplicantes”.

2. Em 29/04/2025 a B3 encaminhou solicitação de apresentação de esclarecimentos quanto à convocação e realização da AGO.

Curitiba

Rua Senador Xavier da Silva, 167
São Francisco - CEP 80.530-060
Fone: 55.41.3077-5087

Brasília

SCN, Quadra 04, Bloco B, Sala 1201
Asa Norte - CEP 70.714-900
Fone: 55.61.3533-6545



3. Em 02/05/2025 OSX Brasil S.A. – em Recuperação Judicial, apresentou resposta, informando, em síntese, que: i) a companhia encontra-se em RJ; ii) sobrevieram alegações de possíveis desvios de receitas, alteração indevida de contas para recebimento de aluguéis, suspeitas sobre contratos, gastos excessivos e favorecimento do acionista controlador; iii) que em vista disto houve o afastamento dos administradores do Grupo OSX, e convocação da AGC para nomeação de gestor judicial, o que restou informado por meio de Fato Relevante de 26/11/2024.

3.1 Que em 28/11/2024 o Juízo designou temporária e precariamente o AJ para atuar como gestor judicial, “para a prática dos atos necessários à manutenção das empresas”.

3.2 Que em 15/04/2025 foi determinada realização de AGC, a ser realizada em 22/05/2025 em primeira convocação, e em 29/05/2025 em segunda convocação.

3.3 Que ante esse quadro o acionista controlador convocou AGE para deliberar sobre a eleição de novos membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal.

3.4 Que em 11/04/2025 sobreveio ordem da 12ª Câmara Cível do TJRJ, em AI 0027490-21.2025.8.19.0000, determinando que a companhia se abstinhasse de realizar dita AGE; que medida anterior, em autos 0149430-81.2024.8.19.0001 já havia determinado que a eleição de administradores em AGE não conferiria poderes de gestão, sob pena de frustração da medida judicial que decretara o afastamento da Administração.

3.5 Que ante este quadro não há, atualmente, Diretoria ou Conselho de Administração regularmente constituídos, sendo geridos transitória e excepcionalmente pelo ilustre Administrador Judicial. Que em razão disso não houve elaboração do Relatório da Administração ou das contas de administração relativas ao exercício social encerrado em 2024, à medida que, ainda que pudessem



ser produzidos, não poderiam ser submetidos à apreciação do Conselho que não mais existe. Que mesmo o relatório de Auditoria Independente se absteve de opinião, ante a ausência de carta de representação da Administração.

3.6 Que em razão desse quadro não se vê como possível a convocação de AGO, a atender os requisitos legais e regulatórios. Inobstante isto, vem dando publicidade ao mercado divulgando as demonstrações financeiras acompanhadas do relatório dos Auditores Independentes.

3.7 Que espera que, após a AGC confirmar o novo gestor judicial, seja restaurada a normalidade na atuação dos órgãos de governança, permitindo as medidas necessárias à convocação de AGO.

4. Em 07/10/2025 sobreveio novo informe da B3 indicando que, em 31/10/2025 completam 6 meses de atraso da OSX na entrega da documentação que comprovam a AGO, e a deliberação sobre as contas do exercício social de 2024. Que por esse motivo, a partir do pregão de 04/11/2025 as ações serão submetidas ao procedimento de leilão durante a sessão de negociação, com o fechamento de negócios ao final do pregão, até que seja restaurado o estado de normalidade (realização de AGO e aprovação de contas).

5. Em 04/11/2025 a B3 comunicou o mercado que “a partir do pregão de 04/11/2025, as ações de emissão dessa empresa serão submetidas ao procedimento de leilão durante toda a sessão de negociação, com o fechamento de negócios ao final do pregão (negociação não continua), nos termos do art. 68 inciso II do Regulamento de Emissores da B3, tendo em vista a não entrega de informações periódicas. Ressalta-se que o período em negociação não continua poderá ser interrompido caso se verifique o cumprimento posterior da obrigação em atraso”.



