TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO

Fiscalização do desinvestimento em refino pela Petrobras: Alienação da Refinaria Landulpho Alves

Sumário Executivo

Secretaria-Geral de Controle Externo

Secretaria de Fiscalização de Infraestrutura de Petróleo e Gás Natural

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO

MINISTROS

Ministra Ana Arraes, **Presidente**
Ministro Bruno Dantas, **Vice-presidente**
Ministro Walton Alencar Rodrigues
Ministro Benjamin Zymler
Ministro Augusto Nardes
Ministro Aroldo Cedraz
Ministro Vital do Rêgo
Ministro Jorge Oliveira
Ministro Antônio Anastasia

MINISTROS-SUBSTITUTOS

Ministro Augusto Sherman
Ministro Marcos Bemquerer
Ministro André Luis de Carvalho
Ministro Weder de Oliveira

MINISTÉRIO PÚBLICO JUNTO AO TCU

Cristina Machado da Costa e Silva, **Procuradora-Geral**
Lucas Rocha Furtado, **Subprocurador-Geral**
Paulo Soares Bugarin, **Subprocuradora-Geral**
Marinus Eduardo de Vries Marsico, **Procurador**
Júlio Marcelo de Oliveira, **Procurador**
Sergio Ricardo Costa Caribé, **Procurador**
Rodrigo Medeiros de Lima, **Procurador**

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO

Fiscalização do desinvestimento em refino pela Petrobras: Alienação da Refinaria Landulpho Alves

Sumário Executivo

Relator Ministro Walton Alencar Rodrigues

Brasília, 2022

© Copyright 2022, Tribunal de Contas de União

<www.tcu.gov.br>

Permite-se a reprodução desta publicação,
em parte ou no todo, sem alteração do conteúdo,
desde que citada a fonte e sem fins comerciais.

Brasil. Tribunal de Contas da União.
Fiscalização do desinvestimento em refino pela Petrobras: Alienação da Refinaria Landulpho Alves / Tribunal de Contas da União; Relator Ministro Walton Alencar Rodrigues; Apresentação, Alexandre Carlos Leite de Figueiredo. – Brasília: TCU, Secretaria-Geral de Controle Externo (Segecex), Secretaria de Fiscalização de Infraestrutura de Petróleo e Gás Natural (SeinfraPetróleo), 2022.
21 p. – (Sumário Executivo)

A fiscalização, na modalidade Relatório de Acompanhamento (Racom), foi realizada no processo TC 024.763/2020-9, e derivou do Acórdão 1.177/2020-TCU-Plenário (TC 009.508/20198), de relatoria do Ministro Walton Alencar Rodrigues.

1. Petróleo – exploração - regulação. 2. Petrobras - desinvestimento. I. Petróleo brasileiro. II. Título. III. Série.

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Ministro Ruben Rosa

Apresentação

Este Sumário Executivo trata da fiscalização sobre o processo de alienação da Refinaria Landulpho Alves (Rlam), na Bahia, parte do projeto de desinvestimento em ativos de refino pela Petrobras.

A fiscalização, na modalidade Relatório de Acompanhamento (Racom), foi realizada no processo TC 024.763/2020-9, e derivou do Acórdão 1.177/2020-TCU-Plenário (TC 009.508/2019-8), de minha relatoria.

De modo geral, a fiscalização constatou que a Petrobras atendeu à norma regulatória na condução do processo de desinvestimento, não identificando impropriedades ou irregularidades nos demais aspectos avaliados, entre eles: a adequação do preço ofertado para a venda, a oportunidade do momento de venda, e a devida fundamentação e informação do processo decisório.

A despeito disso, foi identificado risco na definição da principal referência interna de valor do ativo. Para a mitigação desse risco, o Acórdão 2.479/2021-TCU-Plenário, também de minha relatoria, expressou recomendação para que a Petrobras ajuste sua Sistemática de Desinvestimentos de maneira que a justificativa pela vantajosidade do desinvestimento considere como referência principal o valuation interno, calculado a partir do cenário Base (intermediário) do seu plano estratégico.

Walton Alencar Rodrigues

Ministro

Sumário

Introdução 5

Contexto do Desinvestimento em Refino 7

Sistemática para Desinvestimentos da Petrobras 10

Principais Aspectos Avaliados 12

Conclusão 21

Introdução

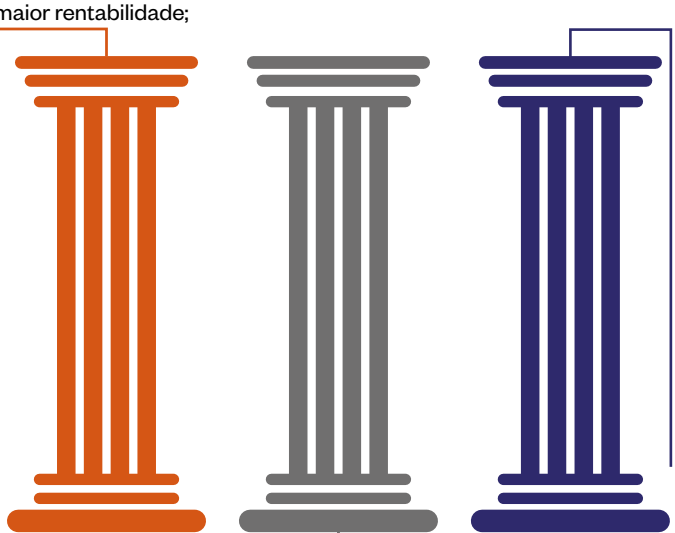
A Refinaria Landulpho Alves (Rlam) está localizada no município de São Francisco do Conde/BA, na região do Recôncavo Baiano. É interligada por um conjunto de dutos ao terminal aquaviário (TA) de Madre de Deus (Temadre), o que permite internação de petróleo e movimentação (envio e recebimento) de derivados. Os terminais terrestres de Candeias, Jequié e Itabuna também estão interligados à refinaria através de dutos.

A Rlam atende os polos de venda São Francisco do Conde, Candeias, Jequié e Itabuna e seus derivados também são enviados por cabotagem através do Temadre, o que aumenta a sua área de influência.

Com capacidade de processamento de até 321 kbpd (kbpd = mil barris de petróleo por dia), o que representava 14,5% da capacidade de produção da Petrobras, antes de sua alienação, a refinaria produz gasolina, diesel, GLP, lubrificantes, parafina, n-parafinas, nafta petroquímica, querosene de aviação, asfaltos, óleo combustível e outros derivados.