II. DO PARECER DO PERITO

6. Salvo melhor juízo, a competência do juízo universal para a apreciação de medidas urgentes não é ampla e irrestrita, mas delimitada pelo art. 6º, §§ 7º-A e 7º-B, da LREF. A atuação jurisdicional excepcional prevista nesses dispositivos diz respeito à preservação de bens essenciais à manutenção da atividade empresarial, especialmente em hipóteses de constrição patrimonial que comprometam a continuidade das operações. Trata-se, portanto, de competência de natureza protetiva e instrumental, voltada a resguardar ativos operacionais indispensáveis ao soerguimento da empresa, não constituindo autorização ampla para interferência judicial sobre matérias outras.

7. No caso concreto, entretanto, a medida questionada consiste em ato típico da B3, praticado no exercício de sua competência regulatória própria, inserida no regime de autorregulação regulada e supervisionada pela CVM, ao qual a OSX aderiu voluntariamente ao optar por ingressar e permanecer no mercado de capitais como companhia aberta. Não se trata de constrição judicial ou de ameaça a bens essenciais, mas da aplicação de regra prevista no Regulamento de Emissores. Assim, não parece configurar hipótese de atração da competência do juízo universal da recuperação judicial para a reavaliação ou suspensão da medida. Eventual irresignação da companhia, caso entenda haver ilegalidade ou desvio de finalidade, deve ser veiculada por meio de ação própria de controle de legalidade, dirigida contra a B3, e não por expediente incidental nos autos da recuperação judicial.

8. Inobstante isto, de início é importante enunciar que a análise do requerimento formulado pela OSX deve considerar que o mercado de capitais brasileiro é estruturado sobre bases regulatórias que demandam alto grau de especialização técnica. As entidades reguladoras, inclusive a B3, no exercício de sua função autorregulatória supervisionada pela CVM, integram um espaço institucional



tipicamente protegido contra incursões jurisdicionais, dada a complexidade, expertise e os impactos sistêmicos que eventuais decisões podem promover.

9. Como registra a doutrina e a jurisprudência¹, as agências reguladoras e os agentes autorreguladores (na noção de autorregulação regulada) exercem funções técnico-administrativas voltadas à correção de falhas de mercado, mitigação de assimetrias de informação e preservação da integridade sistêmica do setor regulado. Nesse desenho institucional, qualquer intervenção externa que substitua o crivo técnico do regulador, ainda mais em matéria sensível, representa risco elevado de ruptura da coerência regulatória, podendo afetar não apenas a emissora, mas o próprio equilíbrio do mercado de capitais.

II.1 QUESTÕES CONFLITANTES

10. Identificam-se duas ordens distintas de risco, ambas juridicamente relevantes para conhecimento pelo r. Juízo, mas que se situam em planos institucionais bastante diferentes e que, portanto, não podem ser tratadas como equivalentes: i) os potenciais efeitos econômicos adversos para a empresa em recuperação; e ii) os impactos regulatórios e sistêmicos decorrentes de eventual intervenção judicial em mercados altamente normatizados e demasiadamente sensíveis à estabilidade institucional.

11. Do ponto de vista operacional, a OSX alega que a manutenção do regime de negociação não contínua, ou a adoção de medidas mais gravosas, como suspensão da negociação (medida que, de fato, pode vir a ser aplicada caso não promovida a regularização demonstrações contábeis), indicando que isto poderia gerar consequências negativas, tais como: i) redução da liquidez das ações, e consequentes efeitos sobre a precificação destas; ii) deterioração da percepção dos agentes de mercado, sobretudo diante do ambiente já fragilizado; iii) eventual prejuízo ao valor

¹ Sobre o tema em geral já pudemos nos manifestar, vide: PANSIERI, Flávio. El Estado del arte de la regulación económica brasileña. Valencia: Tirant Lo Blanch, 2023.



dos ativos da companhia; iv) reflexo indireto sobre a própria viabilidade do processo recuperacional, uma vez que o valor de mercado pode integrar, ainda que indiretamente, a análise de cenários econômicos, negociações com credores e expectativas sobre o futuro da companhia.

12. Tais riscos são graves, e merecem consideração. Mas é necessário reconhecer que constituem efeitos típicos e esperados do regime de negociação não contínua, mecanismo que não tem finalidade punitiva: mas informacional, protetiva, utilizado como forma de mitigar assimetrias de informação (companhia x mercado) quando há descumprimento das obrigações exigidas dos emissores listados pela B3.

13. Portanto em que pese possa se admitir que o risco à empresa existe (será melhor discorrido qual a aparente gravidade deste), mas deve ser enquadrado como consequência típica de sua atual situação regulatória e, mais relevante, como um risco reversível. Tal reversibilidade é central à ponderação aqui realizada.

14. Por outro lado, se de fato há risco aferível à companhia, em plano diverso, e mais amplo, mas que deve ser debatido, afinal a decisão pretendida é efetivamente uma decisão de interferência num mercado regulado, encontra-se o risco sistêmico associado à eventual intervenção judicial sobre atos de entidade autorreguladora do mercado de capitais (B3), inseridos em ambiente regulado e supervisionado pela Comissão de Valores Mobiliários.

15. A atuação da B3 em matéria de cumprimento de obrigações periódicas ocorre dentro de arcabouço normativo próprio. Regras para com as quais as empresas listadas devem guardar observância, e que já era predefinido e de observância obrigatória, com pouca margem de discricionariedade. Assim, eventual ordem judicial para afastar os efeitos do art. 68, II, do Regulamento de Emissores equivaleria, na prática, a autorizar que o Poder Judiciário substituísse o *enforcement* regulatório por uma decisão determinada, o que acarretaria em consequências sistêmicas bastante relevantes e graves.



16. De imediato, podem ser notadas consequências institucionais claras de eventual intervenção judicial na instituição autorregulada.

17. De início, estar-se-ia diante de um precedente atípico e possivelmente inédito. Não há, até onde alcança o conhecimento deste Administrador Judicial, qualquer caso sólido em que o Poder Judiciário tenha determinado a suspensão dos efeitos próprios do inadimplemento regulatório típico de uma companhia aberta. Pelo contrário: tanto a doutrina quanto a jurisprudência afirmam que o modelo de regulação econômica brasileira repousa justamente na atuação técnica e especializada de entidades reguladoras (e autorreguladoras no caso). Essas instituições exercem função essencial de correção de falhas de mercado, operando como verdadeiros “equilibristas econômicos”², responsáveis por mitigar assimetrias de informação e de moldar resultados eficientes nos setores regulados. São instituições com capacidade operacional, expertise técnica para analisar peculiaridades do objeto regulado e solucionar questões complexas e, tão relevante quanto, possuem legitimidade institucional para tanto.

18. O STF, em múltiplos precedentes, enfatiza que nem o Congresso nem o Poder Judiciário podem substituir o crivo técnico-administrativo das agências reguladoras, justamente porque a avaliação regulatória integra o núcleo daquilo que a Constituição reserva à Administração, na chamada reserva de competência técnica, ou seja, o espaço institucional no qual decisões são tomadas com base em conhecimento técnico qualificado, e diante do qual o controle judicial deve ser deferente, eximindo-se do mérito regulatório. As decisões das agências, e aqui, por extensão, dos entes autorregulados (como a B3), emanam decisões às quais se atribui peso normativo e presuntiva correção técnica.

² PANSIERI, Flávio. El Estado del arte de la regulación económica brasileña. Valencia: Tirant Lo Blanch, 2023.



19. Assim, decisões judiciais que busquem afastar ou neutralizar consequências regulatórias podem comprometer a coerência do modelo, pois o paradigma do poder judiciário envolve naturalmente decisões voltadas, como é o pedido da Recuperanda, à resolução bilateral de conflitos, não capturando os efeitos sistêmicos inerentes às escolhas regulatórias. A função regulatória é desenhada para proteger a estabilidade do mercado, sendo que intervenções caso-a-caso podem gerar um grave risco de desarticulação institucional, perda de previsibilidade e erosão da própria lógica de proteção que sustenta os ambientes regulados.