O desinvestimento em refino pela Petrobras tem sua motivação estratégica sustentada em três pilares:

alocação de capital: busca de melhor alocação de capital, priorizando a participação em segmentos com maior vantagem competitiva e maior rentabilidade;



ambiente regulatório: redução da concentração econômica da Petrobras no setor de refino, para alinhamento à orientação de órgãos reguladores que visam promover uma dinâmica competitiva de preços, e de modo a dissociar a Petrobras como a única responsável pelo abastecimento do mercado, pelas despesas de capital (Capex) na expansão de capacidade, e pela formação de preços.

aumento da resiliência: necessidade de geração de recursos para a redução do nível de alavancagem da empresa, tornando-a mais resiliente à variação de preços do Brent;

O contexto da alienação da Rlam extrapola, todavia, a motivação regulatória, concorrencial e empresarial da Petrobras ao considerar aspectos estratégicos para o

desenvolvimento econômico do país, em especial, a necessária **atração de investimentos privados** para a melhoria da capacidade do refino e da logística primária.

A fiscalização adotou como premissa a **necessária** venda das refinarias pela Petrobras, ao mesmo tempo em que essa venda somente pode ocorrer a preços razoáveis e com a estrita observância das normas aplicáveis.

Com base na Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras (Sistemática), assim como nos deveres de diligência e lealdade insculpidos nos art. 153, 154 e 155, inciso II, da Lei 6.404/1976, e considerando o escopo definido, as limitações de auditoria, e as análises e testes aplicados, a equipe concluiu que:

- quanto à **aderência dos procedimentos e dos processos decisórios** à Sistemática, a Petrobras **atendeu aos requisitos normativos** no processo de desinvestimento da Rlam; e
- quanto **à adequação do preço ofertado para a venda, à oportunidade do momento de venda, e à devida fundamentação e informação do processo decisório**, **não foram identificadas impropriedades ou irregularidades**.

Apesar de não terem sido identificados achados de auditoria no trabalho realizado quanto ao desinvestimento da Rlam, foi identificado **risco relativo à forma de utilização de cenários para as avaliações internas da Petrobras nos processos de desinvestimento**, essencialmente ao se considerar como referência, para tomada de decisão, a faixa de valores compreendida entre os resultados de *valuation* interno no cenário mais adverso (pessimista) e o mais benéfico (otimista) à companhia.

O cenário intermediário, utilizado pela Petrobras em suas principais decisões empresariais, é construído a partir de uma visão mais robusta dos possíveis cenários futuros, com base em correlações históricas de suas principais determinantes, e incorpora mudanças estruturais já consumadas e políticas públicas para o mercado de energia já anunciadas ou implementadas, cujas premissas são sujeitas a auditoria independente e objeto de controle pelos requisitos da Lei Sarbannes-Oxley (SOx).

Concluiu-se, que, em regra, a justificativa pela vantajosidade do desinvestimento **deve considerar como referência principal o resultado de *valuation* interno calculado com base no cenário intermediário**, ou central, por refletir metodologia de técnica mais sedimentada e premissas historicamente consistentes e consensuais de mercado, e ser utilizado de forma generalizada em todas as decisões da empresa – atualmente denominado **cenário Base** no plano estratégico vigente da Petrobras.

Assim, o Acórdão 2.479/2021-TCU-Plenário, expressou a seguinte recomendação à Petrobras:

> 9.2. (...) promova ajustes na Sistemática de Desinvestimentos, para que conste orientação de que, em regra, a justificativa pela vantagem do desinvestimento deverá considerar, como principal referência, a avaliação interna (*valuation*), calculada com base no cenário corporativo, caracterizado como intermediário, que reflita a metodologia de técnica mais sedimentada e as premissas mais historicamente consistentes e consensuais de mercado, utilizada, de forma generalizada, em todas as decisões da empresa, incluindo, ainda, a orientação na Sistemática de Desinvestimentos de maior detalhamento, quanto aos procedimentos informativos adicionais a serem adotados, quando o valor proposto pelo potencial comprador estiver abaixo da avaliação interna de referência principal.

Contexto do Desinvestimento em Refino

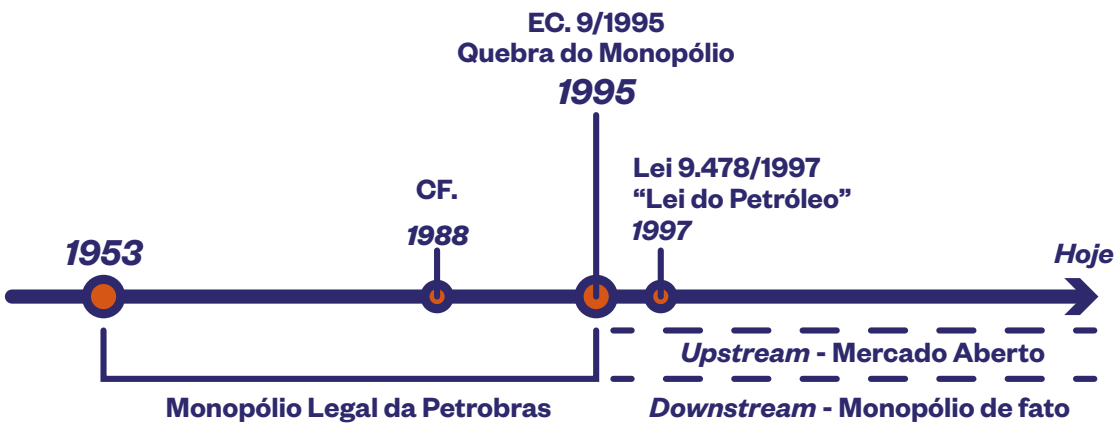
O contexto do desinvestimento em refino pela Petrobras é composto por questões que vão além da estratégia da Petrobras na sua decisão empresarial de investir e desinvestir em determinados ativos.

Abertura do mercado

A quebra do monopólio da Petrobras na exploração da cadeia do petróleo se deu pela promulgação da Emenda Constitucional 9, de 1995, e posterior publicação da Lei 9.478/1997 (Lei do Petróleo).