20. A autorização expressa para que empresas em situação de anomalia regulatória e organizacional, independentemente de se tal anomalia foi ou não decorrência indireta de uma decisão judicial (afinal, a causa direta eram os atos de gestão que levaram ao afastamento dos gestores, na forma do art. 64 da LREF), possam afastar medidas protetivas impostas pela B3 abriria espaço para um grave risco de captura regulatória, fenômeno em que determinados agentes buscam decisões judiciais para contornar normas de *compliance* e *disclosure*, comprometendo de forma relevante a estabilidade institucional do mercado de capitais, a credibilidade da regulação baseada em regras (autorregulação regulada), a confiança dos investidores e a própria autonomia técnica da CVM e da B3.

21. Mercados regulados dependem, por definição, de um ambiente de previsibilidade, estabilidade e impessoalidade. A intervenção judicial, mesmo que pontual, pode representar uma descoordenação e desarticulação desse modelo regulatório já enunciado, e pode ter efeitos muito além do caso concreto, inclusive no custo de capital das empresas brasileiras e na credibilidade internacional da regulação nacional, de forma que idealmente, reitera-se, tais atos devem ser praticados a nível outro que não no Poder Judiciário.



22. Assim, enquanto o risco à empresa em recuperação é real de fato, tem-se que este é circunscrito e reversível, o risco regulatório e sistêmico por sua vez, caso o Judiciário interfira na aplicação objetiva das normas da B3 (com determinações a esta e à CVM), é abrangente, estrutural e potencialmente irreversível do ponto de vista de sistema regulatório, podendo causar prejuízos à própria B3 inclusive.

II.2 DO ATO DA B3 E SUAS CONSEQUÊNCIAS

23. A B3, ao determinar a submissão das ações da OSX Brasil S.A. ao regime de negociação não contínua, nos termos do art. 68, inciso II, do Regulamento de Emissores, deve ser compreendido dentro de sua lógica própria: trata-se de mecanismo normativamente (regulamento) vinculado, não punitivo e considerado relevante para a preservação da transparência informacional no mercado de capitais.

24. O art. 68, II, do Regulamento de Emissores da B3 prevê que a empresa que deixar de apresentar, dentro do prazo regulamentar, a documentação comprobatória da realização da Assembleia Geral Ordinária (AGO) e da deliberação das contas relativas ao exercício anterior terá suas ações negociadas em regime não contínuo até a regularização da pendência.

Art. 68 Os valores mobiliários serão colocados em negociação não contínua, conforme definido no Regulamento de Negociação:

I. Caso o Emissor deixe de adotar tempestivamente quaisquer medidas relacionadas à obrigação de manter cotação mínima, se assim determinado pela B3 nos termos do Art. 50;

II. De forma automática, caso, após envio da notificação de que trata o Art. 62, verifique-se o não saneamento da falta no prazo de 6 (seis) meses contados da data do descumprimento da obrigação;

III. Como eventual medida prévia à efetivação das decisões de cancelamento da Admissão à Negociação, nos termos do Art. 72.

Parágrafo Único. O período em negociação não contínua poderá ser interrompido caso se verifique o cumprimento posterior da obrigação em atraso, seja de ofício pela B3, seja por apresentação pelo Emissor de pedido devidamente fundamentado e instruído com a documentação comprobatória pertinente.



25. Trata-se, portanto, de um ato automático e vinculado: verificado o descumprimento objetivo da obrigação regulatória (realização da AGO e na aprovação das contas anuais) a B3 não detém discricionariedade para decidir se aplica ou não a medida (não faz exceções). A sanção não é fruto de juízo valorativo, mas mera decorrência lógica do decurso de um prazo sem maiores atuações do agente (sem ato de vontade, portanto).

26. A própria redação normativa dá a entender que o sistema tem um design formatado para eliminar margens de subjetividade, padronizar a resposta institucional e assegurar tratamento uniforme a todos os emissores. Essa arquitetura impede que situações específicas, ainda que complexas como a do caso concreto, sejam avaliadas casuisticamente, pois isso comprometeria a previsibilidade e a isonomia do regime regulatório, abrindo risco de *agency*.

27. A negociação não contínua não tem natureza sancionatória no sentido estrito. Não visa punir a emissora, mas proteger o mercado e seus participantes diante de assimetria informacional relevante, como é de fato o caso concreto, à medida que as contas efetivamente não passaram pelo crivo de órgãos típicos.

28. Enquanto as contas não forem aprovadas pela AGO, e enquanto não existir órgão de administração regularmente constituído apto a emitir carta de representação para os auditores independentes, o mercado opera sob incerteza qualificada: a informação necessária para tomada de decisão pelo investidor está incompleta, desatualizada ou insuficientemente validada.

29. É importante que fique claro que o regime de leilão ao longo de toda a sessão de negociação não impede a compra e venda de ações. Apenas modula a dinâmica de formação de preço, ampliando janelas de segurança, mitigando volatilidade artificial e protegendo investidores contra decisões precipitadas baseadas em informação assimétrica, forçando o investidor a avaliar – como suas ordens não são liquidadas de imediato – adequadamente as informações sobre a



empresa ao longo do dia. Nesse sentido a própria OSX já fora anteriormente informada (em 04/11/2025) pela própria B3, ao que se remete à informação prestada pela Dra. Ana Lucia da Costa Pereira (Anexo I):

Nesse sentido, esclarecemos que, dado o objetivo da negociação não contínua - qual seja de dar visibilidade aos investidores acerca da condição de inadimplência da Companhia quanto ao seu regime informacional - mantivemos o procedimento estabelecido no Regulamento de Emissores.

Dessa forma, as ações de emissão da Companhia, a partir do pregão de hoje, serão colocadas em negociação não contínua, ou seja, submetidas ao procedimento de leilão durante toda a sessão de negociação, com o fechamento de negócios ao final do pregão, até que os documentos que comprovem a realização da assembleia e a consequente aprovação de contas sejam entregues.

Importante destacar que a adoção desse procedimento não impede a negociação das referidas ações.

A respeito da petição apresentada ao Juízo quanto a implementação da negociação não contínua, aguardaremos a manifestação judicial para nova análise.

30. Trata-se, portanto, de instrumento protetivo, coerente com a função regulatória da B3 e com o arcabouço normativo da CVM voltado à transparência, integridade do mercado e mitigação de riscos sistêmicos.

31. Outro elemento relevante é o fato de que a medida é plenamente reversível. Basta que a emissora apresente: i) as demonstrações financeiras completas; ii) o parecer dos auditores independentes; iii) o Relatório da Administração; iv) a ata da AGO que aprovou as contas; v) e a comprovação do atendimento integral às obrigações periódicas.

32. A reversibilidade imediata (que inclusive por ser tomada *ex officio*) demonstra que não se trata de restrição sancionatória, mas de mecanismo de proteção que se ajusta conforme o emissor retorna ao estado de normalidade.

33. A B3, na condição de entidade autorreguladora supervisionada pela CVM, atua dentro de limites estritamente técnicos. Não lhe cabe avaliar razões internas da companhia, acontecimentos societários específicos ou dificuldades conjunturais relacionadas à governança. Lhe cabe avaliar se a empresa se encontra



ou não em adequado atendimento às regras do regime no qual a empresa voluntariamente se coloca (negociar na B3 é um ato de vontade). O mesmo ocorreu há pouco, quando a B3 também suspendeu a negociação de ações da OI, ou mesmo quando retirou a Americanas S.A. do Novo Mercado.

34. A aferição isolada da situação excepcional da emissora, como é a vacância de órgãos, afastamento de administradores, investigações em curso ou ausência de carta de representação, não integra a competência da B3 no que concerne ao cumprimento de obrigações periódicas. O regulador não pode “adaptar” a norma ao caso concreto sem romper com os princípios de impessoalidade, padronização e segurança regulatória. E mais importante: sem com isso afetar o próprio microssistema regulatório que foi criado pela B3, e cuja reputação se constrói há anos.