Após 24 anos dessa abertura, o refino e a logística primária de combustíveis não atraíram investimentos privados ou estimularam a competição. A manutenção dessa infraestrutura concentrada na Petrobras resultou em barreiras a novos entrantes no segmento, caracterizando um "**monopólio de fato**" que, por sua vez, provoca ineficiências econômicas típicas de mercados imperfeitos.

Mercado de Petróleo e Gás Natural no Brasil



Fonte: Elaboração própria.

Monopólios e intervenções estatais indevidas

Monopólios de qualquer natureza, sobretudo sem regulação econômica, como é o caso do refino de petróleo no Brasil, permitem ao agente monopolista **elevar injustificadamento os preços para a obtenção de lucros extraordinários**, reduzindo a eficiência econômica geral.

No caso de empresas estatais, outro problema dos monopólios detidos pelo Estado é a intervenção estatal indevida no sentido da redução do preço a níveis abaixo dos de mercado para o alcance de políticas públicas ou metas macroeconômicas em detrimento de sua rentabilidade empresarial.

Muito embora possa parecer positivo, à primeira vista, controlar a inflação, utilizando o monopólio no refino da Petrobras para a redução dos preços de combustíveis, verificou-se, na prática, diversos efeitos nocivos tanto à empresa quanto ao país, bem como diversas infrações à legislação vigente.

Em algumas oportunidades, a fixação de preços abaixo da paridade internacional já gerou renúncias de receitas e perdas contábeis bilionárias na Petrobras, o que, juntamente com investimentos malsucedidos por problemas de corrupção e planejamento, ameaçou seriamente a sua sustentabilidade econômico-financeira, com alto nível de endividamento e aumento expressivo do risco de crédito e insolvência nos anos que se seguiram.

A eventual utilização da estatal para esses objetivos, sem os devidos ressarcimentos por parte do Estado, configura-se como desvio de finalidade, considerando o disposto no §2º do art. 8º da Lei das Estatais, com graves repercussões no valor de mercado da empresa e ajuizamentos de ações coletivas no Brasil e no exterior, com potencial de causar enormes prejuízos à Petrobras e à União, e deletérias consequências para a sua financiabilidade, solvência, lucratividade, distribuição de dividendos e capacidade de investimentos.

Isso também **afasta o investimento privado**, inviabilizando economicamente negócios privados relacionados tanto ao refino quanto à importação de combustíveis e traz reflexos negativos também em relação à produção de substitutos (biocombustíveis).

O monopólio no refino expõe a Petrobras a **riscos de ingerências indevidas na definição dos preços dos combustíveis por grupos de interesses**.

Premissas do Trabalho

Termo de Compromisso de Cessação de Conduta com o Cade (TCC)

Determinação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), que estabeleceu TCC, exigindo da Petrobras a venda de pelo menos oito refinarias, o equivalente a aproximadamente 50% da capacidade de refino brasileiro.

Resolução do Conselho Nacional de Política Energética 9/2019

O CNPE editou a Resolução CNPE 9/2019, que estabelece como interesse da política energética nacional diversas diretrizes para a promoção da livre concorrência no setor de refino de petróleo, por ocasião da realização dos desinvestimentos nacionais. A eventual prática de preços abaixo da paridade internacional por força do poder de mercado da Petrobras pode caracterizar-se como prática anticompetitiva e até mesmo *dumping*.

Riscos da transição para o novo mercado de refino

- **TC 003.245/2020-9**, de relatoria do Ministro Walton Alencar Rodrigues, que objetivou avaliar a transição para o **Novo Mercado de Refino** após o desinvestimento das oito refinarias pela Petrobras, identificou **riscos relacionados ao descompasso entre a capacidade da infraestrutura nacional de refino e logística primária e a demanda de combustíveis do país**.[1]
- Entre 2000 e 2015, a estatal desembolsou cerca de **US$ 30 bilhões**, tendo como objetivo quase **dobrar a capacidade de refino do Brasil, mas o resultado foi um acréscimo de apenas 10%** dessa capacidade (TC 003.502/2016-3, de relatoria do Ministro José Múcio Monteiro, Acórdão 1.839/2018-TCU-Plenário).
- O Plano Estratégico 2021-2025 da Petrobras indica que o custo de produção do barril de petróleo do pré-sal está em US$ 3,8/barril, tratando-se de um dos menores custos produtivos do mundo, se assemelhando às jazidas do Oriente Médio. Por outro lado, as margens do refino, conforme atestam os estudos de viabilidade técnica, econômica e ambiental (EVTEA) apresentados pela Petrobras, são bastante reduzidas e eventualmente negativas.
- Sob a ótica empresarial, a escolha da Petrobras de priorizar investimentos no pré-sal, e não no refino, é economicamente racional e potencializa os resultados da empresa, resultando em maiores lucratividades, dividendos para a União e investimentos futuros, com geração de emprego, renda e exportação para o país.
- É necessária a atração de investimentos privados para a melhoria da capacidade do refino e da logística dos derivados de petróleo.

[1] Mais detalhes no Sumário Executivo dos **Riscos e oportunidades da transição para o novo mercado de refino**.

Sistemática para Desinvestimentos da Petrobras

A alienação de ativos da Petrobras obedece a um rito que é definido pela norma intitulada "Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras", que consolida as práticas de alienação de empresas e de ativos que possam ser considerados unidades de negócio, por meio de um processo competitivo.