35. Assim, a medida decorre de simples constatação objetiva: o atraso superior a seis meses. Tal constatação aciona automaticamente o regime de negociação não contínua, de modo uniforme para todas as companhias abertas que incorram no mesmo cenário. Nesses casos, a assimetria não apenas existe, mas ela é grave e estrutural. O mercado não dispõe dos elementos mínimos para precificação adequada do ativo, o que justifica o mecanismo de negociação não contínua. Ao exigir a negociação via leilão, a B3 busca reduzir riscos de volatilidade anômala, evitar movimentos súbitos de formação de preço e proteger investidores que, sem a plenitude das informações, podem operar sob percepção distorcida ou inadequada.

36. A submissão das ações ao regime de negociação não contínua não impede o exercício pleno da faculdade de negociar os valores mobiliários no ambiente da B3. A emissora continua listada, seus papéis continuam disponíveis ao público investidor e não há qualquer restrição à compra, venda ou manutenção dos ativos. O que se altera é apenas a forma de formação do preço (deslocada para leilões). Não se trata de um obstáculo material ao funcionamento da companhia no mercado de capitais. Mantém-se a fluidez da negociação, mas sob um formato que



reduz impulsividade, a volatilidade e garante que o investidor opere com maior cautela em ambiente de informação incompleta.

II.3 DA POSSIBILIDADE DE ADEQUAÇÃO

37. Com a recente nomeação do Gestor Judicial pela Assembleia Geral de Credores, verifica-se alteração substancial no quadro fático que anteriormente inviabilizava a prática dos atos societários ordinários, em especial a convocação e realização da Assembleia Geral Ordinária (AGO). A partir desse novo arranjo, salvo melhor juízo, deixa de existir a vacância institucional que impedia a elaboração, assinatura, validação e submissão das demonstrações financeiras à análise dos acionistas.

38. A existência de gestor regularmente investido no exercício das funções típicas de administração permite a consecução dos atos necessários à retomada da normalidade institucional, possibilitando a superação dos impedimentos jurídico-operacionais que vinham obstando a aprovação das contas relativas ao exercício encerrado, e que geraram toda a celeuma em questão.

39. Com a normalização desses fluxos internos parece criado já um cenário adequado para que a OSX cumpra as obrigações periódicas previstas no Regulamento de Emissores da B3. Em consequência, restará viabilizada a interrupção automática do regime de negociação não contínua, nos termos do art. 68, parágrafo único, mediante comprovação do cumprimento das exigências.

40. Ou seja, o quando anterior que antes se apresentava como impedimento estrutural, converte-se agora em possibilidade de regularização, sem necessidade de medida excepcional, sem impacto sobre o mercado regulado e em estrita aderência ao fluxo normativo previsto para companhias abertas. Apto a permitir o restabelecimento do regime ordinário de negociação na B3.



41. Assim, o caminho mais seguro, menos gravoso e institucionalmente coerente para o retorno ao pregão regular encontra-se na plena utilização das competências recém-restauradas do Gestor Judicial, cuja atuação viabiliza a regularização tempestiva dos atos societários e contábeis pendentes, solução esta que dispensa intervenção jurisdicional em estruturas regulatórias sensíveis e preserva a integridade do sistema de mercado de capitais.

II.4 AVALIAÇÃO DO PASSADO RECENTE DE NEGOCIAÇÃO DA OSX

42. Após um exame dos dados constantes do Resumo Mensal de Negociação da OSX disponibilizado pela própria B3 (Anexo) é possível aferir, com base objetiva, o comportamento recente das ações da Recuperanda, especialmente quanto ao volume negociado, faixa de preços e volatilidade observada ao longo dos meses analisados. Com isso espera-se ter uma possibilidade de a avaliação dos efeitos potenciais da migração para o regime de negociação não contínua: se isto representa alteração estrutural severa ou se o efeito tende a ser marginal.