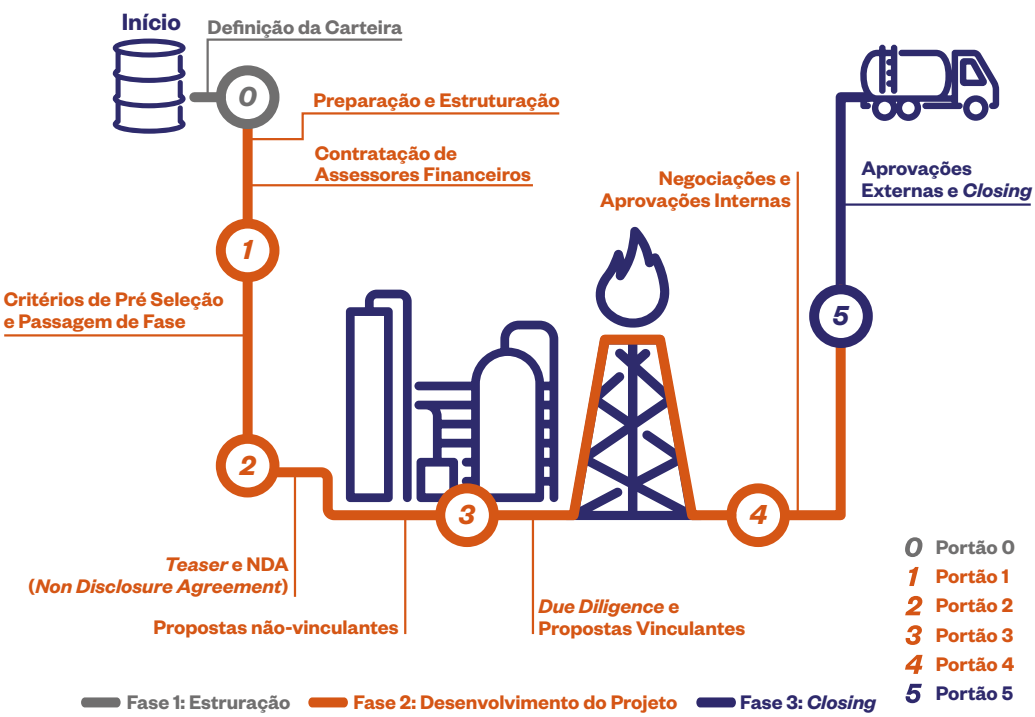
Para cada alienação pretendida é criado um Projeto de Desinvestimento, ao qual se atribui um nome fantasia, que fará parte da Carteira de Desinvestimentos, com intenção de venda aprovada pela Diretoria Executiva (DE) ou pelo Conselho de Administração (CA) da Petrobras. A seleção dos projetos é baseada em critérios como:

- alinhamento estratégico;
- atratividade dos indicadores econômicos e financeiros;
- necessidade de compartilhamento de riscos com parceiros.

Os Projetos de Desinvestimento visam à transferência de titularidade, total ou parcial de bens e/ou direitos pertencentes à Petrobras e são compostos pelas fases ilustradas na Figura 1, a seguir descritas:

Os procedimentos e a documentação relativos ao processo de desinvestimento foram o tema principal do TC 013.056/2016-6. Naquele momento, o TCU contribuiu de forma direta na evolução dessa metodologia, que foi alterada significativamente após a atuação da Corte de Contas. Após a prolação do Acórdão 442/2017-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro José Múcio Monteiro, a Petrobras reiniciou os projetos que estavam em desenvolvimento, para que passassem a seguir, desde o início, o regramento aperfeiçoado na Sistemática, de acordo com a sua terceira revisão, aprovada em 23/1/2017 pelo Conselho de Administração da companhia.

Figura 1 – Processos de Desinvestimento



Fonte: Elaboração própria baseado na Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras.

Fase 1 – Estruturação: destina-se ao planejamento do Projeto de Desinvestimento;

Fase 2 – Desenvolvimento: destina-se à realização do Processo Competitivo ; e

Fase 3 – Encerramento: destina-se à obtenção das aprovações externas, à implementação das condições precedentes e ao Fechamento do Projeto de Desinvestimento.

Os portões são instâncias de aprovação das etapas mais relevantes do processo pela Diretoria Executiva ou de outro órgão colegiado competente. Em cada um destes marcos processuais há a constituição de um pacote de documentos que é submetido à deliberação para se avaliar o prosseguimento do projeto para a próxima etapa.

A partir do Acórdão 442/2017-TCU-Plenário, a Petrobras disponibiliza ao TCU, mensalmente, planilha de controle atualizada de sua Carteira de Desinvestimentos contendo a evolução dos projetos pelos portões e os pacotes documentais de suporte à decisão. A partir dessa documentação, o TCU acompanha o desenvolvimento da Carteira de Desinvestimentos da Petrobras.

No biênio 2019/2020, o acompanhamento foi realizado no TC 009.508/2019-8, do qual resultou, mediante autorização do Acórdão 1.177/2020-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro Walton Alencar Rodrigues, os processos de acompanhamento específicos à alienação dos ativos de refino, dentre eles a Refinaria Landulpho Alves.

Acesse a ficha-síntese relativa ao Acompanhamento da Carteira de Desinvestimentos da Petrobras:

Principais Aspectos Avaliados

As respostas às questões de auditoria, considerando as limitações inerentes aos procedimentos aplicados e o escopo e não escopo dos trabalhos, permitiram consolidar opiniões conclusivas quanto a **quatro aspectos fundamentais** do processo de desinvestimento da Rlam:

1. verifica se os procedimentos realizados pela estatal estão de acordo com a sua própria sistemática de desinvestimentos, analisada pelo Tribunal por meio dos Acórdãos 442/2017-TCU-Plenário, relator Ministro José Múcio Monteiro, e 477/2019-TCU-Plenário, relator Ministro Aroldo Cedraz, e demais ordenamentos legais que regem a atuação de sociedades anônimas de economia mista, quanto a diversos aspectos como transparência, publicidade, competitividade, preço de mercado, entre outros;
2. examina se o referencial interno de preço para a venda foi estimado de maneira adequada e fundamentada, e se o valor ofertado foi devidamente confrontado com as referências internas e externas de valor do ativo;
3. analisa se o momento da oferta do ativo, durante a pandemia da Covid-19, seria adequado para a consumação da venda;
4. avalia se o processo decisório foi devidamente informado e refletido, com a produção de documentos e avaliações necessárias e suficientes para a convicção dos gestores da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração da Petrobras, e se a decisão foi devidamente fundamentada e em acordo com os documentos técnicos produzidos e disponibilizados.

A seguir, são expostas as conclusões alcançadas em cada aspecto.

1) Cumprimento da sistemática de desinvestimento da Petrobras

Verificou-se que a Petrobras:

- vem cumprindo adequadamente a própria Sistemática de Desinvestimentos, as leis que norteiam o procedimento (Lei das Estatais e Lei das Sociedades Anônimas) e os princípios constitucionais que estabelecem as diretrizes gerais sobre as condutas de entidades sob o controle do Estado.
- tem disponibilizado, nos termos estabelecidos pelo já citado Acórdão 477/2019-TCU-Plenário, regular e tempestivamente ao TCU, as informações relacionadas a todos os processos de desinvestimentos, em suas passagens pelos diversos portões decisórios.