43. Ressalta-se que isto é de importância determinante para avaliar se é proporcional promover, por decisão judicial, uma interferência tão grande na regulação do mercado de ações. Uma medida drástica, de potencial sistêmico, deve ser reservada para episódios de repercussão equivalente.

44. Os dados do relatório demonstram que o volume total de negociação da OSX se mantém em patamares bastante modestos, com variações que não sugerem movimentos excepcionais de mercado. Em diversos meses analisados, o volume financeiro fica concentrado em faixas inferiores da tabela da B3, com valores baixos e sem indicação de picos anômalos. Isto parece indicar que: i) a liquidez do ativo já é naturalmente limitada (o que é razoável ante a RJ); ii) a dispersão de negócios já ocorre em ritmo esparsa (baixa negociação); iii) há baixa profundidade de mercado (poucas ordens disponíveis, tanto do lado de compra quanto venda); iv) a formação



de preço já se dá, em grande parte, com base em poucos negócios (ou seja, o leilão ao fim do pregão é de pouca relevância para a fixação de preço).

45. Esse padrão se assemelha àqueles ativos com baixo *free float*. O mercado, na prática, já opera com cautela em relação às ações, independentemente do regime contínuo. A atuação dos negócios (poucos) continua a ocorrer pois são investidores de caráter diferenciado. Ou seja, o que se pode inferir das negociações no mês de outubro é que não se observa comportamento de alta volatilidade, tampouco movimentações que sugiram uma pressão repentina que pudesse ser agravada pelo regime de negociação não contínuo. A formação de preço já ocorre de forma contida, e o investidor já opera sob cautela: efeitos que o regime de leilão não altera de forma determinante. Tanto o volume quanto a oscilação mensal refletem comportamento previsível de companhia em situação especial (uma RJ, com gestores destituídos), mas não revelam, salvo melhor juízo, uma dinâmica que pudesse ser agravada exclusivamente pela mudança de regime de negociação.

46. O mercado já parece ter internalizado as informações disponíveis e precificou, dentro do possível, o cenário de governança anômala da companhia, o que reduz significativamente a intensidade marginal de qualquer alteração no modelo de negociação. O que se pode afirmar, portanto, é que a migração para o regime de negociação não contínuo não parece que produz uma ruptura estrutural significativa no padrão recente de negociação da OSX. O volume já era reduzido. As negociações já eram esparsas. A volatilidade já era concentrada. O processo de formação de preço já ocorria com pouca profundidade de ofertas.

47. Considerando que o relatório não registra movimentos recentes de grande volume, os efeitos de atraso de execução de ordens (típico do regime de leilão, da negociação não contínuo) não se apresentam como desvantagem significativa, já que a própria dinâmica histórica já não conta com negociações de fluxo contínuo.



Reitera-se: são poucas negociações, e de investidores mais informados, dispostos a aguardar o fim do dia para a concretização da negociação do papel.

48. Assim o regime de leilão parece caminhar para ter o mesmo efeito dinâmico que já existe na prática: negociações espaçadas no tempo, revisão mais cautelosa de ordens e formação de preço mais lenta. Ou seja, com a devida vênia, e salvo melhor juízo, o impacto da medida é marginal, não aparenta ter o potencial de causar dano extraordinário ou modificar de forma substancial a liquidez ou a precificação do ativo.

49. Objetivamente, ao que tudo indica, os dados da própria B3 demonstram que a alteração do regime de negociação não constituirá um evento drástico. Tampouco representará prejuízo adicional relevante à empresa. As condições históricas da negociação da OSX indicam que o mercado já opera com a cautela e o espaçamento de um ativo de baixa liquidez, o que torna a aplicação do regime de negociação não contínua uma medida potencialmente baixo impacto prático, particularmente quando confrontada com a opção que seria a intervenção na B3 ou CVM por ato judicial.

II.5 DA AUSÊNCIA DE PROJEÇÃO DE PREJUÍZO APTO A VIABILIZAR A INTERVENÇÃO

50. Embora se compreenda a preocupação manifestada pela Recuperanda quanto aos efeitos potenciais do regime de negociação não contínua, cumpre registrar que, até o momento, não foram apresentados elementos objetivos (estudos técnicos, projeções econômico-financeiras ou pareceres especializados) que permitam inferir a ocorrência de prejuízo substancial, concreto e mensurável decorrente da medida adotada pela B3.

51. Como demonstrado anteriormente, os dados disponíveis (notadamente o comportamento recente do ativo, seu volume reduzido de negociação, a escassez de profundidade de mercado e a própria dinâmica histórica da formação de preço)



indicam que o impacto da migração para o regime de leilão tende a ser marginal, limitado, sobretudo porque a negociação já se dava de maneira esparsa, descontínua e com base em poucos negócios. O regime especial de negociação, ao menos com o conjunto informacional atualmente disponível, não parece representar ruptura operacional ou dano relevante ao funcionamento regular da OSX.

52. Não se pode ignorar que o pleito formulado pela Recuperanda implica a solicitação de intervenção jurisdicional direta sobre ato regulatório da B3, inserida em ambiente técnico, especializado e altamente sensível a intervenções extraordinárias. A concessão de tal medida, sobretudo sem demonstração robusta de dano grave e irreversível, representaria risco institucional significativo, podendo comprometer a coerência do sistema regulatório, gerar insegurança jurídica, criar precedente incompatível com a estabilidade do mercado de capitais além, propriamente, de colocar em risco a própria B3 enquanto instituição.

53. A ponderação entre os riscos, portanto, exige prudência. De um lado, encontra-se a possibilidade, ainda não satisfatoriamente comprovada, de prejuízo operacional; de outro, há o risco concreto, amplo e sistêmico de desarticulação do regime regulatório caso se determine intervenção judicial sobre ato de entidade autorreguladora. Na balança a ausência de evidências objetivas e quantitativas impede, no momento, a recomendação técnica pela interferência excepcional.

54. Nada impede que a análise ora desenvolvida seja revisitada. Caso a OSX apresente, futuramente, elementos técnicos demonstrando, com segurança e precisão, que o regime de negociação não contínua produz efeito desproporcional ou inviabilizador das atividades da Recuperanda ou do êxito do processo de recuperação judicial, este perito poderá reavaliar as circunstâncias do parecer.

55. A excepcionalidade da medida deve sopesar a essencialidade do ato a esta Recuperação Judicial e os possíveis efeitos sistêmicos no mercado de ações brasileiro (quase totalmente gerido pela B3): um mercado complexo, altamente



sensível à previsibilidade regulatória, dependente de regras estáveis de transparência e cuja confiança são a moeda forte.

III. CONCLUSÃO

56. Considerando as informações disponíveis, este Administrador Judicial não pode adequadamente recomendar o acolhimento do pedido formulado pelas Recuperandas para que B3 e CVM sejam compelidas a afastar ou deixar de aplicar o regime de negociação não contínua.

57. Não há, até o momento, demonstração técnica de prejuízo concreto, relevante ou irreversível à Recuperanda decorrente da negociação não contínua. Os dados de negociação indicam potencial impacto marginal da mudança de regime, dado o histórico de baixa liquidez e poucos negócios. A intervenção judicial em ambiente regulado altamente sensível representaria risco sistêmico desproporcional, sobretudo quando existe, agora, via institucional adequada para regularização.

58. Ressalva-se a possibilidade de reavaliação desta conclusão caso venham aos autos novos elementos técnicos que demonstrem, de forma objetiva e fundamentada, que a medida regulatória acarreta prejuízo efetivo e desproporcional à continuidade das atividades da companhia ou ao êxito da recuperação judicial.

É o parecer.

Brasília, 04 de dezembro de 2025.


FLÁVIO PANSIERI
OAB/PR 31.150


OTÁVIO BAPTISTA
OAB/PR 86.785