Sobre a transparência, isonomia, publicidade e competitividade do certame, verificou-se que:

- foram convidadas diretamente a participar da licitação 144 empresas, definidas com o apoio do assessor financeiro, como potenciais candidatas, por meio de teasers.
- foi publicado fato relevante em 26/4/2019, avisando ao mercado a intenção de alienar parte do seu parque de refino, assim, empresas não convidadas diretamente puderam manifestar seu interesse para participar do processo de compra dos ativos e apresentar propostas, portanto, o processo foi transparente e com a devida publicidade, no qual buscou-se o maior número de interessados (Portões 1, 2 e 3, avaliados no TC 009.508/2019-8).
- a Petrobras disponibilizou aos interessados, de forma isonômica, informações sobre os ativos relacionadas tanto a questões técnicas como econômico-financeiras para viabilizar a formulação de ofertas embasadas em parâmetros reais, esclarecendo dúvidas e buscando mitigar, no que estava ao seu alcance, riscos decorrentes de desinformações.

Após **ampla divulgação e possibilidade para participação de todos interessados**, foram assinados – conjuntamente para a alienação das refinarias Rlam, Rnest, Repar e Refap – 23 acordos de confidencialidade (NDA – *Non-Disclosure Agreement*). Para a **Rlam**, foram apresentadas **4 propostas não vinculantes (NBO – *Non Binding Offer*) e 2 propostas vinculantes (BO - *Binding Offer*).**

Seguindo a Sistemática, a Petrobras negociou com a proponente da melhor oferta vinculante, obtendo como melhor proposta final a oferta do fundo Mubadala, no valor de US$ 1,65 bilhões. O procedimento foi aprovado pela Diretoria Executiva e pelo Conselho de Administração.

A Companhia emitiu comunicado ao mercado informando a conclusão da venda e a operação foi concluída com o pagamento de US$ 1,8 bilhão para a Petrobras, valor que, segundo a Petrobras, refletiu o preço de compra de US$ 1,65 bilhão, ajustado preliminarmente em função de correção monetária e das variações no capital de giro, dívida líquida e investimentos até o fechamento da transação.

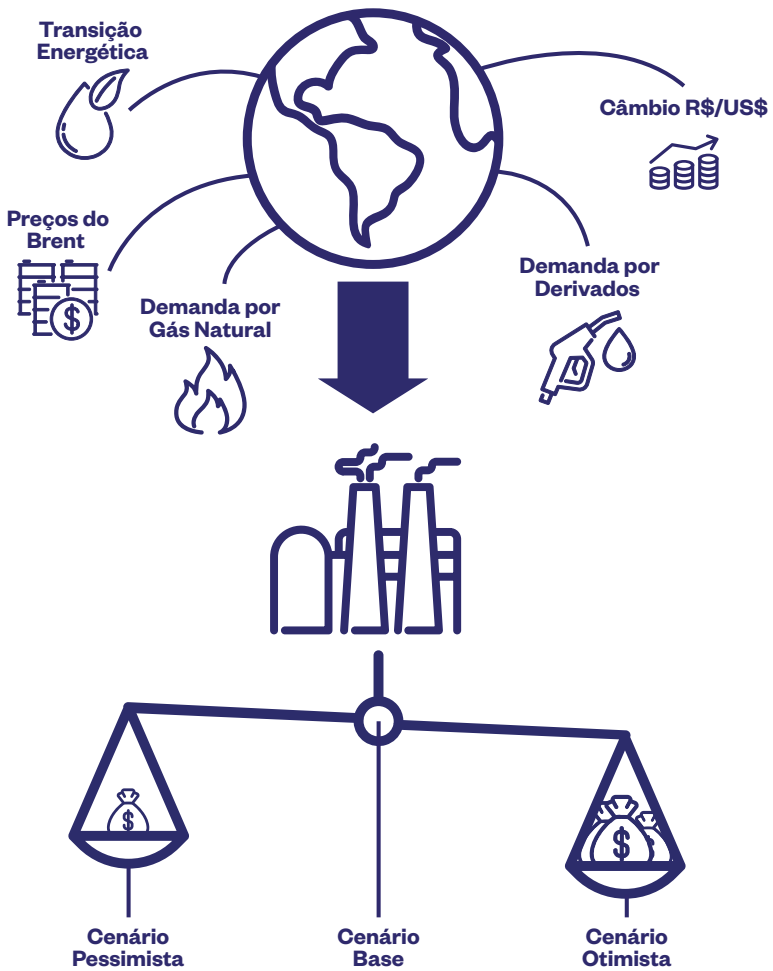
2) Adequação do preço ofertado para a venda da Rlam

Parte relevante da análise empreendida na fiscalização refere-se aos estudos econômico-financeiros realizados e obtidos pela Petrobras para balizamento da decisão de aceitação ou não da melhor proposta ofertada para a compra da Rlam. Dessa análise, concluiu-se inexistirem razões para se objetar a venda da refinaria em razão do valor da oferta, considerando-se, essencialmente, que:

i. **sob o ponto de vista de mercado**, refletido nas avaliações externas contratadas pela Petrobras, **o valor ofertado pela Rlam se situou dentro da faixa de valores ou acima** do valor estimado; e
ii. **do ponto de vista do vendedor** (Petrobras), **o valor ofertado pela Rlam se situou acima** do resultado de *valuation* interno no cenário Base da Petrobras, considerando as premissas mais atuais, referentes ao PE 2021-2025.

Conforme orienta a Sistemática de Desinvestimentos, a elaboração dos *valuations* internos deve ser feita considerando os cenários corporativos dos planos estratégicos (PE) da Petrobras (atualmente: Resiliência, Base e Crescimento).

Os cenários são produzidos com as projeções da empresa para as principais premissas que afetam o valor do ativo:



Percebeu-se, contudo, grande discrepância de valor entre o cenário mais pessimista, que adota uma transição energética acelerada, e o cenário mais otimista, onde essa transição ocorre de forma lenta. Dessa forma, entendeu-se que a Petrobras deveria utilizar como parâmetro norteador da decisão sobre a venda o cenário Base, por ser aquele utilizado para o planejamento da empresa de modo geral, inclusive seus investimentos, e ser construído com premissas e parâmetros mais próximas às utilizadas pelos especialistas do setor e auditadas, no âmbito da estatal, por companhia qualificada independente atendendo aos requisitos da Lei Sarbannes-Oxley (SOx). Esse ponto foi objeto de proposta de recomendação.

A fiscalização dedicou extensa atenção às alterações e atualizações realizadas nas diversas avaliações financeiras, quanto à definição das principais premissas e projeções utilizadas, examinando sua justificação e consistência. Nessa parte, questionou-se detalhadamente a Petrobras sobre as principais alterações de variáveis que resultaram em valores tão distintos em curto espaço de tempo.

Especialmente sobre a última alteração e atualização de valores, que considerou o mais recente PE da Petrobras (2021-2025) frente ao estudo feito com informações do PE 2020-2024 pós-Covid-19, a avaliação econômico-financeira da Rlam do cenário Base foi reduzida substancialmente e situou-se em valor inferior à proposta ofertada pela Mubadala, o que não ocorreu nas avaliações anteriores.

A principal causa desta redução foi a diminuição da margem de lucro (*crack spread*) dos derivados, em especial, do diesel, principal derivado produzido pela Rlam e que **corresponde à aproximadamente 32% de sua produção**.

Além dessa, diversas variáveis foram modificadas na avaliação referenciada no PE 2021-2025 em relação à anterior, pelas seguintes razões:

i. Redução da produção de Querosene de Aviação (QAV), por quebra na demanda, e consequente aumento da produção de diesel no mix das refinarias, com aumento da oferta relativa desse combustível, reduzindo a sua margem de rentabilidade;
ii. Aumento da projeção de preços de petróleo nacionais, processados pela Rlam, em relação aos preços do Brent, em razão da queda de preço relativa do diesel ser maior que a queda relativa do óleo combustível, aumentando o custo relativo de aquisição do principal insumo da Rlam, o petróleo nacional;
iii. Redução do frete marítimo para transporte de petróleo, reduzindo o Preço Interno de Transferência (PIT), variável relevante para a internalização de petróleo importado e estabelecimento do preço de paridade internacional para venda no mercado doméstico.

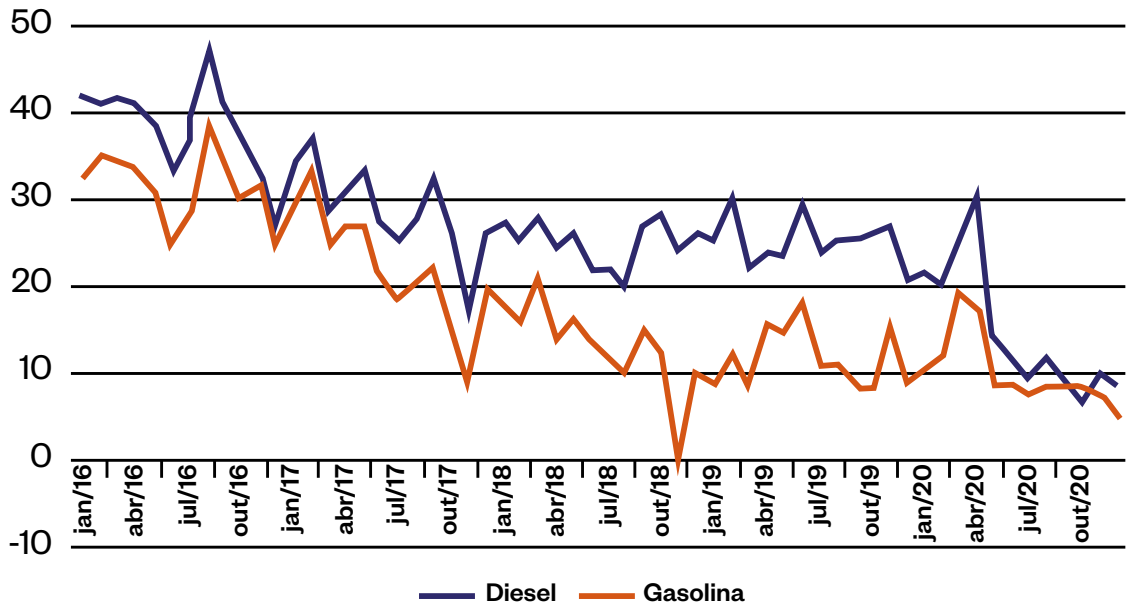
A incorporação dessas alterações explicou, na maior parte, a perda de valor da Rlam na última avaliação.

Em vista da relevância do *crack spread* dos derivados na valoração da refinaria, a fiscalização buscou, para além da análise das planilhas, estudos e justificativas trazidos pela Petrobras, corroborar o movimento indicado com um racional autônomo.

A partir do confronto da receita com a venda de cada derivado com o custo do petróleo processado, obteve-se a margem bruta total, que, dividida pela quantidade

produzida em cada período, resultou na margem bruta em dólares por m^3 produzido, que convertido para barril (fator de conversão 6,982892), resulta na curva constante do gráfico abaixo.

Gráfico 1 – Margem bruta por derivado (US$/bbl)



Fonte: Elaboração própria, a partir dos preços de venda dos derivados (PMR), preços de compra do petróleo nacional (PIT), e da carga de petróleo e produção de derivados no período encaminhados pela Petrobras.

O gráfico confirma a **clara tendência de queda nas margens do diesel e da gasolina**, principalmente após o início de 2020, confirmando as justificativas apresentadas pela Petrobras.

A Petrobras apresentou, em suplemento, dois estudos, realizados pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) e pela IHS Markit (IHS), que concluíram no sentido de que o processo de definição das premissas e elaboração das avaliações internas possui adequada consistência e fundamentação.

Com relação às avaliações de mercado, na visão compradora, a Petrobras contratou três empresas conceituadas para a realização de *valuation report* e *fairness opinion* que validaram o valor ofertado pela Rlam.

Apontou-se, além disso, um risco de a Rlam ser a primeira refinaria a ser vendida, que não foi objeto de precificação tanto nas avaliações internas, por não fazer parte do seu escopo, como nas avaliações externas.

O pior cenário possível para o investidor privado é se perceber com uma fatia de mercado insignificante perto de um concorrente quase monopolista. Esse cenário **poderia se concretizar caso a Rlam fosse vendida e houvesse a interrupção**, por qualquer razão, **do prosseguimento dos desinvestimentos dos demais ativos de refino da Petrobras**. Nessa situação hipotética, o fundo Mubadala, potencial comprador da Rlam, teria apenas 14% do mercado de refino e a Petrobras 84%.

Com esse percentual do mercado, a Petrobras teria posição muito dominante e poder de determinar preços, como tem atualmente. Uma eventual intervenção nos preços dos combustíveis, com a prática de valores abaixo da paridade internacional, como já verificado em longos períodos anteriormente, poderia gerar à empresa privada prejuízos insuperáveis.

Esse risco é gradualmente mitigado com o prosseguimento das vendas dos ativos de refino e diminuição do poder de mercado da Petrobras. No entanto, os primeiros ativos a serem vendidos, e a Rlam, em especial, por ser a primeira venda, sofrerão a precificação desse risco por parte do investidor privado, o que tende a reduzir o valor das ofertas.

Recomendação quanto à Oportunidade de Aperfeiçoamento da Sistemática

Enquanto o cenário Base é constituído por premissas e projeções elaboradas por metodologia tecnicamente sedimentada, historicamente consonante e de maior consenso no mercado, os demais cenários representam imagens alternativas de futuro, cuja probabilidade não pode ser estimada. No caso do plano estratégico vigente, quando da realização da fiscalização, a diferenciação entre os cenários Resiliência e Crescimento derivou, principalmente, do ritmo da transição da matriz energética atual para fontes não fósseis.

A utilização dos correspondentes resultados de *valuation* nesses cenários como limites inferior e superior de uma faixa de valores, dentro da qual estaria, automaticamente, o valor aceitável para o ativo, representa elevado risco de distorção – e, portanto, de subavaliação (risco a ser evitado em processo decisório de venda) –, tanto maior quanto for a amplitude da faixa resultante. Tal amplitude exagerada vai contra o consenso da literatura técnica especializada, bem como o disposto no Decreto 2.594/1998 e na Instrução CVM 361, de 5/3/2002.

Além disso, embora não se possa quantificar as probabilidades de ocorrência para cada cenário, é consensual que a metodologia que lastreia a construção do cenário intermediário é vista como mais robusta pelo mercado e seus agentes. Tanto assim que são as premissas referentes ao cenário intermediário as utilizadas pela Petrobras em suas principais decisões empresariais, notadamente seus investimentos, bem como em suas análises de *impairment*, além de serem essas as premissas sujeitas à auditoria independente e objeto de controle pelos requisitos da Lei Sarbannes-Oxley (SOx).

Assim, por intermédio do Acórdão 2.479/2021-TCU-Plenário, **recomendou-se** à Petrobras que **promova ajustes na Sistemática de Desinvestimentos para contemplar a orientação de que, em regra, a justificativa pela vantajosidade do desinvestimento deverá considerar como referência principal o *valuation* interno calculado com base no cenário corporativo caracterizado como intermediário**, que reflita a metodologia de técnica mais sedimentada e as premissas mais historicamente consistentes e consensuais de mercado, utilizado de forma generalizada em todas as decisões da empresa, **incluindo, na mesma Sistemática, maior detalhamento quanto aos procedimentos informativos adicionais a serem adotados quando o valor proposto pelo potencial comprador estiver abaixo do *valuation* interno de referência principal**.

3) Adequação da venda durante a pandemia de Covid-19

Concluiu-se, que a Petrobras empreendeu adequada análise da oportunidade (*timing*) para a venda, em que considerou os impactos da pandemia da Covid-19 e as alternativas existentes, de modo a justificar a continuidade do processo de desinvestimento.

O mercado do petróleo foi especialmente afetado pelas restrições de movimentação decretados no Brasil e no mundo, provocando redução repentina de demanda de diversos derivados e repercussões extremamente impactantes nos estoques de combustíveis e preços. Tal fato gerou nas empresas do setor uma busca por liquidez e cortes expressivos de previsões de investimento, suscitando dúvidas quanto à oportunidade da venda da Rlam.

Em conjunto com o assessor financeiro contratado para o projeto (Citibank), a Petrobras analisou o cenário delineado pela pandemia no ambiente mundial de investimentos e desinvestimentos no setor de óleo e gás, bem como de fusões e aquisições de um modo geral, constatando que os negócios prosseguiam em alta mesmo naquele contexto.

Reconheceu, contudo, a possibilidade de que a visão de valor dos ativos de refino em venda pudesse sofrer algum efeito da pandemia, mas que esse efeito se limitaria ao curto prazo, sendo a parcela mais significativa do valor do ativo advinda das estimativas de fluxo de caixa ao longo do horizonte projetivo. Essas são influenciadas mais fortemente por aspectos como a transição da matriz energética, cuja tendência se delineia independentemente da pandemia (na verdade, pode ser acelerada pela pandemia, mas de todo modo seria praticamente irreversível).

Além disso, a atratividade dos ativos de refino tem diminuído globalmente. No Brasil, como se vê do histórico frustrado de algumas das tentativas de desinvestimento anteriores, essa atratividade também é baixa. Assim, eventual postergação do desinvestimento não poderia desconsiderar a possibilidade de que, no futuro, não existam interessados, ou que a visão de valor de eventuais interessados se reduza.

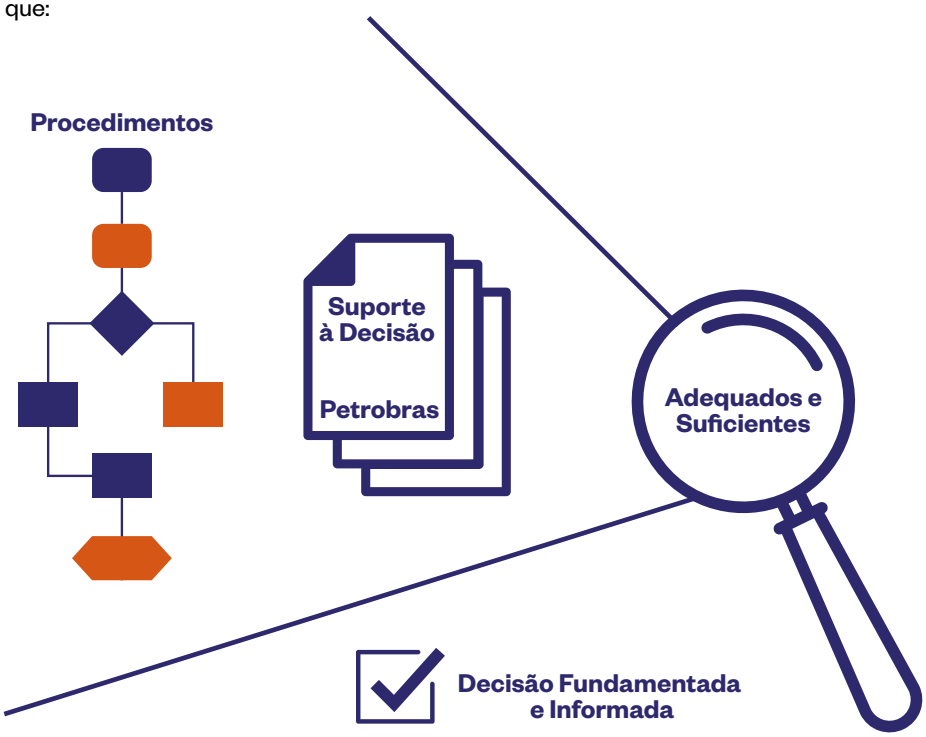
Para abarcar esse ponto na tomada de decisão, a Petrobras realizou análise complementar de riscos acerca do *timing* para a venda, com o objetivo de identificar e analisar riscos incrementais aos quais a companhia ficaria exposta caso optasse pelo cancelamento do processo competitivo atual e abertura de um novo processo em momento futuro.

Além dos riscos identificados, a análise apontou relevante impacto financeiro para a Petrobras em decorrência do custo de oportunidade do valor que poderia ser recebido do fundo Mubadala, supondo-se uma postergação por três anos.

Além disso, dentre os riscos mapeados no processo, destaca-se o risco de não implementação de política de preços mais competitiva, em virtude de interferência governamental, o que historicamente já ocorreu, e para o que, caso venha a se repetir no futuro, a Petrobras estima prejuízo significativamente superior a US$ 1 bilhão por ano (considerando todo o parque de refino).

4) Processo decisório para a venda da Rlam

Sobre a qualidade do processo decisório para a venda da Rlam, a equipe de auditoria constatou que:



Tomando como referências principais a **sistemática de desinvestimento da Petrobras, a Lei das Estatais e a Lei das Sociedades Anônimas**, os procedimentos de auditoria aplicados visaram aferir se o processo conduzido pela estatal ofereceu, em cada etapa sujeita à tomada de decisão (os Portões da sistemática) – e, especialmente, na decisão de seleção da proposta mais vantajosa e de concretização do desinvestimento – um conjunto de subsídios adequado e suficiente a uma tomada de decisão devidamente fundamentada e informada, de forma que os gestores da companhia tivessem efetivas condições de dar cumprimento ao dever de diligência que lhes incumbe.

A Petrobras lançou mão de diversos procedimentos destinados a sanar as dúvidas apontadas, tanto pela fiscalização como internamente, e a examinar pontos de incerteza, confirmando ou retificando aspectos do processo.

Esse proceder foi refletido nos esclarecimentos prestados no atendimento às diligências, nos esforços dedicados ao processo de avaliação econômico-financeira, nos estudos e pareceres externos acerca da consistência dessas premissas e da metodologia aplicada.

O valor da proposta foi analisado em face da avaliação econômico-financeira interna – cujas premissas e metodologia foram também amplamente escrutinadas –, assim como dos *valuations* externos, consubstanciados nas *fairness opinions*.

Restou demonstrada tanto a vantagem econômica do ponto de vista do vendedor, consideradas as alterações havidas nos contratos durante a fase de negociação, como a compatibilidade com o valor do ativo visto pelo mercado.

O alinhamento aos motivos estratégicos inicialmente elencados foi confirmado e reforçado pela necessidade de maior resiliência da companhia ante contextos adversos, como o que se apresentou da pandemia mundial de Covid-19 e seus efeitos. Além disso, a tendência de aceleração da transição da matriz energética global, com a preterição dos combustíveis fósseis, exige que a empresa busque a máxima eficiência na alocação de seu capital, em especial de investimentos; essa mesma tendência, ademais, coloca sob elevada incerteza o nível de atratividade futura de ativos de refino, chamando atenção para os riscos que envolvem eventual perda de oportunidades presentes (além do custo de oportunidade).

Todos esses aspectos foram apresentados à Diretoria Executiva e ao Conselho de Administração da Petrobras em diversas reuniões técnicas que antecederam a tomada de decisão e, por fim, reunidos no pacote de suporte à decisão apresentados a esses gestores por ocasião da conclusão do Portão 5, com a aprovação do negócio por essas instâncias e a consequente assinatura do contrato.

Conclusão

A partir do exposto, a fiscalização realizada permitiu afirmar que o processo de desinvestimento da Refinaria Landulpho Alves (Rlam) atendeu aos requisitos e procedimentos previstos na Sistemática de Desinvestimentos de Ativos e Empresas da Petrobras, e, adicionalmente, que não foram identificadas impropriedades ou irregularidades nos demais aspectos avaliados, quais sejam, a adequação do preço ofertado para a venda, a oportunidade do momento de venda, e a devida fundamentação e informação do processo decisório.

Contudo, identificou-se oportunidade de aperfeiçoamento da referida norma, com o propósito de mitigar risco de inadequação na definição do valor interno de referência do ativo em processos de desinvestimento. Para tanto, o Tribunal recomendou à Petrobras para que seja considerado como referência principal o *valuation* interno calculado com base no cenário corporativo caracterizado como intermediário, atual cenário Base no plano estratégico 2021-2025 da companhia.

Responsabilidade pelo conteúdo
Secretaria-Geral de Controle Externo (Segecex)
Secretaria de Infraestrutura de Petróleo e Gás Natural (SeinfraPetróleo)

Projeto gráfico, diagramação e capa
Secretaria de Infraestrutura de Petróleo e Gás Natural (SeinfraPetróleo)
Secretaria de Comunicação (Secom)

Tribunal de Contas da União
Secretaria-Geral da Presidência (Segepres)
70.042-900, Brasília – DF
segepres@tcu.gov.br

Ouvidoria do TCU
0800 644 1500
ouvidoria@tcu.gov.br

Missão

Aprimorar a Administração Pública em benefício da sociedade por meio do controle externo.

Visão

Ser referência na promoção de uma Administração Pública efetiva, ética, ágil e responsável.

www.tcu.gov.br

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO