

Aviso nº 736 - GP/TCU

Brasília, 14 de setembro de 2023.

Senhora Presidente,

Encaminho a Vossa Excelência, para ciência, cópia do Acórdão nº 1751/2023 (acompanhado dos respectivos Relatório e Voto) prolatado pelo Plenário desta Corte de Contas, na Sessão Ordinária de 23/8/2023, ao apreciar os autos do TC-010.738/2022-3, da relatoria do Ministro Augusto Nardes.

O referido processo trata de Solicitação do Congresso Nacional originária do Ofício nº 115/2022/CFFC-P, relativa ao Requerimento nº 63/2022-CFFC, de autoria do Deputado Federal Jorge Solla.

Consoante disposto no subitem 9.2 da aludida Deliberação, encaminho-lhe cópia do Acórdão nº 921/2023-TCU-Plenário, acompanhado dos respectivos Relatório e Voto.

Nos termos do subitem 9.3 do mencionado Acórdão nº 1751/2023-TCU-Plenário, a Solicitação em tela foi considerada integralmente atendida.

Atenciosamente,

(Assinado eletronicamente)

MINISTRO BRUNO DANTAS
Presidente

A Sua Excelência a Senhora
Deputada Federal BIA KICIS
Presidente Comissão de Fiscalização Financeira e Controle
Câmara dos Deputados
Brasília - DF

ACÓRDÃO Nº 1751/2023 – TCU – Plenário

1. Processo nº TC 010.738/2022-3.
2. Grupo I – Classe de Assunto: II - Solicitação do Congresso Nacional.
3. Solicitante: Comissão de Fiscalização Financeira e Controle da Câmara dos Deputados.
4. Unidade Jurisdicionada: Petróleo Brasileiro S/A.
5. Relator: Ministro João Augusto Ribeiro Nardes.
6. Representante do Ministério Público: não atuou.
7. Unidade Técnica: Unidade de Auditoria Especializada em Petróleo, Gás Natural e Mineração (AudPetróleo).
8. Representação legal: não há.

9. Acórdão:

VISTOS, relatados e discutidos estes autos que tratam de Solicitação do Congresso Nacional, por meio do qual o Deputado Federal Áureo Ribeiro, 1º Vice-Presidente da Comissão de Fiscalização Financeira e Controle da Câmara dos Deputados, requisita a esta Corte de Contas a realização de fiscalização com o objetivo de avaliar a regularidade da alienação da Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor);

ACORDAM os Ministros do Tribunal de Contas da União, reunidos em sessão do Plenário, ante as razões expostas pelo Relator, em:

9.1. levantar o sobrestamento destes autos, com fundamento no art. 157 do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União c/c art. 47, § 3º, da Resolução TCU 259/2014;

9.2. encaminhar ao solicitante cópia do Acórdão 921/2023-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro Walton Alencar Rodrigues, prolatado no âmbito do processo TC 024.764/2020-5, acompanhada de cópia do relatório e do voto que o fundamentaram; e

9.3. considerar a solicitação integralmente atendida e encerrar o presente processo, nos termos dos arts. 169, inciso II, do Regimento Interno do TCU e 17, inciso II, da Resolução - TCU 215/2008.

10. Ata nº 35/2023 – Plenário.

11. Data da Sessão: 23/8/2023 – Ordinária.

12. Código eletrônico para localização na página do TCU na Internet: AC-1751-35/23-P.

13. Especificação do quórum:

13.1. Ministros presentes: Bruno Dantas (Presidente), Benjamin Zymler, Augusto Nardes (Relator), Aroldo Cedraz, Vital do Rêgo, Antonio Anastasia e Jhonatan de Jesus.

13.2. Ministros-Substitutos presentes: Augusto Sherman Cavalcanti, Marcos Bemquerer Costa e Weder de Oliveira.

(Assinado Eletronicamente)

BRUNO DANTAS

Presidente

(Assinado Eletronicamente)

AUGUSTO NARDES

Relator

Fui presente:

(Assinado Eletronicamente)

CRISTINA MACHADO DA COSTA E SILVA

Procuradora-Geral

ACÓRDÃO Nº 921/2023 – TCU – Plenário

1. Processo nº TC 024.764/2020-5.
- 1.1. Apensos: 003.880/2022-2; 044.567/2021-9; 009.950/2022-2; 020.085/2022-2
2. Grupo I – Classe de Assunto: V – Relatório de Acompanhamento
3. Interessados/Responsáveis: não há.
4. Órgão/Entidade: Petróleo Brasileiro S.A.
5. Relator: Ministro Walton Alencar Rodrigues.
6. Representante do Ministério Público: não atuou.
7. Unidade Técnica: Unidade de Auditoria Especializada em Petróleo, Gás Natural e Mineração (AudPetróleo).
8. Representação legal: Bráulio Licy Gomes de Mello (117.450 /OAB-RJ), Hélio Siqueira Júnior (62.929/OAB-RJ) e outros, representando Petróleo Brasileiro S.A.

9. Acórdão:

VISTOS, relatados e discutidos estes autos de acompanhamento realizado na empresa Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) com o objetivo de avaliar os objetos de desinvestimentos do Projeto Phil, Fase 2,

ACORDAM os Ministros do Tribunal de Contas da União, reunidos em sessão Plenária, ante as razões expostas pelo Relator, em:

9.1. considerar que a Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) atendeu, sob o ponto de vista formal, aos ditames da Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras, relativamente ao processo de desinvestimento da Unidade de Industrialização do Xisto (SIX) e da Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor), ambas no âmbito do Projeto Phil – Fase 2, não tendo sido identificadas impropriedades ou irregularidades nos demais aspectos avaliados quanto a: adequação do preço ofertado para a venda; oportunidade da venda; e qualidade da fundamentação e da informação do processo decisório;

9.2. tornar público os relatórios constantes das peças 70 e 95, em que foram suprimidos os trechos cuja informação foi classificada como confidencial pela Petrobras, com fundamento no art. 8º, § 3º, inciso III, c/c art. 11, inciso III, da Resolução-TCU 294/2018, e manter as demais peças dos presentes autos com o sigilo já atribuído no Sistema e-TCU;

9.3. encaminhar cópia deste Acórdão à Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras);

9.4. restituir os autos à AudPetróleo para prosseguimento do acompanhamento quanto aos demais ativos do Projeto Phil, Fase 2 e para adoção das medidas que se fizerem necessárias.

10. Ata nº 18/2023 – Plenário.

11. Data da Sessão: 10/5/2023 – Ordinária.

12. Código eletrônico para localização na página do TCU na Internet: AC-0921-18/23-P.

13. Especificação do quórum:

13.1. Ministros presentes: Bruno Dantas (Presidente), Walton Alencar Rodrigues (Relator), Benjamin Zymler, Augusto Nardes, Aroldo Cedraz, Jorge Oliveira e Jhonatan de Jesus.

13.2. Ministro-Substituto convocado: Marcos Bemquerer Costa.

13.3. Ministro-Substituto presente: Weder de Oliveira.

(Assinado Eletronicamente)

BRUNO DANTAS

Presidente

(Assinado Eletronicamente)

WALTON ALENCAR RODRIGUES

Relator

Fui presente:

(Assinado Eletronicamente)

CRISTINA MACHADO DA COSTA E SILVA

Procuradora-Geral

VOTO

Trata-se de acompanhamento realizado na empresa Petróleo Brasileiro S/A (Petrobras), com o objetivo de avaliar o desinvestimento da Unidade de Industrialização do Xisto (SIX) e da Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor), ambas no âmbito do Projeto Phil – Fase 2, consoante determinação exarada no item 9.2 do Acórdão 1.177/2020-TCU-Plenário..

A título de contextualização do processo, cabe registrar que, desde 2014, o Programa de Desinvestimentos da Petrobras (Prodesin) passou a ser denominado “Carteira de Desinvestimentos” e a estatal estruturou uma metodologia para alienação de suas empresas e ativos, a qual foi consolidada em norma intitulada “Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras”, referenciada nos autos como Sistemática de Desinvestimentos.

Essa Sistemática de Desinvestimentos prevê, entre outras, que a execução do projeto de alienação dos ativos da empresa ocorrerá em três fases: estruturação, desenvolvimento e encerramento, definindo em cinco "Portões" as etapas de aprovação para que o processo possa ter continuidade.

Entre as principais ações de controle desses desinvestimentos, destaca-se a fiscalização realizada no âmbito do TC 013.056/2016-6, tendo o Tribunal proferido o Acórdão 442/2017-TCU-Plenário, estabelecendo, no item 9.6.1, que houvesse a identificação dos projetos que deveriam ser objeto de trabalho de fiscalização específica.

Em cumprimento ao Acórdão 442/2017-TCU-Plenário, foi selecionado como objeto de fiscalização específica o Projeto Phil, referente ao biênio 2019 e 2020, conforme Acórdão 1177/2020-TCU-Plenário.

Foram objeto de acompanhamento os seguintes desinvestimentos do Projeto Phil - Fase 2: Refinaria Gabriel Passos (Regap), Refinaria Isaac Sabbá (Reman), Unidade de Industrialização do Xisto (SIX) e Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor).

Nesta etapa, estão em análise os desinvestimentos relacionados à Unidade de Industrialização do Xisto (SIX) e Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor)

Para avaliar a adequação dessas etapas, a SeinfraPetróleo avaliou, em síntese, 7 questões de auditoria, com vistas a verificar se a Petrobras obedeceu aos procedimentos da companhia durante a fase de propostas não-vinculantes; disponibilizou as informações necessárias aos proponentes; estabeleceu critério para verificar a vantagem da proposta; realizou adequadamente as avaliações externas e internas; selecionou corretamente a proposta vinculante para negociação; alterou o objeto na negociação; e realizou negociações que resultaram em proposta vantajosa para a estatal.

A unidade instrutora ressalta que as respostas a todas as questões de auditoria foram satisfatoriamente atendidas, não restando indícios de irregularidades no processo.

Feito esse breve resumo, passo a decidir:

Inicialmente, registro o consistente trabalho de acompanhamento realizado, há alguns anos, pela SeinfraPetróleo, na Carteira de Desinvestimentos da Petrobras, atividade que, pela complexidade, materialidade, risco e relevância, tem recebido especial atenção no âmbito do Tribunal.

Inicialmente, destaco que o Projeto Phil é objeto do Termo de Compromisso de Cessação, firmado com o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), e das diretrizes da Resolução 9/2019 do Conselho Nacional de Política Energética (CNPE), no qual a Petrobras se comprometeu a alienar oito refinarias, representando, aproximadamente, 50% da capacidade de refino brasileiro.

Quanto à oportunidade desses desinvestimentos, no segmento de refino, nos autos do TC 003.245/2020-9, recentemente relatado, foi exarado o Acórdão 1876/2021-Plenário, em que foram mapeados os riscos relativos à transição para o novo mercado de refino após o desinvestimento proposto dessas oito refinarias.

Entre os diversos pontos identificados, ressalto que a infraestrutura nacional de refino e logística já não é suficiente para atender à demanda de combustíveis do país, e o hiato que compõe esse descompasso tende a aumentar.

Consequentemente, para evitar o agravamento dessa situação são necessários vultosos investimentos para ampliação da capacidade de refinamento e de transporte.

A dificuldade da Petrobras em realizar tais investimentos, por conta de seu elevado grau de endividamento ou por entender que outras áreas de exploração possam ser mais estratégicas, tornará o país cada vez mais dependente da importação de derivados, podendo o abastecimento de combustíveis ficar prejudicado em diversas localidades.

Assim, conforme aduz a SeinfraPetróleo, a alienação das refinarias vai ao encontro dos objetivos perseguidos e declarados pela estatal, quanto à otimização da alocação de capital, concentração em projetos com maior rentabilidade; redução do nível de alavancagem da empresa; e redução da concentração econômica no setor de refino.

Quanto às questões investigadas no presente acompanhamento, acolho as conclusões da unidade instrutora como razões de decidir, em especial no que se refere ao cumprimento da Sistemática de Desinvestimentos, à adequação do momento em que a venda da SIX e da Lubnor estão sendo realizadas e do processo decisório, bem como à razoabilidade do valor de venda desses ativos.

Em relação ao cumprimento da Sistemática de Desinvestimentos nos portões, ora em análise, destaco que não foram identificados indícios de irregularidades no atendimento das etapas processuais e decisórias.

Ainda em relação à Sistemática de Desinvestimentos, cabe ressaltar que a Petrobras negociou com a proponente da melhor oferta vinculante e, em razão das alterações de certas condições jurídicas e econômicas decorrentes dessa negociação, submeteu, em novo procedimento de licitação, as condições alteradas de venda aos participantes da fase vinculante, de forma a garantir isonomia nas condições ofertadas e possibilidade de propostas mais vantajosas à companhia.

Conforme apresentado nos autos, até o momento, não foram identificados indícios de não-atendimento das normas internas e da legislação que rege essas desestatizações. Portanto, alinho-me à conclusão da unidade instrutora na qual expressa que a Petrobras vem seguindo adequadamente a Sistemática de Desinvestimentos no âmbito do processo de alienação da SIX e da Lubnor.

Outro ponto de análise, que merece destaque, refere-se à precificação dos ativos dos projetos de desinvestimento. Dada a complexidade, o risco e a relevância dessa questão propus, no Voto condutor do Acórdão 1156/2021- Plenário, a necessidade de que a SeinfraPetróleo avaliasse criteriosamente a consistência metodológica das avaliações que serviram de base para as negociações referentes à alienação dos ativos em exame.

Conforme prevê a Sistemática de Desinvestimentos, devem ser realizadas avaliações internas e externas nos projetos de desinvestimento, portanto, em continuação, farei algumas ponderações que considero relevantes sobre essas avaliações.

As avaliações internas são o ponto de partida para aquilatar o valor do ativo para o negócio da própria empresa; estruturam-se a partir de estudos que consideram as vantagens e desvantagens competitivas, sinergias e riscos inerentes do respectivo ativo nas operações da empresa.

Essa valoração, portanto, representa a ótica do vendedor, isto é, qual o potencial de geração de caixa que esses ativos em alienação têm para a própria empresa, considerando suas interrelações.

Segundo a Sistemática de Desinvestimentos, a Petrobras deve, em relação às avaliações internas, apresentar o Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira (Ripaef), na etapa de Propostas Não-Vinculantes, e o Relatório de Avaliação Econômico-Financeira (Riaef), na etapa de Propostas Vinculantes.

Além disso, existe a diretiva, na referida sistemática, para que o Ripaef e o Riaef sejam elaborados considerando os Cenários Resiliência (pessimista), Base (intermediário) e Crescimento (otimista).

Por conta do impacto da pandemia da Covid-19 no mercado de petróleo, a estatal realizou diversos estudos e avaliações internas no decorrer de ambos os processos de desinvestimento (SIX e Lubnor), tendo percebido expressivas alterações de valor desses ativos a cada novo estudo.

A fim de certificar a adequação das avaliações internas, a Petrobras contratou assessor financeiro para avaliação externa (*valuation report*), na visão do comprador (considerando o ativo desintegrado do portfólio da Petrobras e premissas alinhadas às condições existentes de mercado). Além disso, contratou pareceres independentes de consultorias externas (*fairness opinion*) a fim de emitir parecer sobre o valor justo da transação.

Todos esses estudos contratados pela Petrobras concluíram no sentido de que o processo de definição das premissas e elaboração das avaliações internas apresentava adequada consistência e fundamentação.

Com referente aos ajustes realizados nos diversos estudos e avaliações internas em decorrência da pandemia, a então SeinfraPetróleo não identificou desconformidades ou impropriedades.

De forma geral, este acompanhamento verificou que a Petrobras atendeu à referida Sistemática de Desinvestimento, quanto ao processo de alienação da Unidade de Industrialização do Xisto (SIX) e da Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor), não tendo sido identificadas impropriedades ou irregularidades. Verificou também a adequação do preço ofertado para a venda, a oportunidade do momento de venda, e a devida fundamentação e informação do processo decisório.

Por fim, mantenho o sigilo dos autos e torno público apenas o teor dos relatórios constantes das peças 70 e 95, com as omissões dos trechos cuja informação foi classificada como confidencial pela Petrobras, com fundamento no art. 8º, § 3º, inciso III, c/c art. 11, inciso III, da Resolução-TCU 294/2018.

TCU, Sala das Sessões, em 10 de maio de 2023.

WALTON ALENCAR RODRIGUES

Relator

GRUPO I – CLASSE V – Plenário

TC 024.764/2020-5 [Aposos: TC 003.880/2022-2, TC 044.567/2021-9, TC 009.950/2022-2, TC 020.085/2022-2]

Natureza(s): Relatório de Acompanhamento

Órgão/Entidade: Petróleo Brasileiro S.A.

Representação legal: Braulio Licy Gomes de Mello (117.450/OAB-RJ), Hélio Siqueira Júnior (62.929/OAB-RJ) e outros, representando Petróleo Brasileiro S.A.

SUMÁRIO: ACOMPANHAMENTO. DESINVESTIMENTOS DA PETROBRAS. PROJETO DE ALIENAÇÃO DE REFINARIAS. AUSÊNCIA DE IMPROPRIEDADES OU IRREGULARIDADES, QUANTO À ADEQUAÇÃO DO PROCESSO OFERTADO, OPORTUNIDADE DE VENDA E FUNDAMENTAÇÃO DO PROCESSO DECISÓRIO. RESTITUIÇÃO DOS AUTOS À UNIDADE TÉCNICA. CIÊNCIA.

RELATÓRIO

Tratam os autos de acompanhamento realizado na empresa Petróleo Brasileiro S/A (Petrobras), com o objetivo de avaliar o desinvestimento da Unidade de Industrialização do Xisto (SIX) e da Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor), ambas no âmbito do Projeto Phil – Fase 2, consoante determinação exarada no item 9.2 do Acórdão 1.177/2020-TCU-Plenário.

A fiscalização da alienação da Unidade de Industrialização do Xisto (SIX) resultou no relatório de acompanhamento que integra a peça 71 destes autos, ao passo que a fiscalização da venda da Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor) se encontra materializada no relatório de acompanhamento constante da peça 96.

Reproduz-se, a seguir, como parte do relatório, a instrução elaborada em razão da fiscalização da alienação da Unidade de Industrialização do Xisto (peça 70).

“I. INTRODUÇÃO

Trata-se de acompanhamento realizado na empresa Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) com o objetivo de avaliar os objetos de desinvestimentos do Projeto Phil - (omissis...). Nessa oportunidade, está em análise especificamente o processo de desinvestimento da SIX.

I.1. Deliberação que originou o trabalho

0. *O acompanhamento geral da carteira de desinvestimentos da Petrobras no biênio de 2019-2020 foi realizado no âmbito do TC 009.508/2019-8, em atenção ao item 9.6.1 do Acórdão 442/2017-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro José Múcio Monteiro, que determinou que fossem identificados, com base em critérios de relevância, materialidade e risco, os projetos que deveriam ser objeto de fiscalização específica, após deliberação do Plenário.*

1. *Por sua vez, por meio do item 9.2 do Acórdão 1.177/2020-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro Walton Alencar Rodrigues, exarado no supracitado processo, foi autorizada a autuação do presente acompanhamento referente ao projeto Phil – (omissis...). O item 9.3 do referido Acórdão, com base no art. 14, inciso III, da Resolução TCU 215/2008, estendeu os atributos definidos no artigo 5º da referida Resolução aos processos de acompanhamento dos desinvestimentos das refinarias da*

Petrobras.

II. VISÃO GERAL DO OBJETO

Contextualização do desinvestimento

2. *Deve-se destacar, inicialmente, que o contexto do presente desinvestimento é permeado por aspectos regulatórios e relacionados à defesa da concorrência que vão além das questões estratégicas da Petrobras na sua decisão empresarial de investir e desinvestir em determinados ativos.*
3. *Frise-se, em primeiro lugar, que o desinvestimento da SIX é decorrente de determinação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), que estabeleceu termo de ajustamento de conduta exigindo da Petrobras a venda de pelo menos oito refinarias, o equivalente a aproximadamente 50% da capacidade de refino brasileiro. Têm-se conhecimento que no âmbito daquela autarquia, diversas empresas e associações ingressaram com denúncias contra a Petrobras alegando abuso de poder dominante e práticas anticompetitivas em razão da política de preços de combustíveis praticada pela empresa.*
4. *Tal medida tem o potencial de extinguir o monopólio de fato da Petrobras e diminuir seu poder de mercado, o que viabiliza a entrada de diversos investidores privados, inicialmente comprando as refinarias, e posteriormente permitindo a construção de novas refinarias e infraestrutura logística, sendo um primeiro passo essencial para a atração do investimento necessário à criação de um mercado competitivo e ao atendimento da demanda futura de combustíveis do país.*
5. *Nesse sentido o Conselho Nacional de Política Energética 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.*
6. *Deve-se levar em consideração, ainda, que a eventual prática de preços subsidiados ou abaixo da paridade internacional por força do poder de mercado da Petrobras é prática vedada pelo parágrafo único do art. 73 da Lei 9.478/1997 e pode caracterizar-se como prática anticompetitiva e até mesmo dumping e ensejar, além dos já citados processos no Cade, diversas ações judiciais por parte de importadores de combustíveis, refinarias e produtores de bens substitutos, como o de álcool combustível, podendo causar ressarcimentos e multas bilionárias.*
7. *Sobre esse aspecto cabe destacar que há por volta de 30 ações em curso impetradas pelo setor sucroalcooleiro envolvendo a política de preços da Petrobras, as quais envolvem valores muito expressivos, sendo que até o momento os valores líquidos giram em torno de R\$ 65 bilhões. Destaque-se que na maioria das citadas ações judiciais os valores ainda são ilíquidos e têm potencial de atingir valores também bilionários (TC 030.033/2016-0, peça 88).*
8. *A abertura de mercado no setor de refino há muito tempo vem sendo debatida, pois após 24 anos da quebra do monopólio da Petrobras na exploração da cadeia do petróleo (ocasionado pela promulgação da Emenda Constitucional 9, de 1995 e posterior publicação da Lei 9.478/1997), e, diferentemente do ocorrido no segmento de exploração e produção, que experimentou sensível abertura e se beneficiou da participação de várias empresas nacionais e internacionais, o refino e a logística primária de combustíveis frustraram os objetivos pretendidos pelo legislador de atrair investimentos privados e estimular a competição naquele elo da cadeia, mantendo-se concentrados na estatal.*
9. *Diversamente do que aconteceu nos setores de telecomunicações e energia elétrica, por exemplo, nos quais a quebra de monopólio estatal foi seguida de um plano de desestatização dos ativos, no caso do segmento de refino e logística de combustíveis, a quebra do monopólio da Petrobras aconteceu apenas sob o espectro legal (art. 53 da Lei 9.478/1997).*
10. *Apesar de todo o arcabouço jurídico relacionado à cadeia do petróleo indicar um*

mercado aberto, com livre concorrência e liberdade de preços, a manutenção da infraestrutura de refino e logística 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.

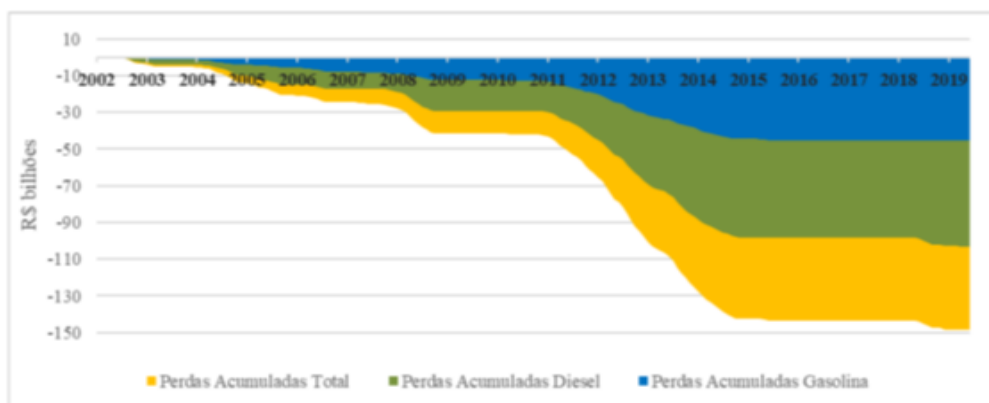
11. Monopólios de qualquer natureza, sobretudo sem regulação econômica, como é o caso do refino de petróleo no Brasil, permitem ao agente monopolista o arbitramento de preços. Decorre dessa característica a possibilidade de elevação injustificada de preços para a obtenção de lucros extraordinários, com consequente redução da eficiência econômica geral ou, no caso de estatais, com a redução do preço para o alcance de políticas públicas ou metas macroeconômicas, em detrimento de sua rentabilidade empresarial.

12. 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.

13. Nesse sentido, pode-se fazer referência à fiscalização realizada pelo TCU por meio do TC 030.033/2016-0, de relatoria do Ministro Aroldo Cedraz, que teve como um dos objetivos verificar o comportamento e as consequências da política de preços de combustíveis da Petrobras de 2002 a 2019. Essa fiscalização constatou que a Petrobras, sob a justificativa de se evitar oscilações excessivas de preço dos combustíveis no mercado nacional, praticou, de 2010 a 2014, preços abaixo dos valores registrados no mercado internacional, ocorrendo, inclusive, a venda de combustíveis no país por valores inferiores aos valores de compra praticados nas importações realizadas pela estatal, proporcionando, ao longo desses anos, perda de receitas da ordem de R\$ 150 bilhões (valores não atualizados) para o caixa da empresa.

14. Em termos acumulados, conforme ilustra a Figura 1, essa perda de receita líquida pela Petrobras (perda nominal não atualizada) passou de cerca de R\$ 40 bilhões em 2010 para mais de R\$ 140 bilhões ao final de 2014. O cômputo do resultado acumulado das diversas políticas de preços adotadas pela Petrobras para a gasolina e para o diesel, entre 2002 e o primeiro semestre de 2019, é uma perda de receita líquida nominal estimada em quase R\$ 150 bilhões. Desse total, o diesel foi o principal responsável, com perdas nominais de cerca de R\$ 103 bilhões, seguido pela gasolina, com R\$ 45 bilhões. Por serem valores nominais, não consideram o efeito do tempo e da inflação para sua atualização, o que, seguramente, mais que dobraria o valor dessa perda financeira.

Figura 1 – Perda de receita líquida (acumulada) da Petrobras, em virtude da prática de preços abaixo do mercado internacional, em R\$ bilhões



Fonte: elaboração própria a partir de dados fornecidos pela Petrobras (TC 030.033/2016-0)

15. A renúncia a esse expressivo valor somado a investimentos malsucedidos por problemas de corrupção e planejamento, boa parte deles no próprio refino, levaram a estatal a uma precária

situação econômico-financeira, com alto nível de endividamento e aumento expressivo do risco de crédito e insolvência nos anos que se seguiram.

16. Também se destaca que a deterioração dos indicadores da empresa refletiu naturalmente nos proventos recebidos pela União como seu acionista controlador. Durante o período de 2002 a 2013, os dividendos pagos pela Petrobras à União permaneceram em um patamar médio de R\$ 2,37 bilhões. No entanto, nos anos em que a companhia apresentou prejuízos contábeis não houve o pagamento de dividendos, notadamente entre 2014 e 2017.

Figura 2 – Dividendos pagos pela Petrobras ao acionista controlador (União), em R\$ bilhões



Fonte: elaboração própria a partir de dados fornecidos pela Petrobras (TC 030.033/2016-0)

17. Além disso, a Petrobras, por ser sociedade de economia mista listada em bolsa de valores, tendo inclusive ações negociadas no exterior (19,44% do total), com composição acionária privada superior a 63% das ações totais (<https://www.investidorpetrobras.com.br/visao-geral/composicao-acionaria/>), deve buscar alcançar seus objetivos legais e estatutários nos quais não se incluem o controle de inflação ou o subsídio de preços de combustíveis em detrimento de sua lucratividade.

18. A eventual utilização da estatal para esses objetivos, sem os devidos ressarcimentos por parte do Estado, pode ensejar desvio de finalidade em detrimento aos seus acionistas e frontal ilegalidade, 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.

19. Fato é que enquanto a Petrobras for detentora do monopólio do refino, sempre haverá riscos de ingerências indevidas na definição dos preços dos combustíveis por grupos de interesses, sejam de iniciativa do Governo ou de agentes privados.

20. Registre-se como exemplos a greve dos caminhoneiros em 2018, cuja principal pauta se relacionou ao preço dos combustíveis; recentemente as críticas realizadas por parte do Presidente da República em razão dos sucessivos aumentos de preços de combustíveis praticados pela Petrobras, em decorrência da desvalorização do real e aumento das cotações internacionais do Brent; e as recentes manifestações de políticos pregando abertamente a interferência do Governo para a redução do preço do combustível vendido pela Petrobras na refinaria.

21. Note-se que esses fatos produzem repercussão no mercado de capitais e no mercado de câmbio, já tendo sido observadas expressivas quedas no Ibovespa, especialmente, no valor das ações da empresa e desvalorização do real.

22. Os problemas decorrentes do monopólio no refino não se limitam a esses aspectos. Em fiscalização realizada por meio do 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, para cumprimento do acordo firmado junto ao Cade, identificaram-se riscos relacionados ao descompasso entre a capacidade da infraestrutura nacional de refino e logística primária e a demanda de combustíveis do país.

23. Atualmente, embora o país seja exportador de petróleo, o Brasil já não possui capacidade de refino suficiente para atendimento de todo o mercado nacional de gasolina, diesel e GLP, entre outros combustíveis, sendo importador líquido desses derivados.

24. Potencializa o problema o crescimento projetado do mercado de combustíveis, decorrente do crescimento econômico, que demandará vultosos investimentos tanto na infraestrutura de refino como na logística de internalização, movimentação e estocagem de combustíveis. Estudos realizados mostram cenários de necessidades de investimentos novos, até o final dessa década, que podem alcançar a quantia de R\$ 45 bilhões (TC 003.245/2020-9, peça 81, p. 40) para garantir a capacidade de refinamento e transporte adequada às necessidades do país.

25. A ausência de investimentos no refino tornará o Brasil cada vez mais dependente da importação de derivados, o que não é estrategicamente desejável, tratando-se de insumos essenciais para o desenvolvimento normal das relações econômicas internas. Mas sem investimentos na cadeia logística de internalização e movimentação de combustíveis, em seus vários segmentos, poderá ocorrer aumento de custo e, no extremo, até o estrangulamento da movimentação e transporte de combustíveis com consequente desabastecimento de localidades.

26. Contudo, a existência do monopólio da Petrobras na cadeia do refino afasta o investimento privado. Ocorre que o risco de prática de preços na refinaria abaixo da paridade internacional inviabiliza economicamente negócios privados relacionados tanto ao refino quanto à importação de combustíveis e traz reflexos negativos também em relação à produção de substitutos (biocombustíveis).

27. As empresas ligadas ao negócio de refino não têm segurança e previsibilidade para realizar investimentos que, por características deste segmento econômico, são muito elevados e de maturação de longo prazo, sabendo do risco de ver sua lucratividade destruída por preços, eventualmente, abaixo do custo de produção. Já os importadores não têm incentivos para investir em estrutura de logística e estocagem pela mesma razão, já que esse monopólio gera o risco de preços praticados internamente menores que os internacionais de importação, situação já verificada no passado. Em relação aos biocombustíveis, reduções injustificadas no valor de venda da gasolina retiram a competitividade de venda de álcool combustível, diminuindo rentabilidade no setor e reduzindo investimentos em toda a cadeia produtiva da agricultura de cana de açúcar, processamento nas usinas de álcool e logística de transporte e distribuição do biocombustível.

28. Dessa forma, a manutenção da situação vigente de monopólio no refino obrigaria a Petrobras a destinar boa parte do seu capital disponível para aumento da estrutura de refino e logística primária sem os quais poderia colapsar, em certas localidades, o abastecimento de combustíveis em futuro não muito distante. Além disso, várias das refinarias colocadas à venda são ativos construídos há décadas e necessitam de revitalizações, substituições e manutenções com elevados e crescentes valores.

Tabela 1 – Ano de inauguração das refinarias em processo de desinvestimento

Refinarias	Ano de inauguração
RLAM	1950
RNEST	2014
REPAR	1977
REFAP	1968
REGAP	1968
REMAN	1957
LUBNOR	1966
SIX	1972

Fonte: Estudo de valuation das refinarias à venda, elaborado pela XP Investimentos em 4/4/2021 (peça 64 do TC 024.763/2020-9)

29. *Fiscalização do TCU, ocorrida por meio do TC 003.502/2016-3, de relatoria do Ministro José Múcio Monteiro, Acórdão 1.839/2018-TCU-Plenário, verificou que nos primeiros anos da década de 2000 até o início de 2015, a Petrobras envidou esforços para concepção e construção de quatro grandes empreendimentos com o objetivo de ampliar sua capacidade de refino no Brasil. Por volta de 2006, a estatal planejava investir pouco mais de US\$ 12 bilhões (valores não atualizados) para aumentar a capacidade de processamento nacional em cerca de 1.200 kbpd (kbpd = mil barris de petróleo por dia), o que representava um acréscimo de cerca de 70% na capacidade então instalada no país.*

30. *Passados 10 anos, o orçamento desses empreendimentos chegou a ultrapassar US\$ 80 bilhões, dos quais cerca de US\$ 30 bilhões foram desembolsados (valores não atualizados), entretanto, apenas cerca de 100 kbpd foram acrescidos à capacidade do parque de refino nacional em decorrência desses novos empreendimentos. Ou seja, investiu-se em torno de duas vezes e meia o valor total estimado para quase dobrar a capacidade de refino do Brasil, mas o resultado foi um acréscimo de apenas 10% da capacidade esperada de refino, ao custo de cerca de US\$ 30 bilhões.*

31. *Esses fatos indicam, em uma eventual alteração no Plano Estratégico da Petrobras no sentido de realocar investimentos para o refino com o objetivo de atender à crescente demanda de combustíveis do mercado brasileiro, o impacto em volume de recursos no orçamento de investimentos da estatal.*

32. *O Plano Estratégico da Petrobras prevê para o período 2021-2025 investimentos da ordem de US\$ 55 bilhões, dos quais US\$ 46 bilhões estão destinados a exploração e a produção de petróleo, sendo que sua maior parte será direcionada ao pré-sal.*

33. *A lógica dessa escolha reside no fato de o pré-sal brasileiro, embora necessite de bilionários investimentos em inúmeras plataformas de capacidades gigantescas de processamento para produção ultraprofunda, possui elevadíssima produtividade e rentabilidade. O Plano Estratégico 2021/25 da Petrobras indica que o custo de produção do barril de petróleo do pré-sal está em US\$ 2,5/barril, tratando-se de um dos menores custos produtivos do mundo, se assemelhando às jazidas do oriente médio.*

34. *Por outro lado, as margens do refino, conforme atestam os estudos de EVTEA apresentados pela Petrobras neste processo, são bastante reduzidas e eventualmente negativas.*

35. *Como o capital disponível para investimento é limitado, escolhas eficientes precisam ser feitas. 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 maior*

lucratividade, dividendos para a União e investimento futuro, com geração de emprego, renda e exportação para o país.

36. Dessa forma, para o Brasil é absolutamente necessária a atração de investimentos privados para a melhoria da capacidade do refino e da logística primária. Investimentos cuja atração não seria possível no caso da manutenção do monopólio. Por isso, a quebra desse monopólio por meio dos desinvestimentos previstos do parque de refino da Petrobras não somente é desejável do ponto de vista empresarial como também coerente com as orientações da Política Energética Nacional inscritas na Resolução CNPE 9/2019.

37. Diante desses fatos e argumentos – refletidos também na motivação estratégica do desinvestimento, como se verá no tópico seguinte –, esclarece-se que essa fiscalização parte do pressuposto da necessária venda das refinarias pela Petrobras.

38. Esse desinvestimento, no entanto, somente pode ocorrer a preços razoáveis e com a estrita observância das normas aplicáveis. É exatamente a esses pontos a que se dedica essa fiscalização.

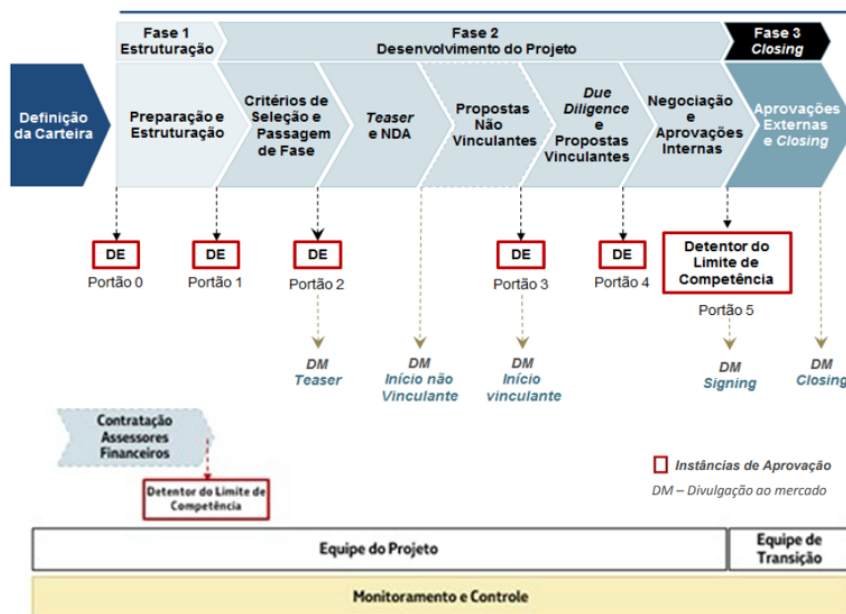
Sistemática de desinvestimentos da Petrobras e o Projeto Phil

39. Diante da necessidade de concretizar os seus desinvestimentos, a Petrobras desenvolveu uma metodologia para alienação de empresas e ativos, a qual foi consolidada em um normativo interno intitulado “Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras”, aplicando-se a sétima revisão na presente fiscalização. De acordo com as definições do documento, o projeto de desinvestimento é aquele que visa à transferência de titularidade, total ou parcial de bens e/ou direitos pertencentes à Petrobras ou às empresas integrantes do sistema Petrobras.

40. O normativo dispõe que os desinvestimentos devem ser realizados, em regra, por meio de processo competitivo, de modo a assegurar a possibilidade de obtenção da proposta mais vantajosa, devendo ser observados os princípios constitucionais que regem a Administração Pública, os direitos dos acionistas, as obrigações assumidas pela empresa/ativo, e a confidencialidade de informações estratégicas e protegidas por sigilo legal, da companhia, da empresa/ativo ou relacionadas ao projeto de desinvestimento.

41. De acordo com o Fluxograma dos Projetos de Desinvestimentos, reproduzido na Figura 3, tem-se que os projetos são compostos de três fases: a) Fase 1 – Estruturação; b) Fase 2 – Desenvolvimento; e c) Fase 3 – Encerramento.

Figura 3 – Fluxograma dos processos de Desinvestimentos



Fonte: Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras

42. A definição da carteira de ativos a serem desinvestidos pela Petrobras é uma etapa prévia ao início do projeto de desinvestimento e consiste na identificação de oportunidades que integrarão a carteira de desinvestimentos, cuja competência é da área de estratégia e organização e das áreas de negócios da companhia. Essa triagem deve ser realizada visando à aderência do portfólio aos objetivos da Petrobras e deve considerar, entre as principais motivações, o alinhamento estratégico e a atratividade dos indicadores financeiros. Esta etapa é subsidiada por um relatório de entrada, que contém informações relevantes sobre a empresa ou ativo objeto do desinvestimento.

43. Na Fase 1 - Estruturação, são avaliadas alternativas de modelos de negócio de desinvestimento total ou parcial, tais como: private placement, oferta pública de ações ou permuta de ativos. São elaboradas nesta fase a estimativa preliminar de valor, análise de riscos, o cronograma do projeto, a estimativa do fator de sucesso do projeto e relatório de preparação do ativo.

44. A Fase 2 - Desenvolvimento destina-se à realização do processo competitivo. Nela são realizadas consultas ao mercado e o processo competitivo. Nessa etapa, ainda, são definidos os critérios de seleção e classificação de potenciais compradores, são recebidas ofertas não-vinculantes e vinculantes, e ocorrem as negociações e aprovações internas.

45. A Fase 3 - Fechamento se destina à obtenção das aprovações externas, implementação das condições precedentes e o fechamento do projeto de desinvestimento. O fechamento, ou closing, é o evento de conclusão do projeto de desinvestimento, quando ocorre a transferência do objeto de alienação e o recebimento de parte relevante ou integral do valor correspondente, após implementação das condições precedentes.

46. Faz-se mister observar na Figura 3 que os portões constituem instâncias de aprovação das etapas mais relevantes do processo pela Diretoria Executiva ou de outro órgão colegiado competente, de modo que, em cada um destes marcos processuais, há a constituição de um pacote de documentos que é submetido à deliberação colegiada para se avaliar o prosseguimento do projeto para a próxima etapa.

47. O Portão 0 do Projeto Phil foi instrumentalizado pelo (omissis...), que conteve como Anexo 1 o Relatório de Entrada (datado de 1/5/2019). O referido DIP submeteu à Diretoria Executiva (DE) da Petrobras proposta de "Revisão da Carteira de Parcerias, Aquisições e Desinvestimentos

para a inclusão do projeto de desinvestimento Phil em substituição aos projetos de desinvestimento Quintana e Bandeira".

48. Cabe destacar que a execução do Projeto Phil, a partir do Portão 1, (omissis...) (que não se deve confundir com as fases do processo de desinvestimento delineadas na Sistemática, razão pela qual, para efeitos deste relatório, serão nomeadas também como "Grupos"), (omissis...). A divisão do Projeto Phil em (omissis...) buscou garantir celeridade ao processo, considerando o desafio de preparação das oito refinarias para venda.

49. Os Portões 1 e 2 da (omissis...) do projeto foram aprovados nos termos do (omissis...). Já os Portões 1 e 2 da (omissis...) do projeto foram aprovados nos termos do (omissis...).

50. O Portão 3 da (omissis...) foi aprovado nos termos do (omissis...). Conforme o Comunicado ao Mercado publicado em 22/11/2019 no sítio eletrônico de Relações com Investidores da Petrobras (<https://www.investidorpetrobras.com.br/pt/resultados-e-comunicados/comunicados-ao-mercado>), teve início naquela data a fase vinculante para os ativos da (omissis...).

51. O Portão 3 da (omissis...) - Regap foi aprovado nos termos do (omissis...), de 11/12/2019. Conforme o Comunicado ao Mercado publicado em 20/12/2019 no citado sítio eletrônico de Relações com Investidores da Petrobras, teve início naquela data a fase vinculante para a Regap.

52. O Portão 3 da (omissis...) - Reman, SIX e Lubnor foi aprovado nos termos do (omissis...), de 23/1/2020. Conforme o Comunicado ao Mercado publicado em 31/1/2020 no citado sítio eletrônico de Relações com Investidores da Petrobras, teve início naquela data a fase vinculante para Reman, SIX e Lubnor.

53. Foi disponibilizada, em ambiente de data room virtual, toda a documentação correspondente a esses portões, como procedimento rotineiro no âmbito do acompanhamento geral da carteira de desinvestimentos da Petrobras, na forma estipulada pelo já citado item 9.6.1 do Acórdão 442/2017-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro José Múcio Monteiro.

54. A motivação estratégica para o desinvestimento em refino se sustenta em três eixos: (i) alocação de capital: busca de melhor alocação de capital, priorizando a participação em segmentos com maior vantagem competitiva e maior rentabilidade; (ii) 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; e (iii) 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.

55. Essa estratégia se alinha às diretrizes de portfólio da empresa para o ciclo de planejamento 2021-2025, que tem como um de seus objetivos realizar gestão ativa de portfólio de forma a maximizar o valor da companhia. Ademais, como já se disse, a redução da participação da Petrobras no refino foi objeto de ajuste com o Cade, mediante celebração de Termo de Compromisso de Cessação (TCC), no qual assentou-se, dentre outros, o compromisso de execução integral do Projeto Phil até 31/12/2021 (com possibilidade de prorrogação por mais um ano). Inobstante as posteriores readequações dos prazos para a execução do projeto, para as quais foram firmados termos aditivos ao TCC, permanece o compromisso assumido. Embora o último aditamento celebrado estipulasse como prazo final para assinatura dos contratos de compra e venda (signing) da SIX a data de 31/10/2021, o Cade acolheu a dilação solicitada pela Petrobras, para considerar atendido o compromisso mediante o efetivo signing, realizado em 11/11/2021.

56. No âmbito do TC 009.508/2019-8 verificou-se, do exame da documentação apresentada quanto ao Projeto Phil até o Portão 3 da (omissis...), e Portão 2 da (omissis...), que a condução do

processo teve adequado grau de aderência aos procedimentos ditados pela Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras.

57. *Todavia, diante da alta materialidade e complexidade que revestem o projeto, sobremaneira denotadas nos valores, riscos e dissinergias registradas naqueles autos, cujo desenvolvimento e tratamento se antecipou que demandariam especial atenção nas etapas seguintes, foi determinada pelo Acórdão 1.177/2020-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro Walton Alencar Rodrigues, a análise dos demais portões em processo específico.*

58. *Dessa forma, a presente fiscalização tem por objeto o Projeto Phil – (omissis...), que visa a alienação de 100% da participação das refinarias Regap, Reman, SIX e Lubnor, com suas respectivas logísticas de suprimento de petróleo e escoamento de derivados associadas, através de processos competitivos individuais.*

59. *O modelo de alienação escolhido foi o de venda da refinaria por meio da criação de subsidiárias 100% Petrobras (“NewCo”), com a finalidade específica de receberem os aportes dos ativos no âmbito de cada cluster (refinaria com sua logística de suprimento de matéria-prima e escoamento de derivados associada) que venha a ser alienado, de forma que a totalidade das ações das sociedades criadas possam ser transferidas ao eventual comprador, no closing de cada processo competitivo.*

60. ***O presente relatório tem como objeto específico a alienação da Unidade de Industrialização do Xisto (SIX), cujo processo de desinvestimento é o segundo mais avançado dentro do (omissis...).***

61. *O cluster SIX está localizado no município de São Mateus do Sul, ao lado da rodovia PR-364, no Estado do Paraná, e é composto pelos direitos de exploração da mina de xisto e por uma unidade de industrialização de xisto (a SIX em si), com capacidade de processamento de 5.800 t/d de xisto, com foco na produção de óleo combustível, nafta, gás combustível, gás liquefeito, enxofre e água de xisto.*

62. *A SIX recebe dois tipos de carga de entrada: (i) xisto, proveniente da mineração, situada a 6,7 km da SIX, e (ii) borra oleosa, resíduo que as refinarias não conseguem processar, mas ao qual devem, por obrigação legal, dar destinação adequada.*

II.1. Delimitação do escopo e do não-escopo do trabalho

63. *Como já mencionado, os Portões 0 a 2 da Sistemática de Desinvestimentos da Petrobras, para o Projeto Phil – (omissis...), foram acompanhados no âmbito do supracitado TC 009.508/2019-8, e não foram identificados indícios de irregularidades que demandassem atuação específica do Tribunal naquelas etapas. Dessa forma, tais portões, de forma geral, não são objeto da presente fiscalização.*

64. *Contudo, os documentos e as análises realizadas naquela ocasião serviram de subsídios para a determinação dos pontos de maior risco, relevância e materialidade para a definição do escopo da presente fiscalização, que abrange os Portões 3, 4 e 5 da Sistemática, referentes, respectivamente, às etapas de propostas vinculantes e de negociação. Por outro lado, é relevante notar que não fazem parte do escopo da presente fiscalização o closing e o carve out do projeto.*

65. *O escopo e não-escopo aqui apresentado, em que pese tratar especificamente da alienação da SIX, tomou como modelo a fiscalização realizada sobre o processo de alienação da Refinaria Landulpho Alves (Rlam), no âmbito do Projeto Phil – (omissis...) (TC 024.763/2020-9, peça 78) – o primeiro dos ativos de refino a ter o contrato de compra e venda assinado –, sem prejuízo das devidas adaptações, de acordo com a evolução do projeto como um todo e das especificidades do processo de venda. (omissis...).*

66. *Destaque-se, nesse sentido, que a presente fiscalização incluiu o exame de aderência à Sistemática para os procedimentos relacionados ao Portão 3 da SIX, porquanto, diferentemente do que ocorreria para a Rlam, não haviam sido contemplados anteriormente no TC 009.508/2019-8.*

67. *Para essa etapa, portanto, seguindo a metodologia simplificada adotada no âmbito daquele processo de acompanhamento geral da Carteira de Desinvestimentos da Petrobras quanto ao Portão 3 dos ativos da (omissis...), teve-se por objetivo, de modo geral, a verificação de conformidade dos procedimentos adotados com a Sistemática.*

68. *Sem prejuízo desse enfoque mais amplo, vale registrar que os aspectos mais relevantes dessa fase de propostas não-vinculantes – também referida como "fase não-vinculante" – são: o refinamento da estimativa interna preliminar de valor do ativo, consubstanciada no Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira (RIPAEF), a competitividade do processo (em vista da quantidade de acordos de confidencialidade firmados e ofertas não-vinculantes recebidas), a compatibilidade entre os valores das ofertas não-vinculantes e o resultado do valuation interno preliminar, e a classificação de propostas à fase seguinte.*

Desse modo, fazem parte do escopo da presente fiscalização os seguintes documentos e/ou informações referentes ao Portão 3: teaser, acordo de confidencialidade e declaração de conformidade, Instruction Letter, Memorando Descritivo (Infomemo), resultados do Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira (RIPAEF), propostas não-vinculantes, e DIP de submissão à DE contendo as justificativas para a classificação das propostas não-vinculantes.

69. *Retomando a referência adotada no processo de desinvestimento da Rlam, sobremaneira para o planejamento da ação de controle, verificou-se, na etapa não-vinculante daquele feito, que foram apresentadas propostas com elevada assimetria de valor ante a avaliação interna realizada pela Petrobras, fazendo com que a Comissão de Alienação recomendasse as seguintes providências para a etapa subsequente:*

a) análise crítica das premissas consideradas no valuation interno;

b) comparação do valuation interno com referências de transações similares; e

c) fundamentar e detalhar as premissas dos Planos de Negócios das refinarias nas Management Presentations com os potenciais compradores na tentativa de trazer as ofertas vinculantes para a faixa de valor da Petrobras.

70. *Dessa forma, devido à elevada materialidade dos ativos e do risco de subvalorização dos mesmos, avalia-se na etapa de proposta vinculante se tais providências foram tomadas no intuito de esclarecer a adequação das avaliações internas e se as informações necessárias foram disponibilizadas aos potenciais compradores para que suas propostas estejam compatíveis com o valor de mercado das refinarias.*

71. *Além disso, verifica-se se a estimativa de valor do ativo, que serve de parâmetro decisório na aceitação das ofertas, foi adequadamente estabelecida. Para tanto, escrutinou-se as premissas e os parâmetros mais relevantes dos estudos econômico-financeiros realizados para valorar os ativos, bem como verificou-se se o valuation interno foi definido com base em estudo econômico-financeiro robusto, com a utilização de premissas consistentes, fidedignas e factíveis, e informações extraídas de fontes oficiais ou reconhecidas de mercado. Verificou-se, ainda, aspectos relacionados aos valuations externos (visão compradora do ativo).*

72. *Outro ponto relevante é o que trata da classificação das propostas para a fase de negociação. Verifica-se se houve isonomia nessa fase e se foram adotados critérios objetivos para a escolha da proposta vencedora e se foram estabelecidas as condições necessárias para a etapa de negociação, no intuito de se atingir a melhor proposta para a Petrobras.*

73. *Assim, mais especificamente, os seguintes documentos e/ou informações referentes ao*

Portão 4 fazem parte do escopo da presente fiscalização: comprovante de atendimento às recomendações da comissão de licitação quanto às discrepâncias mais relevantes entre as avaliações internas e as propostas não-vinculantes; cartas convite; due diligences; rubricas mais relevantes dos RIAEFs; avaliações externas; propostas vinculantes; e o DIP de submissão à DE contendo as justificativas para a classificação das propostas vinculantes e as condições para início das negociações.

74. *Por sua vez, no Portão 5 verifica-se se as alterações na proposta vinculante foram adequadamente justificadas e resultaram em uma proposta vantajosa para a Petrobras. Além disso, também se verifica se houve alteração do objeto da licitação, caso em que, por uma questão de isonomia e no intuito de se obter a proposta mais vantajosa, o processo deve voltar para a fase competitiva.*

75. *Nesse sentido, devido à sua relevância para o processo decisório, fazem parte do escopo, especialmente, os seguintes documentos e/ou informações relativos ao Portão 5: Relatório da Comissão de Alienação contendo as análises realizadas para a seleção da melhor proposta, as justificativas para esta seleção, e o resultado final do Processo Competitivo; pontos mais relevantes das fairness opinions; Parecer de Conformidade e DIP de aprovação da transação pelas instâncias competentes.*

II.1.1. Relatório da CGU

76. *Importante mencionar que a Secretaria Federal de Controle Interno (SFC), órgão de controle interno do Poder Executivo Federal, realizou fiscalização nos desinvestimentos dos ativos de refino da Petrobras, cujo objeto, embora tenha se aprofundado mais no processo de alienação da Rlam, guarda estreita relação de conexão com a fiscalização ora em execução.*

77. *O relatório final da auditoria foi emitido ainda em fevereiro de 2021, de maneira que a Petrobras se utilizou das conclusões da CGU e a partir delas produziu novos documentos e análises que serviram para melhor informar os agentes decisores no seguimento do processo.*

78. *Outrossim, em virtude da conexão entre a fiscalização da CGU e o presente acompanhamento, respeitando a independência das instâncias de controle quanto às conclusões exaradas, as informações contidas no referido relatório serão aproveitadas, quando oportuno, no deslinde das questões de auditoria apresentadas a seguir.*

79. *O Apêndice A deste relatório apresenta informações mais detalhadas acerca do trabalho realizado pela CGU e as conclusões alcançadas.*

II.2. Questões de auditoria

80. *Considerando o escopo e o não escopo do trabalho e em virtude da análise dos documentos encaminhados e das reuniões realizadas, foram elaboradas as seguintes questões de auditoria:*

Tabela 2 – Questões de auditoria

Questão	Título do tópico nesta instrução
<i>Questão 1: Os procedimentos adotados pela Petrobras na fase de propostas não-vinculantes (após o Portão 2) tiveram adequado grau de aderência às prescrições da Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras?</i>	<i>Conformidade da fase não-vinculante com a Sistemática</i>

<i>Questão 2: A Petrobras tomou as providências necessárias para que os proponentes tivessem acesso às informações necessárias para a elaboração de propostas vinculantes compatíveis com o valor entendido pela Petrobras como justo para o ativo?</i>	<i>Elaboração das propostas vinculantes</i>
<i>Questão 3: O valor que servirá de critério para verificar se a proposta é vantajosa para a Petrobras foi adequadamente estabelecido?</i>	<i>Valuation interno de referência</i>
<i>Questão 4: As possíveis discrepâncias entre as avaliações externas e as avaliações internas foram adequadamente tratadas pela Petrobras?</i>	<i>Discrepâncias entre os valuations</i>
<i>Questão 5: A seleção da proposta vinculante para negociação foi feita de forma adequada?</i>	<i>Seleção da proposta vinculante para negociação</i>
<i>Questão 6: O objeto foi alterado na negociação?</i>	<i>Alteração do objeto na fase de negociação</i>
<i>Questão 7: A negociação realizada resultou em uma proposta vantajosa para a Petrobras?</i>	<i>Vantajosidade da alienação</i>

Fonte: Elaboração própria a partir da matriz de planejamento

81. Os trabalhos foram realizados em conformidade com as Normas de Auditoria do Tribunal de Contas da União (Portaria-TCU 280, de 8/12/2010, alterada pela Portaria-TCU 168, de 30/6/2011) e com observância aos Padrões de Auditoria de Conformidade estabelecidos pelo TCU (Portaria-Segecex 26, de 19/10/2009).

82. Como fonte de informações, utilizou-se a documentação disponibilizada pela Petrobras a este Tribunal, em ambiente de data room virtual (sistema iDeals), normativos internos, legislação aplicável e sistemas informatizados disponíveis no TCU. Cabe destacar, em especial, a documentação correspondente à aprovação dos Portões 3, 4 e 5 do projeto: (omissis...) (submissão do Portão 3 à Diretoria Executiva), (omissis...) (submissão do Portão 4 à Diretoria Executiva), (omissis...) (submissão do Portão 5 à Diretoria Executiva), e (omissis...) (informação de pauta para deliberação pelo Conselho de Administração).

83. Este relatório seguiu o disposto na Portaria-Segecex 27, de 9/12/2016, que aprova o Manual de Acompanhamento do TCU. Em prol da clareza e da completude, foram retratados os procedimentos e análises executadas ao longo da auditoria.

III. EXAME TÉCNICO

84. De forma geral, o principal critério para verificar a regularidade da atuação dos gestores na alienação da SIX é a norma regente do processo de desinvestimento, que, aqui utilizada como referência, é a Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras (Sistemática), parte integrante do Padrão SINPEP PP-1PBR-00258-I, utilizada a sétima revisão para efeitos dessa fiscalização, aprovada pela Diretoria Executiva da Petrobras em 18/12/2020 e vigente desde 23/12/2020 (peça 23). É importante mencionar que a norma é periodicamente revisada, e que a maior parte do desenvolvimento do projeto Phil foi balizada pela versão anterior – sexta revisão, vigente desde 20/8/2019. As duas versões não apresentam diferenças dignas de nota quanto aos aspectos abordados. Vale mencionar, ainda, a recente aprovação da oitava revisão da Sistemática, em 8/9/2021, cujas alterações são tratadas em maior detalhe na seção III.3.

85. Além disso, para verificar se a atuação dos responsáveis no processo de desinvestimento foi legal e legítima deve-se levar em consideração o disposto nos arts. 153 e 154 da Lei 6.404/1976, in verbis:

Art. 153 O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.

Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

86. Trata-se do “dever de diligência”, esperado dos administradores públicos e, em especial, de sociedades de economia mista, que contempla diversos componentes que consideram a complexidade dos processos de governança e cadeias decisórias dessas organizações.

87. Os componentes que interessam para o presente caso foram muito bem explicitados no referencial teórico sintetizado no Acórdão 1.839/2018-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro José Múcio Monteiro:

*I) o **dever de vigiar** que está relacionado a um monitoramento sistemático da entidade e tem um caráter proativo, segundo o qual “exige-se que o administrador exerça o devido acompanhamento sistêmico dos negócios da companhia com o intuito de monitorar seu andamento e verificar a execução das diretrizes estabelecidas e das decisões tomadas”;*

*II) o **dever de investigar** que está relacionado a um momento decisório específico, a partir da necessidade de aprofundamento de investigações de temas específicos, sempre que houver algum sinal de alerta (“red flag”). Nesse sentido, “cabe aos administradores um olhar crítico sobre as propostas de deliberação, com o objetivo de identificar possíveis incompletudes ou erros”; e*

*III) o **dever de se informar**, segundo o qual “os administradores não podem se furtar de usar em seu processo decisório as informações relevantes que lhes tenham sido disponibilizadas, tampouco se eximir do dever de exigir a disponibilização das informações suficientes e necessárias para subsidiar sua tomada de decisão”.*

88. Além do dever de diligência, outro critério importante a ser observado diz respeito ao “dever de lealdade” também previsto na Lei da S.A., mais especificamente no que diz respeito à primeira parte do inciso II do art. 155, in verbis:

Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

(...)

*II - **omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia** ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia; (grifo nosso)*

89. Referidos critérios, bem como, outros específicos aplicáveis à cada questão de auditoria, tais como boas práticas, jurisprudência e a doutrina especializada afeta à matéria serão cotejados com a atuação dos gestores materializada na documentação encaminhada pela Petrobras ao Tribunal referente ao Projeto Phil.

90. Importante registrar que a documentação apresentada pela Petrobras foi encaminhada a este Tribunal em ambiente de data room virtual (sistema iDeals), devidamente provido dos artefatos necessários à segurança da informação. Assim, em virtude do volume e da alta sensibilidade e confidencialidade, a extração das informações aqui reproduzidas, bem como sua subsequente análise, deu-se com base no exame direto da referida documentação fonte, sem traslado para os autos. Cabe ratificar, ademais, que foram também apresentados naquele ambiente, quando aplicáveis, as manifestações de assessoria jurídica e os comprovantes de envio ou disponibilização de informações aos potenciais compradores.

91. Passa-se dessa forma, a análise das questões de auditoria.

III.1. Conformidade da fase não-vinculante com a Sistemática

92. Conforme a Sistemática de Desinvestimentos, após a aprovação do Portão 2 pela Diretoria Executiva, ocorrem a divulgação da oportunidade (teaser) e a assinatura de acordo de confidencialidade e declaração de conformidade, com o envio de instruction letter e memorando descritivo (infomemo) aos potenciais compradores que os firmaram. Por fim, há a emissão do Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira (RIPAEF) e o recebimento das propostas não-vinculantes – caso se tenha definido, no Portão 2, pela realização dessa etapa.

93. A fase não-vinculante se encerra com a aprovação do Portão 3 pela DE, em que se definem os potenciais compradores que irão passar para a etapa de propostas vinculantes. O Portão 3 da (omissis...), para as refinarias Reman, Lubnor e SIX, foi aprovado nos termos do (omissis...) (dele constando, como Anexo 4, o Relatório da Comissão de Alienação para o Portão 3).

94. Os critérios de seleção dos potenciais compradores para recebimento do teaser foram definidos com o suporte do assessor financeiro (Citibank), considerando que os ativos seriam objeto de processos competitivos individuais, geridos de forma independente, podendo ou não compartilhar critérios de participação e/ou avaliação de propostas.

95. Foram aplicados os seguintes critérios para a seleção de potenciais compradores a receberem o teaser da SIX: (omissis...).

96. A fim de propiciar maior competitividade, considerando o elevado ticket previsto para as transações, também foi permitida a apresentação de oferta conjunta (consórcio).

97. Aplicados esses critérios, e desconsiderados os potenciais compradores que, quando do convite para a (omissis...), manifestaram não ter interesse no segmento, **foram identificados pelo assessor financeiro (omissis...) potenciais compradores para a SIX, para os quais foi enviado o teaser**. A realização de screening (Anexo 4 do Relatório da Comissão) pela área jurídica não apontou contrapartes impedidas de participar devido a sanções comerciais.

98. Importa acrescentar que, após a publicação do teaser no portal da Petrobras, ficou aberta a possibilidade de participação no processo a qualquer empresa que atendesse aos critérios de seleção, mediante manifestação de interesse até o dia 25/10/2019.

99. **Foram assinados, para a SIX, (omissis...) acordos de confidencialidade (Non Disclosure Agreements – NDA) e igual número de declarações de conformidade (Compliance Certificates – CC), de modo que foi esse número de potenciais compradores que receberam a instruction letter e o infomemo.**

100. Além disso, em virtude da grande quantidade de dívidas verificadas com relação ao negócio de refino no Brasil, manifestadas nas interações realizadas entre o assessor financeiro e os potenciais interessados, foi realizado processo de perguntas e respostas durante a fase não-vinculante, conforme os prazos e condições definidos na instruction letter.

101. O RIPAEF relativo à SIX constou do (omissis...). No RIPAEF é calculado o Equity Value (EV), que é o valor da empresa (ativo) que pertence aos acionistas. O EV é mensurado a partir do Business Enterprise Value (BEV), acrescido dos ativos não operacionais e descontado da dívida e demais passivos não operacionais.

102. Para o valuation interno preliminar da SIX, visão vendedor (Petrobras), foram utilizadas as premissas (omissis...), obtendo-se os seguintes valores para o Equity Value:

Tabela 3 – Equity Value da SIX (em US\$ milhões), no valuation interno preliminar

SIX	
Avaliação Interna	PE 2020-2024

(preliminar)	Resiliência	Base	Crescimento
RIPAEF	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, com base no RIPAEF da SIX

103. **Foram recebidas (omissis...) ofertas não-vinculantes (Non-Binding Offers – NBO, Anexo 22 do Relatório da Comissão de Alienação) para a SIX, cujos valores constam a seguir:**

Tabela 4 – Ofertas não-vinculantes (NBO) para a SIX (em US\$ milhões)

SIX			
Ofertas	Proponente		
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
Não-vinculantes (NBO)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, conforme informações fornecidas pela Petrobras

104. **As propostas da (omissis...) foram classificadas à fase vinculante pelo critério (omissis...). A proposta da (omissis...) foi desclassificada por ter estabelecido forma de pagamento diferida (80% do valor não seria recebido no closing), em desacordo com o estipulado na instruction letter.**

105. **Tendo restado, assim, (omissis...) propostas válidas para o cluster SIX, e considerando a orientação da Sistemática para o caso de que o mínimo de 3 ofertas classificadas à fase vinculante não seja alcançado, foi realizada análise jurídica para verificação da possibilidade de continuidade do processo competitivo, com conclusão favorável ao seu prosseguimento:**

(omissis...)

Análise da Seinfrapetróleo

106. **Conforme o acompanhamento do Projeto Phil que vinha sendo realizado no âmbito do TC 009.508/2019-8 (Acompanhamento da Carteira de Desinvestimentos da Petrobras no Biênio 2019-2020), a condução do projeto observou, em seus aspectos mais relevantes, os procedimentos prescritos pela Sistemática no desenvolver dos Portões 0 (entrada na Carteira) a 2 (definição dos critérios de seleção e passagem de fase).**

107. **Assim, aplicando o mesmo enfoque ao desenvolvimento procedimental que culminou com a aprovação do Portão 3 do projeto, a presente questão buscou verificar se os procedimentos adotados pela Petrobras na fase de propostas não-vinculantes (após o Portão 2) tiveram adequado grau de aderência às prescrições da Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras, a fim de garantir a essa fase a efetividade como principiadora do processo competitivo.**

108. **Os principais documentos elaborados nessa etapa são o teaser, o acordo de confidencialidade, a declaração de conformidade, a instruction letter, o memorando descritivo (infomemo) e o Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira (RIPAEF).**

109. **À exceção do RIPAEF, que deve ser emitido previamente mas não deve ser acessado pela Comissão de Alienação, seus membros, e o Gerente Geral do Projeto antes do evento de abertura das ofertas não-vinculantes, os demais são documentos que antecedem e subsidiam a elaboração das ofertas, em especial o infomemo e a instruction letter. O exame realizado demonstrou que tais elementos foram elaborados em conformidade com a Sistemática, contiveram as informações necessárias em nível de detalhamento adequado para a fase, e foram enviados de forma isonômica a todos os potenciais compradores interessados e que firmaram os devidos acordos de**

confidencialidade e declarações de conformidade.

110. O RIPAEF, por sua vez, foi elaborado com base nas premissas do PE 2020-2024 da Petrobras, já disponível à época de sua emissão, e obtido pela Comissão de Alienação após o evento de abertura das propostas não-vinculantes, conforme apregoa a Sistemática. O RIPAEF seguiu, ainda, o padrão interno “Diretrizes para Análise Econômico-Financeira de Projetos de Desinvestimento e Aquisições – Padrão SINPEP DI-IPBR-00170”, e tem a finalidade de suportar a análise e tomada de decisão quanto à classificação das propostas não-vinculantes.

111. Cabe ressaltar que **os teasers da SIX foram enviados a (omissis...) potenciais compradores**, identificados pelo assessor financeiro segundo os critérios definidos no projeto, do que resultou a assinatura de (omissis...) acordos de confidencialidade e declarações de conformidade, indicando um número razoável de interessados.

112. **Para a fase seguinte, de ofertas vinculantes, foram classificadas (omissis...) proponentes**, de acordo com o critério de (omissis...).

113. **Verifica-se, assim, do exame da documentação apresentada quanto ao desenvolvimento dos procedimentos adotados pela Petrobras na fase de propostas não-vinculantes, que se seguiram ao Portão 2 e levaram à aprovação do Portão 3 da SIX, que a condução do processo teve adequado grau de aderência aos procedimentos ditados pela Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras.**

III.2. Elaboração das propostas vinculantes

114. De acordo com a Sistemática de Desinvestimentos e o fluxograma do processo, após a aprovação do Portão 3 pela Diretoria Executiva, inicia-se o processo competitivo propriamente dito. Nesta etapa são realizados a emissão da carta convite (ou Process Letter), que é o instrumento convocatório do processo, a due diligence, que é o conjunto de atos investigativos realizados pelos potenciais compradores com o objetivo de avaliar a empresa/ativo e formular a proposta vinculante, e, por fim, o recebimento e a classificação das propostas vinculantes.

115. Conforme exposto na seção anterior, ao final da fase não-vinculante, encerrada com a aprovação de passagem pelo Portão 3, nos termos propostos no (omissis...), restaram classificadas para a fase vinculante (omissis...) propostas não-vinculantes (NBO) apresentadas para a SIX.

116. Dessa forma, **a presente questão busca esclarecer se a Petrobras tomou as providências necessárias para que os proponentes tivessem acesso às informações necessárias para a elaboração de propostas vinculantes compatíveis com o valor projetado pela Petrobras para o ativo.** Para tanto faz-se necessário verificar se foram disponibilizadas, de forma igualitária, todas as informações necessárias para a elaboração da proposta vinculante; se foram adotadas as providências para o ajuste do valuation interno (análise das premissas e comparação com transações similares) e para o esclarecimento das premissas com os potenciais compradores nas Management Presentations; bem como, se todas as questões dos proponentes foram adequadamente respondidas.

117. Convém salientar que o valuation interno é elaborado e tem características ligeiramente distintas a cada fase do processo de desinvestimento – é dizer, há refinamento e atualização de premissas, conforme a fase do processo e o momento em que é elaborado.

118. O Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira (RIPAEF) é o valuation interno preliminar, elaborado segundo a ótica do vendedor, e serve de referência para a classificação de propostas à fase vinculante. No caso da SIX, o RIPAEF teve por base as premissas econômicas do PE 2020-2024 da Petrobras, então recém aprovado pela companhia.

119. O Relatório Interno de Avaliação Econômico-Financeira (RIAEF), por sua vez, é o valuation interno "definitivo" (embora sujeito a atualizações e ajustes, é o último valuation interno previsto na Sistemática), também elaborado segundo a ótica do vendedor, que serve de referência

para, ao final da fase vinculante, selecionar a melhor proposta e dar início à fase de negociação. Tem por base as premissas associadas ao plano estratégico que estiver vigente quando de sua elaboração, de modo que, na transição entre o RIPAEF e o RIAEF, pode haver, além do refinamento já esperado devido ao avanço do processo, a atualização das premissas base.

120. *Embora não haja relação direta entre esses valuations e a elaboração das propostas, vez que o RIPAEF e o RIAEF são de uso interno da Petrobras e não são dados a conhecer pelos potenciais compradores, é relevante aferir se há compatibilidade entre os elementos referenciais que orientam um e outro, bem como se houve o devido refinamento e atualização das avaliações internas, para garantir valia à comparação entre as propostas vinculantes e os resultados do RIAEF.*

121. *O relato detalhado da verificação dos procedimentos adotados pela Petrobras nesses quesitos, cotejados com as prescrições da Sistemática para essa fase, consta do Apêndice B deste relatório.*

Análise da Seinfrapetróleo

122. *Conforme o acompanhamento do Projeto Phil que vinha sendo realizado no âmbito do TC 009.508/2019-8 (Acompanhamento da Carteira de Desinvestimentos da Petrobras no Biênio 2019-2020), adicionado da análise realizada na seção anterior deste relatório, a condução do projeto observou, em seus aspectos mais relevantes, os procedimentos prescritos pela Sistemática no desenvolver dos Portões 0 (entrada na Carteira) a 3 (entrada na fase vinculante).*

123. *Como visto, os principais documentos que antecederam e subsidiaram a elaboração das ofertas não-vinculantes para a SIX, em especial o infomemo e a instruction letter foram elaborados em conformidade com a Sistemática, contiveram as informações necessárias em nível de detalhamento adequado para a fase, e foram enviados de forma isonômica a todos os potenciais compradores interessados e que firmaram o Acordo de Confidencialidade. Cabe relembrar que **os teasers dos ativos da (omissis...) (dentre eles a SIX) foram enviados a (omissis...) potenciais compradores, dentre os quais (omissis...) relativos à SIX, identificados pelo assessor financeiro segundo os critérios definidos no projeto, do que resultou a assinatura de (omissis...) acordos de confidencialidade e declarações de conformidade, indicando um número razoável de interessados.***

124. *Para a fase seguinte, de ofertas vinculantes, foram classificadas (omissis...) proponentes da fase não-vinculante: (omissis...). A Potencial foi desclassificada por apresentar condições de pagamento dissonantes das especificadas na instruction letter.*

125. *Os procedimentos na fase vinculante também seguiram, nos aspectos mais relevantes, todas as prescrições da Sistemática. Os principais documentos e procedimentos destinados à apresentação de informações aos potenciais compradores demonstraram-se adequados. A Management Presentation ofereceu um leque amplo de informações, tanto sobre o ativo em si quanto sobre todos os aspectos correlatos relevantes; ofereceu ainda um histórico dos dados mais importantes para eventuais projeções pelo potencial comprador, além de projeções na visão da Petrobras, alinhadas às premissas então válidas (PE 2020-2024). Em virtude das restrições da pandemia, foi oferecida uma visita virtual ao ativo (Site Visit virtual), facultando-se uma visita confirmatória antes do signing. Aspectos específicos foram complementados e aprofundados em Expert Sessions, bem como foram também abordados através de amplo procedimento de Perguntas e Respostas (Q&A) e requisição de documentos, permitindo o ajuste sob demanda às necessidades dos potenciais compradores. A amplitude desses procedimentos, o alto índice de atendimento às demandas (de acordo com a Petrobras, todas as demandas consideradas cabíveis foram atendidas), e a forma isonômica e segura de oferecimento das informações denotaram observância aos propósitos da Sistemática.*

126. *É possível concluir da documentação examinada, portanto, que **não há indícios de que as informações necessárias para o amplo conhecimento dos ativos e dos principais temas a eles***

relacionados não tenham sido disponibilizados de maneira adequada, suficiente e isonômica aos potenciais compradores, oferecendo-lhes, de forma igualitária, os subsídios requeridos para a elaboração da proposta vinculante.

127. *Ao todo foram feitas 33 perguntas sobre aspectos relativos ao cluster SIX, sendo todas respondidas previamente ao recebimento das propostas vinculantes. As perguntas e respectivas respostas foram disponibilizadas no VDR a todos os participantes do cluster SIX, conforme preconiza a Sistemática no item 6.7.7.1.*

128. *Assim, do exame realizado, conclui-se que não há indícios de que as informações necessárias para a elaboração da proposta vinculante não tenham sido disponibilizadas de forma igualitária, e que todas as questões dos proponentes, quando cabíveis, não tenham sido adequadamente respondidas.*

129. *Quanto ao ajuste do valuation interno, as principais providências adotadas (detalhadas no Apêndice B) têm relação com a atualização das premissas, conforme o plano estratégico vigente da Petrobras em cada momento, sendo que o RIPAEF foi emitido sob as premissas do PE 2020-2024, e o RIAEF sob o PE 2021-2025.*

130. *Deve-se frisar, contudo, que não foram as premissas utilizadas no RIAEF as mesmas apresentadas aos potenciais compradores. Conforme a Sistemática, não há comunicação direta entre a elaboração do RIAEF – que, além disso, somente é dado a conhecer pela Comissão de Alienação após a abertura das propostas vinculantes – e os procedimentos de apresentação de informações aos potenciais compradores que caracteriza a fase vinculante.*

131. *Além disso, para efeitos de avaliação pelo comprador, é de se imputar maior relevância à apresentação detalhada, integral e fidedigna de dados, especialmente os históricos – o que, pelo exame dos documentos apresentados, julga-se adequadamente providenciado –, que de visões baseadas em projeções do vendedor, vez que o potencial comprador se acerca de assessores e especialistas para a realização de suas próprias projeções.*

132. *Importa ponderar, ademais, que os impactos da crise provocada pela pandemia mundial de Covid-19, bem como os possíveis impactos de médio e longo prazo de eventuais mudanças de hábitos dela decorrentes, encontravam-se ainda sob razoável incerteza à época de elaboração das propostas vinculantes, com assimilação parcial e em empirismo precário pelos agentes econômicos, de modo que as diferenças de visão podem ser relevantes e altamente dependentes do nível de prudência adotado.*

133. *Do exposto, conclui-se que não há indícios de que as providências adotadas pela Petrobras para o ajuste do valuation interno (do RIPAEF para o RIAEF) e para o esclarecimento das premissas com os potenciais compradores nas Management Presentations tenham sido inadequadas ou insuficientes.*

III.3. Valuation interno de referência

134. *No âmbito do processo de desinvestimentos da Petrobras, a decisão final pela alienação ou não do ativo é permeada por diversos aspectos que podem ser levados em consideração, tais como condições mercadológicas e estratégicas, eventuais necessidades de caixa ou de corte de custos, questões regulatórias e concorrenciais, dentre outros. Contudo, não restam dúvidas de que os relatórios de avaliação econômico-financeira (valuation) internos são especialmente importantes para o suporte a essa decisão.*

135. *Esses documentos são essenciais para que o tomador de decisão avalie a vantajosidade ou não para a empresa do ponto de vista econômico e é por isso que sua análise deve ser pormenorizada e detalhada. Somente a partir dessa percepção econômica é que é possível considerar o contexto da venda envolvendo outros aspectos.*

136. O ponto de partida para estimar o valor de venda do ativo é a elaboração de estudos internos que apresentem o valor do ativo na visão da Petrobras (visão vendedor). Esses estudos consideram as vantagens e desvantagens competitivas, sinergias e riscos inerentes a integração do ativo no portfólio e nas operações da companhia, e são consubstanciados em relatórios de avaliação econômico-financeira internos.

137. A Sistemática prevê que tais relatórios (tanto o preliminar – RIPAEF, quanto o emitido na fase vinculante – RIAEF) devem ser emitidos considerando os cenários corporativos referenciais vigentes, ou seja, os cenários corporativos constantes do plano estratégico vigente, cada qual com suas premissas e parâmetros associados.

138. Além disso, para a avaliação dos ativos de forma integrada às suas operações, a Petrobras utiliza o otimizador do PLANINV, ferramenta própria que indica a solução que gera o menor custo global para o sistema atender o mercado brasileiro de derivativos.

139. Isto posto, considerando a relevância do valuation interno para a tomada de decisão no processo de desinvestimento, **a presente questão busca verificar se o valor estabelecido do ponto de vista do vendedor como critério para a alienação da SIX foi adequadamente estabelecido;** para tanto se faz necessário verificar, em especial, se foram utilizadas premissas e parâmetros razoáveis e consistentes na elaboração dos estudos econômico-financeiros, se foram realizadas análises de sensibilidade quantitativa e qualitativa das premissas mais relevantes, e se foram devidamente consideradas as características e especificidades do ativo para a otimização de seu valor econômico.

140. Com esse fito, é importante tomar de empréstimo os elementos colhidos e as análises realizadas quando do acompanhamento da alienação da Refinaria Landulpho Alves (Rlam), no processo TC 024.763/2020-9, que foi o primeiro dos ativos de refino em desinvestimento a ser fiscalizado, sobretudo quanto a três tópicos que se entrelaçam quanto à construção do valuation interno de referência e à análise da vantagem econômica em eventual transação: (i) a evolução e os aspectos de coerência e razoabilidade das principais premissas e parâmetros de cada plano estratégico que serviu de referência para as avaliações econômico-financeiras internas (EPV: PNG 2019-2023; RIPAEF: PE 2020-2024, e RIAEF: PE 2021-2025, situando-se entre estes dois últimos, ainda, o PE 2020-2024 Pós-Covid); (ii) a adequação do momento para a venda, em vista das disrupções causadas na economia mundial pela pandemia de Covid-19; e (iii) e a forma de utilização dos cenários corporativos no estabelecimento do referencial interno de valor para a tomada de decisão.

141. Tais elementos e análises, assim como as conclusões então obtidas, são igualmente pertinentes e aplicáveis à SIX, e, portanto, ao objeto do presente relatório, constando compilados, de forma detalhada, no Apêndice C, e utilizados ao longo do exame que se segue.

Utilização dos cenários corporativos e definição da referência principal de valor

142. A Sistemática para Desinvestimentos da Petrobras assim dispõe sobre a emissão das avaliações econômico-financeiras para os projetos de desinvestimentos:

6.6.5. Para **emissão das avaliações econômico-financeiras** para os Projetos de Desinvestimentos, observadas as regras estabelecidas nos subitens 6.6.2 a 6.6.4 e 6.6.6 a 6.6.15, são aplicáveis as seguintes visões:

(a) Visão Vendedor, obrigatória, em que é estimado o valor do ativo de forma incremental e integrado ao portfólio da Petrobras, **com os cenários corporativos referenciais vigentes**, e;

(b) Visão Comprador, opcional, em que é estimado o valor do Projeto de Desinvestimento para Potenciais Compradores, desintegrado do portfólio Petrobras e considerando premissas alinhadas as condições existentes de mercado.

6.6.6. A metodologia de avaliação econômica para a emissão dos relatórios descritos nos itens 6.6.3 e 6.6.4 deve seguir as orientações previstas nas “Diretrizes para Análise Econômico-Financeira de Projetos de Desinvestimento e Aquisições – Padrão SINPEP DI-IPBR-00170”, pois tem a finalidade de suportar a análise e tomada de decisão quanto a propostas não-vinculantes e vinculantes.

6.6.7. **Análise Determinística:** As avaliações econômico-financeiras **deverão utilizar, preferencialmente, a metodologia de fluxo de caixa descontado. A avaliação na Visão Vendedor deve fazer uso dos cenários corporativos** e ser feita de forma incremental e integrada ao portfólio da companhia.

(Grifo nosso)

143. *Extraí-se do normativo que, para o cálculo do valuation interno, deve ser utilizada preferencialmente a metodologia do FCD, o que requer a projeção de fluxos da caixa futuros. Faz-se necessária, assim, a elaboração de uma visão hipotética de futuro, ou seja, de um cenário, que, para resultar em uma percepção razoável de valor, deve ser coerente, internamente consistente e que tenha possibilidade de acontecer. Essa visão de futuro é construída mediante projeções de premissas de investimentos, receitas, custos, despesas e outras rubricas, que devem ser geradas em consonância com o cenário pré-concebido.*

144. *Ocorre que, como já destacado anteriormente, a citada Sistemática determina que o valuation interno seja calculado levando em consideração não apenas um, mas os três cenários corporativos distintos que são utilizados pela Petrobras para fins de decisão sobre investimentos e desinvestimentos.*

145. *Embora não se discuta que a utilização de cenários pode ser útil para o planejamento da empresa, pois decisões de investimentos e desinvestimentos requerem análises em horizontes de longo prazo que estão associadas a níveis de incerteza muito elevados, **a decisão pela venda ou não de um ativo deve ser assertiva e baseada em uma percepção plausível de valor naquele momento.***

146. *Esse tema – a forma de utilização dos cenários corporativos no estabelecimento do referencial interno de valor para a tomada de decisão – foi objeto de discussão primeiramente empreendida e aprofundada nos trabalhos de acompanhamento da alienação da Rlam, conforme mencionado anteriormente, e consta em detalhes no Apêndice C deste relatório.*

147. *Apesar de não terem sido identificados achados de auditoria naquele acompanhamento, vislumbrou-se risco na adoção de faixa de valores – formada entre os resultados de valuation no cenário mais adverso (pessimista) e o mais benéfico (otimista) à companhia – como baliza para a tomada de decisão.*

148. (omissis...):

O planejamento estratégico da Petrobras contempla três cenários corporativos, que contêm as premissas utilizadas no valuation interno dos ativos em desinvestimento: um cenário intermediário (atualmente denominado Base), que reflete, assim, uma visão intermediária 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; um cenário pessimista (atualmente denominado Resiliência), e um cenário otimista (atualmente denominado Crescimento), que refletem descrições possíveis estados futuros com quebras estruturais ainda não ocorridas ou confirmadas, ou seja, ainda não observadas de forma relevante e persistente nas séries históricas e nas correlações entre as séries de dados, diferenciando-se entre si pelo viés desses possíveis estados futuros para os negócios da companhia.

Desse modo, enquanto o cenário Base é constituído por premissas e projeções elaboradas por metodologia tecnicamente conservadora, 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 (PE 2021-2025), conforme assevera a Petrobras, a diferenciação (viés benéfico ou prejudicial) entre os cenários Resiliência e Crescimento se dá, mormente, pelo ritmo das alterações que se vislumbra na transição da matriz energética atual para fontes não fósseis – no Resiliência, essa transição é projetada em um ritmo mais acelerado, e no Crescimento, em um ritmo mais lento.

Embora não se discuta a validade e a utilidade do uso desses cenários nas estimativas de valor, vez que permite alguma mensuração do impacto, em termos econômicos, das possíveis alterações estruturais futuras, e desse modo, permite também visualizar o grau de incerteza a que está sujeita a avaliação, a utilização dos correspondentes resultados de valuation 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 –, tanto maior quanto foi a amplitude da faixa resultante.

É consenso na literatura técnica especializada em valuation que a utilização de faixa de valores com amplitude excessiva tem serventia limitada para os tomadores de decisão. Além da elevada incerteza, possibilita aos gestores interpretações enviesadas por visões pessoais. Na seara normativa, pode-se verificar a aplicação de restrições à amplitude da faixa de valuation, por exemplo, 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, como exposto anteriormente, são as premissas referentes ao cenário intermediário as utilizadas pela Petrobras em suas principais decisões empresariais, notadamente seus investimentos, bem como suas análises de impairment, além de serem essas as premissas sujeitas a auditoria independente e objeto de controle pelos requisitos da Lei Sarbannes-Oxley (SOx).

Concluiu-se, portanto, diante do risco identificado e dos fatos e argumentos expostos, que, em regra, **a justificativa pela vantajosidade do desinvestimento deverá considerar como referência principal o valuation interno calculado com base no cenário caracterizado como intermediário, ou central, que reflete a metodologia de técnica mais conservadora e as premissas mais historicamente consistentes e consensuais de mercado, utilizado de forma generalizada em todas as decisões da empresa – denominado, no plano estratégico vigente da Petrobras, como "cenário Base".**

Isso não significa, todavia, desconsiderar a validade da utilização dos valuations internos nos demais cenários como elementos adicionais e subsidiários relevantes à tomada de decisão, especialmente para que se possa estimar os impactos de eventuais transformações estruturais prejudiciais ou benéficas no valor do ativo, assim como sua sensibilidade às premissas e projeções, além de evidenciar o grau de incerteza da avaliação.

Tampouco se defende que exista impropriedade ou desvantagem intrínseca em se negociar abaixo (ou acima) dessa referência principal. O que ressalta é que, diante de uma oferta inferior ao valor de referência, é necessário recorrer a elementos adicionais na investigação da vantajosidade do negócio, e que a justificativa de eventual transação abaixo do valuation interno de referência deverá nele se orientar, precipuamente.

149. Diante disso, formulou-se proposta de recomendação à Petrobras, para que que promovesse ajustes na Sistemática de Desinvestimentos de modo a 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”**.

150. Por conseguinte, sugeriu-se, no Relatório de Acompanhamento da alienação da Rlam (peça 78, TC 024.763/2020-9), expedir recomendação à Petrobras para que promovesse ajustes na Sistemática de Desinvestimentos, de modo a contemplar essa orientação, incluindo 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.

151. A proposição foi acolhida pelo Tribunal em 13/10/2021, na prolação do Acórdão 2.479/2021-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro Walton Alencar Rodrigues. A Petrobras, no entanto, julgando pertinente e contributivo para a melhoria de seus processos de desinvestimento o entendimento exposto, antecipou-se e o incorporou à sua Sistemática por meio da oitava revisão – aprovada em 9/8/2021 pela Diretoria Executiva da companhia –, assim dispondo em seus itens 7.2.3 e 7.2.3.1:

7.3.2. Caso o valor da transação se situe em patamar inferior ao Cenário Base constante do Relatório Interno de Avaliação Econômico-Financeira, a pauta deverá conter tópico específico esclarecendo aos decisores os fatores que justificam a vantajosidade da transação, fundamentada, minimamente, nas seguintes análises adicionais, a serem emitidas por RISCOS:

- a) Identificação e avaliação de riscos e oportunidades da alternativa de postergação da venda;
- b) Análise quantitativa dos riscos do valor do ativo no Cenário Base, considerando as incertezas das principais variáveis que o afetam, para fins de comparação com o valor da proposta e com o seu valor nos demais cenários corporativos.

7.3.2.1. A justificativa da vantajosidade prescindirá das análises adicionais descritas no item 7.3.2. quando o valor da transação for maior ou igual a 95% do valor constante do Cenário Base.

152. As análises efetuadas no presente acompanhamento balizam-se, também, nessa consideração.

Premissas e parâmetros das avaliações econômico-financeiras internas

153. Conforme exposto anteriormente, segundo a Sistemática de Desinvestimentos, na etapa de propostas não-vinculantes deve ser produzido o Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira (RIPAEF), documento que deve fornecer uma perspectiva de valor mais apurada do que a Estimativa Preliminar de Valor (EPV) existente no Relatório de Estruturação. À medida em que o processo vai avançando, a estimativa de valor deve ser refinada, resultando na produção do Relatório de Avaliação Econômico-Financeira (RIAEF), na etapa das propostas vinculantes. A Sistemática prevê, ainda, que o RIPAEF e o RIAEF devem ser emitidos considerando os cenários corporativos referenciais vigentes que, no momento, são os cenários Resiliência (mais pessimista), Base (central) e Crescimento (mais otimista).

154. Tais relatórios, como já dito, devem seguir o padrão interno da Petrobras específico que disciplina a elaboração dos Relatórios Internos de Avaliação Econômico-Financeiras denominado “Padrão SINPEP DI-IPBR-00170 - Diretrizes para Análise Econômico-Financeira de Projetos de Desinvestimento do Sistema Petrobras”.

155. Dessa forma, o RIPAEF da SIX foi emitido por meio do (omissis...), de 17/1/2020, e teve por base as premissas do PE 2020-2024; por sua vez, o RIAEF original da SIX constou do (omissis...), e teve por base as premissas do PE 2021-2025. Posteriormente, em vista da realização de nova rodada de propostas vinculantes (de cujo detalhamento se tratará na seção III.5, mais adiante), foi emitida, em 8/12/2020, uma análise complementar ao RIAEF da SIX (documento (omissis...)) para valorar as previsões de pagamentos contingentes (earn-outs) contidas nas propostas apresentadas.

156. Posteriormente, na conclusão da fase de negociação, se fez necessária mais uma análise complementar ao RIAEF (documento (omissis...)), para contemplar ajustes nas projeções de oferta

de borra oleosa à SIX, e quantificar as parcelas de earn-out previstas na Process Letter, em vista da realização de uma rodada final de propostas (bid final). Os detalhes dessas análises complementares são tratados mais adiante.

157. As análises complementares realizadas tiveram, no entanto, motivações específicas e escopo circunscrito, de modo que o RIAEF da SIX manteve, desde sua emissão original até a última atualização, a referência no PE 2021-2025 e suas premissas gerais. Assim, **as avaliações econômico-financeiras internas da SIX perpassaram, essencialmente, as premissas e parâmetros de 2 planos estratégicos distintos: o PE 2020-2024 (RIPAEF), e o PE 2021-2025 (RIAEF).**

158. Cabe anotar, ainda, que **entre esses 2 planos**, em resposta às circunstâncias e eventos extraordinários do ano de 2020, como o choque de oferta do petróleo e a pandemia mundial de Covid-19, **houve a elaboração contingencial do PE 2020-2024 Pós-Covid**, cuja abordagem se faz também necessária para a compreensão da transição entre os conjuntos de projeções e premissas. Por essas razões, foram analisados a evolução e os aspectos de coerência e razoabilidade das principais premissas e parâmetros desses planos estratégicos, com especial enfoque naqueles relacionados ao negócio de refino. O Apêndice C deste relatório consigna o detalhamento dessa análise, sem prejuízo da síntese que se traz a seguir.

159. Segundo a Petrobras, são quatro as premissas de maior impacto em seus negócios de modo geral, e que, por conseguinte, são as mais representativas no processo de planejamento da companhia: (i) o preço do petróleo (Brent), (ii) a taxa de câmbio (R\$/US\$), (iii) o mercado de derivados no Brasil e (iv) o mercado de gás natural no Brasil.

160. Ainda de acordo com a companhia, quanto ao segmento de refino, mais especificamente, este "é influenciado, predominantemente, pela diferença entre os preços dos derivados produzidos (receita) e o preço de compra de petróleo (custo), ou seja, a margem de refino". Essa margem é fator relevante também na projeção do volume processado na refinaria, que "resulta da otimização das oportunidades que a Petrobras possui para alocação relativa do seu petróleo e de seus derivados, frente a percepção de demanda global por petróleo e por derivados". Para essa otimização, como dito antes, a empresa utiliza o PLANINV.

161. Desse modo, afora algumas especificidades de curto prazo, especialmente a incerteza relativa à trajetória do Brent, em vista das expectativas que se tinha quanto à dinâmica de produção no final de 2019, **os cenários traçados para o PE 2020-2024 – Crescimento, Base e Resiliência – se caracterizaram**, de acordo com a descrição do plano, da seguinte maneira:

No cenário Crescimento, (omissis...).

No cenário Base, (omissis...).

No cenário Resiliência, (omissis...).

(grifos nossos)

162. Entretanto, dois eventos ocorridos no início de 2020 vieram a alterar drasticamente esse panorama: o choque de demanda causado pela pandemia de Covid-19, mormente face às medidas de isolamento preventivo, e o choque de oferta causado pelo fracasso das negociações, no início de março de 2020, a respeito da extensão do acordo de cortes de produção entre os países membros da OPEP a Rússia.

163. Apenas no início de abril é que os países membros e não membros da OPEP anunciaram novo acordo pelo qual se estabeleceu um cronograma de redução de produção, pré-definido até o final de 2021 e alinhado com uma perspectiva de redução das medidas de isolamento. Apesar do severo corte de produção – segundo especialistas, o mais severo da indústria de petróleo –, a avaliação, naquele momento, era de que a medida não reequilibraria o mercado tão logo, servindo apenas como uma forma de reduzir o impacto negativo do superávit de mercado e desacelerar a

queda dos preços.

164. *Além desses eventos disruptivos, o potencial de mudança de hábitos trazido pela pandemia – de que as soluções que estão sendo adotadas durante o período de isolamento social, como o trabalho remoto, sejam preservadas e se tornem perenes em algum grau – trouxe consigo também a possibilidade de um impacto permanente sobre o crescimento da demanda por energia no longo prazo.*

165. *Esses acontecimentos alteraram fortemente o ponto de partida a ser considerado em quaisquer projeções econômicas, e demandaram ágil resposta na revisão do plano estratégico, culminando no **PE 2020-2024 Pós-Covid** (inicialmente referido como PE 2021-2025, consoante exposto anteriormente), que, à semelhança do anterior, foi composto pelos cenários Crescimento, Base e Resiliência, assim resumidamente caracterizados:*

Crescimento: (omissis...).

Base: (omissis...).

Resiliência: (omissis...).

(grifos nossos)

166. *No relatório que expôs a fundamentação do PE 2020-2024 Pós-Covid, ressaltou-se o contexto extraordinário em que ocorreram as projeções desse plano, ainda carente, à época, da divulgação de revisões de cenários de longo prazo por algumas instituições de mercado, o que acabou prejudicando, em alguma medida, a comparabilidade das previsões.*

167. *Cabe assinalar que, segundo a Petrobras, o **PNG 2019-2023, apesar de traçar também três cenários**, (omissis...). A título de exemplo, o fator de utilização do refino (FUT) no cenário Coral (pior cenário) do PNG 2019-2023, projetava índices superiores a 90% no horizonte 2021-2040 (92% em 2040), sendo que a média histórica 2010-2019 estava em 87% (com índices inferiores a 80% nos últimos anos). Noutra ponta, ainda antes dos acontecimentos de 2020, a Agência Internacional de Energia já apontava a tendência iminente de redução na demanda por combustíveis fósseis no horizonte 2018-2040, previsão essa acompanhado por outros grandes players mundiais do refino. (omissis...).*

168. *Essa característica – (omissis...) – veio se mostrar bastante distintiva em comparação com os planos subsequentes (PE 2020-2024 e PE 2020-2024 Pós-Covid). Assim, o cenário Resiliência, já a partir do PE 2020-2024, procurou suprir uma visão mais conservadora para o refino nacional. Nada obstante, sobreveio a pandemia, agravando a incerteza e inserindo maior pessimismo nas visões de momento. O PE 2020-2024 Pós-Covid, portanto, respondeu a essa contingência. (omissis...). Cabe destacar, contudo, que do PE 2020-2024 para o 2020-2024 Pós-Covid, as maiores diferenças ou impactos repousaram sobre (omissis...).*

169. *É relevante consignar que, no curso do acompanhamento da venda da Rlam (a primeira das refinarias à venda a ter o processo de desinvestimento examinado), foram obtidos e analisados os estudos e as justificativas que fundamentaram os parâmetros e as premissas corporativas utilizadas nos PE 2020-2024 e 2020-2024 Pós-Covid, bem como os dados de entrada (parâmetros e premissas corporativas) do PNG 2019-2023 e do PE 2020-2024 Pós-Covid que alimentaram o sistema PLANINV, além de outras análises críticas e justificativas acerca de pontos relevantes para a valoração de ativos de refino, conforme detalha o supracitado Apêndice C deste relatório (tópico C.2). Concluiu-se, ao cabo, que foram apresentados estudos e argumentos razoáveis para justificar os parâmetros e as premissas corporativas utilizadas no PE 2020-2024 Pós-Covid.*

170. *Subsequentemente, com a transição do PE 2020-2024 Pós-Covid para o PE 2021-2025, foram analisadas as principais alterações entre esses planos, com foco nas premissas mais influentes na valoração dos ativos de refino (tomado, para análise, o caso concreto da Rlam, pelas razões já*

expostas).

171. De acordo com a Petrobras, para o PE 2021-2025 foi, essencialmente, revisado (omissis...).

172. **A SIX, no entanto, não sendo uma refinaria per se, e sim uma unidade de industrialização de xisto**, voltada à produção de óleo combustível, nafta, gás combustível, gás liquefeito, enxofre e água de xisto, **tem situação peculiar, não sendo afetada por tais fatores no mesmo grau ou modo que os demais ativos (refinarias) do projeto Phil.**

173. A carga da SIX é composta de xisto, proveniente da mineração, e de borra oleosa, recebida de outras refinarias, e **seus produtos principais são o óleo combustível e a nafta**, ambos tendo como fontes o xisto e a borra oleosa. Aproximadamente 50% do óleo de xisto e a totalidade da nafta (que não atende à especificação para comercialização direta pela SIX) são transferidos para a Repar.

174. Por conseguinte, **a SIX é significativamente afetada pela premissa de preços desses produtos – óleo combustível e nafta**, principalmente em razão de impactar as receitas (sendo que a venda de óleo combustível corresponde a 70% da receita da SIX), mas sem impacto no custo das matérias primas.

175. Conforme exposto à seção anterior, no RIAEF considerou-se que a SIX conseguiria praticar os preços de paridade de importação do PE 2020-2024 ao longo do período de projeção, em decorrência da “proteção logística” natural do mercado brasileiro. Isso garantiria ao ativo uma margem bruta significativamente superior à de refinadores operando em mercados de referência (Golfo do México, Noroeste da Europa). Apesar disso, como a maior parte da produção de óleo combustível é destinada à exportação, cabe pressupor a ação dos órgãos reguladores (ou a instalação de competição no mercado, como, por exemplo, com a execução do projeto Phil) no sentido de redirecionar os preços à paridade de exportação. Esse ajuste foi implementado no RIAEF.

176. Além disso, é importante destacar que **o aumento da participação da borra oleosa no processo da SIX aumenta a produtividade de óleo combustível, constituindo um driver de valor para o ativo.**

177. O RIAEF considerou, originalmente, quanto às projeções de disponibilidade de borra oleosa para processamento na SIX, o cenário de máximo processamento do ativo (aproximadamente 120 mil t/ano em todo o horizonte projetivo), sem considerar quaisquer possíveis otimizações visando reduzir a geração de borra e projetos de tratamento de borras em outras refinarias.

178. No decorrer da fase de negociação, em vista das discussões havidas em relação à quantidade de borra oleosa ofertada no contrato de fornecimento de borra, identificou-se “potencial assimetria de valor gerada pela diferença significativa entre as premissas internas aprovadas no PE 2021-2025 e as quantidades que seriam oferecidas de forma firme no contrato”. Assim, as áreas responsáveis promoveram estudos buscando aperfeiçoar as projeções de geração de borra oleosa para o parque de refino da Petrobras, de modo a otimizar seus resultados econômicos.

179. Os estudos realizados consideraram a entrada em operação de uma Unidade de Recuperação de Óleo (URO), na REVAP, a fim de atender a todo o parque de refino. A implantação ocorreria em 2025, com gradual incremento na produção até 2028. Como resultado, (omissis...). O Apêndice C deste relatório, tópico C.7, apresenta em maiores detalhes a análise realizada pela Petrobras nesse tema.

180. Outro quesito de grande relevo para a valoração da SIX – por impactar o seu principal componente de carga (entrada), o minério de xisto – é o horizonte das operações de mineração. Conforme as avaliações efetuadas pela área competente da própria SIX, (omissis...).

181. As implicações e desafios de cada alternativa foram objeto de análise pelas áreas técnicas

responsáveis na Petrobras, tendo-se concluído, após o devido sopesar, que o empreendimento de expansão da área atual de mineração não tem aderência aos pilares estratégicos atuais da companhia, de modo a recomendar (omissis...). O Apêndice C deste relatório, tópico C.8, apresenta detalhes da análise realizada pela Petrobras quanto ao horizonte operacional da mineração na SIX.

182. Como consequência, (omissis...), foram também incorporados à análise econômica (omissis...).

183. Adicionalmente, em vista da existência de terrenos não operacionais associados à SIX e que estão incluídos no escopo do desinvestimento, foram analisadas as possibilidades de utilização e respectiva valoração dessas áreas para a SIX, para sua incorporação ao valuation interno. O Apêndice C deste relatório, tópico C.9, detalha essa análise.

184. Por fim, após a consolidação de “novas premissas operacionais, de horizonte de operação e fundiárias a serem utilizadas na projeção de resultados da SIX”, a necessidade de realização de bid final (a ser tratado em maior detalhe nas seções III.6 e III.7) incluindo a previsão, na Process Letter, de cláusulas de pagamento contingente (earn-out), fez também necessária a quantificação dos efeitos econômicos presentes das parcelas de earn-out.

185. Esses aspectos, em conjunto com as alterações nos termos contratuais resultantes da fase de negociação, levaram à **emissão, em 6/10/2021, de nova e última análise complementar com atualização do RIAEF.**

186. A seguir são apresentadas as principais características e a evolução das avaliações econômicas internas dos ativos do cluster SIX, com ênfase nas premissas e parâmetros elencados supra.

Valuation interno de referência da SIX

187. Conforme mencionado anteriormente, **o RIAEF original da SIX constou do** (omissis...), **e teve por base as premissas do PE 2021-2025** (que se encontrava em etapa final, aguardando aprovação, mas ainda não vigente).

188. De acordo com o RIAEF, em se utilizando as premissas do plano estratégico vigente quando da emissão daquele valuation – o PE 2020-2024 Pós-Covid – no cenário Base, o VPL da SIX resultaria negativo, indicando a hibernação, abandono ou outra destinação para a unidade. Sob as premissas do PE 2021-2025, no entanto, a SIX apresentou melhor resultado, razão por que foi assim avaliada, na visão de valor denominada “Caso Proposto” (elaborada quando premissas do PE vigente não refletem uma visão de referência para o ativo).

189. Assim, considerando-se as premissas dos cenários do PE 2021-2025, Taxa Mínima de Atratividade (TMA) real de (omissis...), foram estimados os seguintes valores para o BEV (Business Enterprise Value), que é o valor econômico gerado pelo fluxo de caixa operacional do ativo a partir dos seus ativos e passivos operacionais (soma do Resultado Operacional dos ativos aos custos remanescentes) da SIX:

Tabela 5 – BEV da SIX (em US\$ milhões), no valuation interno de 19/11/2020

SIX			
BEV (RO + custos remanescentes)	PE 2021-2025		
	Resiliência	Base	Crescimento
RIAEF – Caso Proposto	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, com base no RIAEF da SIX

190. Já o Equity Value, que incorpora ao valor do BEV os efeitos de contas não operacionais

(tais como (omissis...)) que devem ser consideradas para a quantificação do valor incremental dos ativos para a Petrobras (no caso da SIX, foram valorados e incorporados ao BEV o contrato de venda de nafta com a Repar e o contrato referente ao arrendamento dos ativos de P&D), calculado nos três cenários corporativos disponíveis, apresentou os seguintes resultados:

Tabela 6 – Equity Value da SIX (em US\$ milhões), no valuation interno de 19/11/2020

SIX			
Equity Value	PE 2021-2025		
	Resiliência	Base	Crescimento
RIAEF – Caso Proposto	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, com base no RIAEF da SIX

191. A (omissis...) na estimativa de Equity Value da SIX, observada entre o RIAEF e o RIAEF, decorreu principalmente do ajuste na premissa de preços do óleo combustível (que é o principal produto e tem forte influência no valor da SIX), conforme mencionado anteriormente, de uma paridade de importação (com base no PE 2020-2024) para uma paridade de exportação (com base no PE 2021-2025), contemplando ainda a queda do Brent no último ano devido ao cenário de pandemia e ajustes da demanda e oferta da commodity. O RIAEF estimou que o ajuste na premissa de preços acarretou um (omissis...) no resultado operacional projetado para a SIX.

192. Posteriormente, **em** (omissis...), **foi emitida uma análise complementar ao RIAEF**, por meio do documento (omissis...), para valorar as parcelas de pagamentos contingentes (earn-outs) contidas nas propostas apresentadas na última rodada de propostas vinculantes. De acordo com a análise, o pagamento de earn-out proposto (omissis...) teve seu valor presente líquido (VPL) (omissis...) no cenário Crescimento (sem valor nos demais cenários); já o earn-out (omissis...) no cenário Crescimento (também sem valor nos demais cenários).

193. **Em** (omissis...), na conclusão da fase de negociação, para contemplar as alterações nos termos contratuais negociados, inclusive a valoração das cláusulas de pagamento contingente (earn-out) previstas na Process Letter do bid final, assim como a consolidação de novas premissas operacionais, de horizonte de operação e fundiárias, conforme se tratou no tópico precedente, **foi emitida nova e última análise complementar ao RIAEF**, por meio do documento (omissis...).

194. A análise complementar apresentou um relatório de avaliação completo, substitutivo ao RIAEF original, com duas visões de valor: o Caso PE Ajustado e o Caso Proposto.

195. Como o PE 2021-2025 apresenta a visão da SIX operando em perpetuidade, foi necessário construir o (omissis...).

196. Já o Caso Proposto contempla, em relação ao Caso PE Ajustado, os seguintes aspectos adicionais: (omissis...).

197. Importa destacar que, a despeito da visão de continuidade operacional (omissis...), para efeitos da estimação de valor, foi utilizado o critério de corte econômico – que indicou (omissis...). Conforme o RIAEF (omissis...):

Para análise da estimativa de valor do ativo, **foi aplicado o** (omissis...), podendo (omissis...), caso as projeções de fluxo de caixa futuras a partir de um período possuam (omissis...).

A análise indicou os (omissis...), considerado o cenário Base, em ambos o Caso PE Ajustado e Caso Proposto], sendo estes os anos em que tiveram início (omissis...).

(...)

Destaca-se que nesta avaliação adotou-se que a SIX deve operar, no mínimo, (omissis...), visto

que devido as elevadas projeções de borra oleosa para o parque de refino como um todo, não seria possível o (omissis...).

(grifos nossos)

198. Assim, ainda sob as premissas gerais dos cenários do PE 2021-2025, Taxa Mínima de Atratividade (TMA) real de 8,5% a.a., em termos reais, metodologia de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) com fluxo explícito projetado de 2021 a 2034, (omissis...) (ajustada ao novo cronograma previsto para o projeto), foram estimados os seguintes valores para o BEV (soma do Resultado Operacional dos ativos aos custos remanescentes) da SIX:

(omissis...)

SIX			
BEV (RO + custos remanescentes)	PE 2021-2025		
	Resiliência	Base	Crescimento
Atualização final do RIAEF – Caso PE Ajustado	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
Atualização final do RIAEF – Caso Proposto	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, com base no documento (omissis...)

199. Já o Equity Value (que inclui o contrato de venda de borra oleosa, a incorporação do preço de venda da nafta para a Repar, as estimativas dos terrenos não operacionais inclusos na transação e o ajuste de Capex previsto no contrato de compra e venda) apresentou os seguintes resultados:

(omissis...)

SIX			
Equity Value	PE 2021-2025		
	Resiliência	Base	Crescimento
Atualização final do RIAEF – Caso PE Ajustado	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
Atualização final do RIAEF – Caso Proposto	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, com base no documento (omissis...)

200. A análise trouxe também alguns múltiplos RO/Ebitda, ressaltando que:

Em geral, os múltiplos de EBITDA (...) tentam exprimir a ideia de retorno temporal ou servir de base para valoração baseada em pares do mercado. Para a análise deste ativo, estes fins não são alcançados, uma vez que não só os preços em declínio do óleo combustível, mas também o alto valor do custo de pessoal e contrato de mineração espremam a margem da SIX ao longo dos anos. Além disto, o (omissis...) e (omissis...) contribuem para o resultado operacional negativo, fazendo com que os múltiplos apresentados não possuam tanta relevância em uma análise crítica.

201. Além disso, importa notar que os múltiplos RO/Ebitda foram todos negativos e apresentaram grande variação, prejudicando ainda mais sua utilidade para valoração comparativa.

202. Quanto às sensibilidades, com o fito de fornecer subsídio adicional ao processo decisório, foram feitas as seguintes estimativas:

(omissis...)

203. A tabela a seguir apresenta os respectivos resultados:

(omissis...)

SIX			
Resultado Operacional (RO)	PE 2021-2025, cenário Base, Caso Proposto		
(omissis...)	-1 p.p.	TMA	+1 p.p.
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	-1 p.p.	TMA	+1 p.p.
	(omissis...)	(omissis...)	-(omissis...)
(omissis...)	0,0%	5,0%	10,0%
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)		
(omissis...)	-1 p.p.	TMA	+1 p.p.
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	Período explícito	Perpetuidade	Total
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	Período explícito	Perpetuidade	Total
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, com base no documento (omissis...)

204. Estimou-se, ainda, com base nessas três modalidades de consideração das premissas preliminares do PE 2022-2026, as sensibilidades do Equity Value, procurando refletir uma visão compradora para o ativo:

(omissis...)

SIX	
Equity Value, sob o PE 2022-2026, cenário Base, Caso Proposto	
(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, com base no documento (omissis...)

205. Por fim, foi apresentado ao potencial comprador da SIX um contrato obrigatório de venda de borra oleosa pela Petrobras. Os impactos desse contrato foram quantificados conforme a tabela a seguir, e se encontram considerados no Equity Value da SIX anteriormente apresentado:

(omissis...)

SIX	
Equity Value	Contrato de Borra Oleosa (5 anos)

	Resiliência	Base	Crescimento
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, com base no documento (omissis...)

206. Para efeito de comparação, a tabela seguinte compila os valores obtidos nas avaliações internas realizadas no âmbito do processo de desinvestimento para a SIX:

(omissis...)

SIX			
Equity Value	Caso Proposto*		
	Resiliência	Base	Crescimento
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, com base no RIAEF emitido no (omissis...), no RIAEF emitido no (omissis...), e na Análise Complementar ao RIAEF de 6/10/2021 (omissis...)

* O Caso Proposto veio a ser indicado apenas no RIAEF.

207. A atualização final do RIAEF elencou as principais alterações (de premissas ou parâmetros) que influenciaram a valoração da SIX em relação ao RIAEF original:

TMA: RIAEF utilizou (omissis...), enquanto foi utilizada (omissis...) nesta avaliação;

Data Base: RIAEF utilizou (omissis...), enquanto foi utilizada (omissis...) nesta avaliação;

Escopo PE Ajustado: o RIAEF apresentava uma visão de produção contínua, aplicando-se uma perpetuidade (omissis...). Já nesta avaliação adotou-se produção limitada até no (omissis...), conforme esclarecimento constante ao final do tópico C.8, no Apêndice C], com (omissis...), a depender do corte econômico ótimo;

Volumes: houve alteração da disponibilidade de borra oleosa entre o Caso PE Ajustado e o Proposto, com queda acentuada desta disponibilidade a partir de 2026 no Caso Proposto. (omissis...)

(grifos nossos)

208. A tabela a seguir apresenta a quantificação dessas parcelas de influência, tendo-se por referência o impacto no Resultado Operacional, que compõe o BEV, e por conseguinte, o Equity Value:

(omissis...)

SIX	
Resultado Operacional (RO)	Cenário Base – Caso Proposto

	<i>RIAEF</i> (19/11/2020)	<i>Parcelas com impacto negativo no EV</i>	<i>Parcelas com impacto positivo no EV</i>	<i>Atualização final do RIAEF</i> (6/10/2021)
(omissis...)	(omissis...)			
(omissis...)		(omissis...)		
(omissis...)		(omissis...)		
(omissis...)		(omissis...)		
(omissis...)	(omissis...)			
(omissis...)		(omissis...)		
(omissis...)			(omissis...)	
(omissis...)				(omissis...)

Fonte: adaptação da Figura 36 da Análise Complementar ao RIAEF de (omissis...)

Quantificação de parcelas de pagamento contingente (earn-out)

209. Considerando que a Process Letter enviada aos potenciais compradores para o bid final incluiu duas cláusulas de pagamento contingente (earn-out), a análise complementar que promoveu a atualização final do RIAEF providenciou também a quantificação dos efeitos econômicos presentes dessas parcelas de earn-out. Desse modo, tais parcelas podem ser devidamente incorporadas aos valores das propostas finais, para efeitos comparativos na tomada de decisão.

210. As duas cláusulas de pagamento contingente incluídas foram denominadas “Earn-Out Petróleo” e “Earn-Out Borra”. Os potenciais compradores poderão optar por aderir a essas cláusulas, mas sem qualquer possibilidade de alteração em seus termos (cujos detalhes serão abordados na seção III.6).

211. De acordo com a análise, o pagamento de earn-out relacionado ao preço do petróleo (Earn-Out Petróleo) teve seu valor presente líquido (VPL) estimado em (omissis...) no cenário Crescimento do PE 2021-2025 (sem valor nos demais cenários), e em (omissis...), respectivamente, nos cenários Base e Crescimento do PE 2022-2026 (sem valor no cenário Resiliência).

212. Já o earn-out relacionado ao fornecimento de borra oleosa à SIX (Earn-Out Borra), considerando teor médio de óleo de (omissis...), teve seu VPL estimado em (omissis...), respectivamente, nos cenários Resiliência, Base e Crescimento, sob o Caso PE Ajustado do PE 2021-2025, e em (omissis...), respectivamente, nos cenários Resiliência, Base e Crescimento, sob o Caso Proposto do PE 2021-2025. Em sensibilidade ao PE 2021-2026, no cenário Base, o VPL foi estimado em (omissis...), sob Caso PE Ajustado, e (omissis...), sob o Caso Proposto.

213. Assim, tendo por referência principal o cenário Base (pelas razões expostas anteriormente, em tópico específico), conforme o PE vigente (PE 2021-2025) e a visão de valor mais aderente à realidade do ativo (Caso Proposto), (omissis...). Quanto ao Earn-Out Petróleo, ainda que haja adesão à cláusula, o valor a ser considerado será zero (cenário Base, PE 2021-2025).

Análise quantitativa de riscos: estimativa de incerteza sobre o valor da SIX

214. Em atendimento a recomendação da CGU, consignada no Relatório de Avaliação referente ao acompanhamento efetuado por aquele órgão de controle, mencionado anteriormente e objeto de detalhamento no Apêndice A deste relatório, a Petrobras aplicou técnica probabilística e emitiu nota apresentando uma análise quantitativa de riscos para estimar probabilisticamente a

incerteza sobre o valor estimado para a SIX. Consoante registra a Petrobras no (omissis...):

(omissis...)

215. A nota descreve a metodologia empregada, definindo as seguintes variáveis (premissas) como mais relevantes para a definição de valor da SIX, e, portanto, utilizadas de forma estocástica na análise quantitativa de riscos: (omissis...).

216. Esclarece, ainda, que:

(omissis...)

217. Assim, utilizando a (omissis...), foram obtidos os percentis de distribuição de probabilidade do valor presente líquido (VPL) da SIX, destacando-se os principais na tabela a seguir:

Tabela 7 – Valores dos principais percentis da distribuição de probabilidade obtida para o VPL da SIX (em US\$ milhões)

Percentil	VPL (US\$ MM)
(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)

Fonte: análise quantitativa de riscos do valor da SIX, elaborada pela Petrobras

218. Assim, de acordo com a distribuição, com intervalo de confiança de (omissis...).

219. A nota ressalva, por fim, que:

(omissis...).

Análise da Seinfra petróleo

220. Analisando as informações que compuseram o RIAEF (omissis...) e suas respectivas Análises Complementares (omissis...) não foram encontrados indícios de irregularidades na sua formulação técnica ou forma.

221. A atualização das avaliações internas, de acordo com o conjunto de premissas do novo plano estratégico aprovado pela companhia, é medida recomendável para que se tenha referências de valor devidamente alicerçadas no contexto econômico e de visões de futuro que possui a companhia no momento de tomada de decisão final acerca do desinvestimento.

222. **Foram devidamente destacadas e justificadas as premissas de maior impacto no valor do ativo e nas atualizações do valuation interno**, importando assinalar que as premissas e parâmetros de maior relevo para o segmento de refino em geral, no bojo dos planos estratégicos aplicáveis, já haviam sido objeto de minucioso exame por ocasião do acompanhamento da venda da Rlam (TC 024.763/2020-9), no qual não foram constatadas razões para contestar a razoabilidade e consistência das premissas utilizadas. A íntegra desse exame foi trazida para o Apêndice C deste relatório (em especial, sob os tópicos C.1, C.2 e C.6), tendo-se destacado supra, sinteticamente, os aspectos mais relevantes.

223. *Já as premissas de impacto mais específico à SIX, que, como se viu, possui peculiaridades que a diferem de uma refinaria, foram aqui examinadas, com base na documentação típica do processo de desinvestimento, e encontram relatadas na presente seção e no Apêndice C, sob os tópicos C.7, C.8 e C.9.*

224. *Adicionalmente, foi demonstrada a vantagem econômica na indicação do Caso Proposto como visão de valor mais adequada ao ativo, (omissis...).*

225. *As razões da adoção desses parâmetros restaram devidamente evidenciadas, sendo que: (i) a limitação da perspectiva de continuidade operacional (omissis...).*

226. *Foram realizadas, ainda, diversas estimativas da sensibilidade do Resultado Operacional da SIX aos aspectos de influência mais relevantes, bem como ao PE 2022-2026, contribuindo para a robustez do processo de avaliação econômica e agregando o máximo de informações úteis à tomada de decisão.*

227. *Cabe ressaltar, a despeito disso, que a solidez do processo não exime os resultados de valuation da possibilidade de estarem, ao fim, ainda revestidos de significativa incerteza, sobretudo inerente às premissas e projeções. O que é indispensável, cabe repisar, é que as melhores informações disponíveis acerca da incerteza, qualitativa e quantitativamente, sejam levadas aos tomadores de decisão.*

228. *Nesse intuito, ainda como repercussão do citado trabalho da CGU no caso da Rlam, a Petrobras realizou também para a SIX uma análise probabilística, (omissis...), com o fito de estimar a incerteza sobre o valor do ativo. De acordo com a distribuição obtida, o valuation interno de referência (omissis...) situou-se pouco acima do (omissis...), e a melhor proposta recebida no bid final (objeto de tratamento mais detalhado na seção III.7, mais adiante), considerando apenas o valor firme (omissis...), situou-se no (omissis...) (considerado o valor firme mais o earn-out em (omissis...), ou seja, (omissis...), a proposta passa ao (omissis...)). Além disso, no intervalo de confiança (omissis...), a faixa de avaliação variou de (omissis...).*

229. ***Conclui-se, do exame realizado, que a justificação das premissas e parâmetros utilizados na elaboração da avaliação econômico-financeira interna do ativo se demonstrou adequada e suficiente, não se tendo identificado razões para contestar-lhes a razoabilidade e consistência.***

230. ***Outrossim, não foram constatados quaisquer indícios de irregularidade ou impropriedade na metodologia ou nos procedimentos aplicados, em especial quanto à aderência à Sistemática para Desinvestimentos da Petrobras, de modo que é possível considerar que o valor estabelecido do ponto de vista do vendedor como critério para a alienação da SIX – o valuation interno de referência – foi adequadamente estabelecido.***

III.4. Discrepâncias entre os valuations

231. *Além da avaliação interna na visão do vendedor, substanciada no RIAEF, a Sistemática prevê, na passagem pelo Portão 4, a emissão opcional de uma avaliação externa (valuation report), na visão do comprador (considerando o ativo desintegrado do portfólio da Petrobras e premissas alinhadas às condições existentes de mercado), a qual deverá ser realizada preferencialmente pelo assessor financeiro contratado para o projeto.*

232. *Adicionalmente, para balizar a tomada de decisão na passagem pelo Portão 5, deverá ser contratada, junto a entidade(s) distinta(s) do assessor financeiro (consultorias externas), a emissão de uma ou mais (no mínimo duas, para ativos com valor de venda superior a US\$ 1 bilhão) fairness opinions (parecer sobre o valor justo da transação). A Sistemática faculta, ainda, a emissão (adicional) de fairness opinion pelo próprio assessor financeiro (a qual não se confunde com o valuation report mencionado no parágrafo anterior, sendo avaliações feitas em momentos distintos e com enfoque e propósito específicos).*

233. Por fim, também visando subsidiar a tomada de decisão, a Sistemática estabelece que a Comissão de Alienação elabore análise comparativa entre as visões de valor obtidas por meio das análises econômico-financeiras, de modo a evidenciar o valor da transação proposta para a Petrobras e a sustentar as proposições quanto ao desfecho do projeto de desinvestimento.

234. Dessa forma, a presente questão busca esclarecer se a Petrobras justificou as discrepâncias mais relevantes entre as avaliações externas e internas. Para tanto faz-se necessário verificar se foram devidamente emitidas as avaliações prescritas pela Sistemática, e se foi efetuada a análise comparativa entre as visões de valor obtidas.

235. No âmbito do processo de venda da SIX, além do RIAEF, cujo desenvolvimento e resultados finais foram detalhados na questão anterior, foi emitido um valuation report pelo assessor financeiro (Citibank), e duas fairness opinions por consultorias externas (Santander e Rothschild).

236. Importa aduzir, conforme esclarece o DIP de aprovação de Portão 5, que, embora a Petrobras encaminhe suas premissas para as consultorias externas, o caráter de independência de tais avaliações é preservado, de forma que todas as premissas utilizadas na elaboração das fairness opinions são de responsabilidade e justificadas por cada instituição emissora.

Valuation Report do Citibank

237. O valuation report emitido pelo Citibank, em 18/11/2020, assumiu (omissis...).

238. A faixa de valores obtida foi de (omissis...), pelo fluxo de caixa descontado (FCD). Ainda na visão comprador, o valuation report (omissis...), chegando às faixas de (omissis...).

239. Adicionalmente, o valuation report estimou valores na visão vendedor, pelos (omissis...). Para as premissas baseadas em (omissis...), pelo fluxo de caixa descontado a taxas de (omissis...).

Fairness Opinion do Santander

240. A fairness opinion emitida pelo Santander, em 11/10/2021, assumindo o valor de venda de (omissis...), considerou a transação justa, da perspectiva financeira, para a Petrobras.

241. O Santander efetuou sua análise de valuation seguindo a (omissis...), considerando "projeções realizadas a partir de premissas macroeconômicas, de mercado e informações operacionais disponibilizadas pela Petrobras", tendo como ponto de partida o cenário Base (PE 2021-2025), por julgar ser o que "melhor reflete as perspectivas de mercado no qual o Complexo SIX está inserido". Ressalta o Santander, ademais, que aproveitou também os "históricos operacional e financeiro do Complexo SIX", e as "discussões e interações com membros da Petrobras para entendimento e confirmação dos fatores econômicos assumidos nas premissas".

242. As taxas de desconto utilizadas foram de (omissis...), obtidas pela (omissis...), com o cálculo devidamente discriminado, bem como fluxos projetados até 2034, (omissis...). A data base considerada foi (omissis...). Foi considerado, ainda, (omissis...), conforme a Process Letter do bid final. Foram (omissis...) e os earn-outs previstos no contrato final de compra e venda.

243. (omissis...).

Fairness Opinion do Rothschild

244. A fairness opinion emitida pelo Rothschild, em 11/10/2021, assumindo o valor de venda de (omissis...) baseados nos suprimentos futuros de borra oleosa, considerou a transação justa, sob perspectiva financeira, para a Petrobras.

245. O Rothschild efetuou análises de valuation seguindo as (omissis...).

246. Na (omissis...), o Rothschild considerou quatro cenários construídos a partir de premissas próprias, baseadas em informações públicas macroeconômicas e de mercado, em conjunto com

informações fornecidas pela Petrobras relativas aos cenários do PE 2021-2025: (i) Caso Base; (ii) Caso Crescimento; (iii) Caso Resiliência; e (iv) Sensibilidade aos preços recentes do Brent.

247. Foi considerada a faixa de (omissis...) como taxa de desconto nominal (em termos reais, aproximadamente entre (omissis...)), obtida pela (omissis...), com o cálculo devidamente discriminado. O fluxo explícito foi até (omissis...). A data base utilizada na avaliação foi (omissis...). Foi considerado, ainda, ajuste de (omissis...) no capital de giro, conforme a Process Letter do bid final, com liquidação no (omissis...) incluídas no cálculo do valor patrimonial da SIX. Foram quantificados e considerados os (omissis...) do ativo e os earn-outs previstos no contrato final de compra e venda.

248. Por fim, com relação à (omissis...), a avaliação do Rothschild sensibilizou o fluxo de caixa na faixa de (omissis...). A (omissis...) em conjunto com a (omissis...).

249. (omissis...); para o Caso Crescimento, de (omissis...); para o Caso Resiliência, de (omissis...), e para o cenário de Sensibilidade ao Brent, de (omissis...). Os earn-outs foram mensurados em (omissis...), no Caso Base; (omissis...), no Caso Crescimento; (omissis...), no Caso Resiliência; e (omissis...), no cenário de Sensibilidade (a serem considerados em acréscimo ao preço de compra, para posterior comparação com as faixas de equity value obtidas).

250. Na metodologia de múltiplos de empresas comparáveis listadas, o Rothschild identificou e considerou empresas de mercados desenvolvidos e emergentes com foco em refino e volume de negociação média diária acima de (omissis...), ressaltando constituírem mera referência, dadas as peculiaridades da SIX. A faixa de valores resultantes foi de (omissis...), sensibilizando o (omissis...).

Atualização do Valuation Report do Citibank

251. O Citibank emitiu, em 12/10/2021, uma atualização das considerações de seu valuation report, em virtude das alterações ocorridas no plano de negócios e nas projeções para a SIX desde a emissão anterior ((omissis...)). O assessor financeiro ponderou que uma análise tradicional de valuation mediante a mesma abordagem utilizada para outros clusters avaliados, como Rlam, Reman e Refap, não seria apropriada, devido à natureza do plano de negócios da SIX e suas projeções.

252. Assim, apresentou apenas a atualização das projeções nos casos Base e Resiliência, e das informações relativas aos múltiplos de empresas comparáveis e transações precedentes, com propósito ilustrativo, sem definir estimativa de valor (ou faixa de valores).

Análise Comparativa entre as Visões de Valor (pela Comissão de Alienação)

253. Como subsídio para a tomada de decisão, a Sistemática incumbe a Comissão de Alienação da elaboração de comparativo entre as visões de valor obtidas por meio das análises econômico-financeiras, de modo a evidenciar o valor da transação proposta para a Petrobras, e a sustentar as proposições acerca da conclusão do projeto de desinvestimento.

254. Assim, a Comissão elaborou e apresentou a análise comparativa, tanto em seu relatório final como no DIP de aprovação de Portão 5 e respectivas apresentações às instâncias decisórias competentes. Além da exposição gráfica da comparação de resultados entre propostas, avaliações econômicas internas (RLAEF original e atualização final, ambos no PE 2021-2025) e fairness opinions, a Comissão apresentou comparativo entre os principais parâmetros (metodologia, período de projeção do fluxo explícito, cenários, taxa de desconto) e as premissas mais influentes ((omissis...)) utilizadas em cada valuation, e gráfico football field com os resultados das fairness opinions nas diversas metodologias.

255. O relatório da Comissão detalhou as características (premissas, metodologia e outros pontos relevantes) essenciais de cada avaliação, incluídas as fairness opinions, bem como apresentou tabela comparativa dessas características. Ademais, elencou uma série de considerações decorrentes de sua análise comparativa, das quais cabe destacar:

a) (omissis...);

b) (omissis...);

c) **O valor ofertado pela F&M encontra-se acima de todos os cenários corporativos do Caso Proposto do PE 2021-2025 e acima do cenário Base do Caso Proposto considerando as premissas de preço do PE 2022-2026;**

d) *A análise de VPL estocástico da SIX concluiu que a proposta final recebida para a aquisição da SIX se situa no (omissis...) da distribuição de VPL quando considerado o Caso Proposto do PE 2021-205 e no (omissis...) considerando a sensibilidade de preços do PE 2022-2026;*

e) *As principais diferenças entre as premissas utilizadas pelos bancos e as premissas da Petrobras para valoração do cluster SIX, além das alterações de (omissis...);*

f) *O valor da oferta da F&M foi considerado justo pelas 2 fairness opinions emitidas.*

Análise da Seifrapetróleo

256. *Considerando os valores centrais de cada faixa de valuation, conforme a Tabela 8, abaixo, é possível efetuar uma comparação simples entre os seus resultados, (omissis...), consoante se analisou na seção III.3 e no Apêndice C. Além disso, a sensibilização às premissas do PE 2022-2026, favoráveis à SIX, principalmente quanto às projeções de preço do óleo combustível e do Brent, apresentam uma melhoria na expectativa de valor, constituindo relevante referência adicional para o processo decisório:*

Tabela 8 – Comparativo entre os valuations internos e externos da SIX

<i>Valuation</i>	<i>Valor médio ou central* da faixa de Equity Value, em US\$ MM</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>

Fonte: Elaboração própria, com base na documentação fornecida pela Petrobras

** Ou valor no cenário Base.*

*** Não foram consideradas as premissas do Caso Proposto atualizado (omissis...).*

257. *Conforme esclareceu a Comissão de Alienação em seu relatório para o Portão 5, são enviadas às instituições que elaboram as fairness opinions alguns dos conjuntos de premissas da Petrobras, como referência; todavia, elas possuem autonomia para utilizá-las ou ajustá-las conforme julgarem apropriado. Assim, foi possível às instituições considerar premissas fáticas específicas e relevantes à SIX – (omissis...) –, em conjunto com suas próprias premissas e projeções macroeconômicas e mercadológicas.*

258. *Outro diferencial é que as fairness opinions consideram somente o resultado operacional do ativo, enquanto as avaliações internas incorporam outras parcelas de valor relativas à transação e seus efeitos para a Petrobras (vantagens e desvantagens competitivas próprias, custos remanescentes, sinergias e dissinergias, riscos próprios, entre outros). Tudo isso posto em consideração, **levando em***

conta cada momento avaliativo e seus conjuntos de premissas, as diferenças observadas não apresentaram discrepâncias de destaque.

259. Além disso, analisando-se cada *fairness opinion* individualmente, quanto a premissas, parâmetros e metodologia utilizados na avaliação por fluxo de caixa descontado, verifica-se que foram suficientemente detalhadas, que apresentam consistência interna e razoabilidade, e que seguiram práticas usuais e amparadas na literatura do tema. Vale notar que foram devidamente detalhadas as composições das taxas de desconto utilizadas (WACC – custo de capital médio ponderado), e que em todas as avaliações (das *fairness opinions*) o fluxo de caixa explicitamente projetado foi até 2034, sem valor terminal (perpetuidade).

260. Cabe, ainda, assinalar a reduzida utilidade das avaliações elaboradas sob metodologias alternativas, como as por múltiplos, para a SIX, por ser um ativo de características bastante específicas e que a distinguem do restante dos ativos objeto do projeto Phil (que são, diferentemente da SIX, refinarias propriamente ditas).

261. Quanto ao tratamento dado pela Petrobras à conformação das *fairness opinions*, conforme por ela informado em resposta a diligência feita no acompanhamento relativo à Rlam (no processo TC 024.763/2020-9), precedente a este, reproduzida também no Apêndice C deste relatório, a companhia deu cumprimento ao Acórdão 2.301/2019-TCU-Plenário por meio da Orientação 10/2019, divulgada no (omissis...), estabelecendo um questionário de avaliação a ser preenchido pelos gerentes ou coordenadores antes da submissão de Portão 5. (omissis...), o gerente ou coordenador deverá solicitar à instituição que elaborou a *fairness opinion* o saneamento das não-conformidades, registrando no formulário da avaliação as ressalvas identificadas e as medidas de correção adotadas.

262. Além disso, em sede de análise crítica, a própria Sistemática prescreve à Comissão de Alienação a elaboração de comparativo entre as visões de valor obtidas. Assim, o relatório da Comissão, referente ao Portão 5, contemplou essa análise comparativa – a qual foi trazida em síntese, acima, sob tópico próprio.

263. Do exposto, portanto, **conclui-se que não foram observadas discrepâncias significativas entre as avaliações internas e externas, e que as diferenças pontualmente observadas foram suficientemente justificadas pelas informações e análises produzidas pela Petrobras no processo.**

III.5. Seleção da proposta vinculante para negociação

264. A Sistemática estabelece que, ao final da fase vinculante, a Comissão de Alienação deverá analisar e classificar as propostas vinculantes, segundo os critérios objetivos previamente definidos na Process Letter e aprovados pela Diretoria Executiva. Ato seguinte, submete-se à Diretoria Executiva a aprovação da classificação e das condições para o início das negociações com o potencial comprador, visando a obtenção das melhores condições para a Petrobras.

265. Dessa forma, **a presente questão busca esclarecer se a Petrobras justificou adequadamente o início das negociações por melhores condições.** Para tanto faz-se necessário verificar se foram realizadas as análises prescritas pela Sistemática, e se foram devidamente justificadas e apresentadas no relatório da Comissão de Alienação.

DIP de aprovação do Portão 4 (passagem à fase de negociações)

266. A aprovação de passagem pelo Portão 4, que encerra a fase vinculante e dá início à fase de negociação, foi consubstanciada, para a SIX, no (omissis...). O relatório da Comissão de Alienação para o Portão 4 constituiu o Anexo 2 desse DIP.

267. Segundo ambos os documentos, os critérios para classificação das ofertas vinculantes aprovado pela Diretoria Executiva, no Portão 2, foram: (omissis...).

268. **Foram recebidas, na data estabelecida na Process Letter (19/11/2020), (omissis...).**

269. O relatório da Comissão de Alienação **apresentou análise detalhada do valor de cada oferta**, em tabelas, **promovendo-lhes o ranqueamento por ordem de valor** e a comparação com as avaliações interna e externa então disponíveis, bem como **analisou as marcações no SPA e nas demais condições da oferta** (como marcações em contratos acessórios) que pudessem afetar diretamente o seu valor. Para essas análises, cuja versão completa constou do Anexo 20 do Relatório da Comissão, esta contou com subsídios da área jurídica da Petrobras e de escritório externo contratado para o projeto.

270. (omissis...):

(omissis...).

271. (omissis...):

(omissis...).

272. (omissis...):

(omissis...).

273. (omissis...):

(omissis...).

274. Para análise dos aspectos financeiros das propostas a Comissão solicitou manifestação da área de Finanças, ante cujas observações concluiu pela manutenção do ranqueamento das propostas, em vista da significativa diferença entre os valores financeiros destas.

275. **Restaram classificadas, assim, em ordem decrescente, as seguintes propostas vinculantes:** (omissis...). Cabe constar, por fim, que foram também verificados o cumprimento dos demais requisitos dispostos na Process Letter, bem como realizada a avaliação de integridade da contraparte mais bem classificada, não se verificando impeditivo à continuidade do processo.

276. Nada obstante, no desdobramento da análise das propostas vinculantes, foram realizadas reuniões com as proponentes, assim consignadas no DIP de Portão 4:

(omissis...)

277. Assim, com o assessoramento do Jurídico, vislumbrando a possibilidade de obtenção de propostas mais vantajosas para a Petrobras, foi promovida nova rodada de submissão de propostas vinculantes (rebid), (omissis...). O rebid foi precedido do envio de nova Process Letter, que contemplou explicitamente a possibilidade de inclusão de parcelas de pagamento contingente (earn-out) na proposta.

278. Na data estipulada, (omissis...), apresentaram novas propostas vinculantes, ambas contendo parcelas de earn-out. Essas parcelas foram quantificadas por meio de análise complementar ao RIAEF ((omissis...)), conforme exposto na seção III.3. Como a avaliação indicou que ambas teriam valor para a Petrobras apenas no cenário Crescimento, (omissis...).

279. Assim, considerando que a **Forbes & Manhattan aumentou o valor de sua proposta (valor firme) para** (omissis...), **a proposta apresentada pela empresa Forbes & Manhattan continuou sendo a primeira classificada do ponto de vista financeiro**. Adicionalmente, a Forbes & Manhattan formalizou, na nova proposta, a disposição de reverter a supracitada marcação relativa à cláusula 5.6 do SPA.

280. Por conseguinte, acolhendo as proposições da Comissão de Alienação, **a Diretoria Executiva aprovou o início das negociações por melhores condições (nos termos do SPA e demais contratos acessórios) para a Petrobras com a empresa Forbes & Manhattan**.

Análise da Seinfrapetróleo

281. *É possível aferir, do cotejo entre os requisitos da Sistemática e os elementos contidos no (omissis...), e seu Anexo 2, em especial, relatados supra, que foram observados os critérios previamente definidos para classificação das ofertas vinculantes, e que foi escolhida a proposta de melhor classificação para avançar à etapa de negociação.*

282. *Conclui-se, desse modo, que restou adequadamente justificado o início das negociações por melhores condições para a Petrobras.*

III.6. Alteração do objeto na fase de negociação

283. *De acordo com a Sistemática, o "Objeto do Projeto de Desinvestimento" é o:*

alvo do projeto de Desinvestimento devidamente delimitado, com indicação do nome e natureza jurídica do bem ou direito a ser alienado, apontando a que título a Petrobras o detém, descrevendo suas principais características, tais como, exemplificativamente: alienação de Empresa com manutenção do poder de controle, alienação de Empresa sem manutenção do poder de controle, alienação de Ativo mantendo sua operação, alienação de Ativo com cessão da operação, alienação parcial ou total de Empresa/Ativo, inclusão ou exclusão de ativos relevantes da Empresa/Ativo alienado.

284. *A "Alteração de Escopo do Projeto de Desinvestimento" é definida como a:*

modificação de condições relevantes do Projeto de Desinvestimento, tais como, exemplificativamente: alteração do percentual da alienação da Empresa/Ativo que não modifique a estrutura de poder da Empresa/Ativo, inclusão ou exclusão de ativos não significativos para Empresa/Ativo, celebração de contratos acessórios, apresentação de solução de logística ou infraestrutura.

285. *Na fase de negociação – que sucede a fase vinculante, conforme explicitado na seção anterior –, conforme a Sistemática, as tratativas visando a obtenção de melhores condições para a Petrobras poderão contemplar "tanto as condições econômicas e comerciais, quanto as contratuais, ou os demais aspectos relevantes que possam afetar a transação". A norma procedimental prescreve, ainda, que:*

Caso a Comissão de Alienação identifique ser necessário alterar o Objeto do Projeto de Desinvestimento, a referida alteração deverá ser aprovada pela Diretoria Executiva, caso em que o Projeto de Desinvestimento deverá retornar ao início da (omissis...), com nova aprovação do Portão 1 pela Diretoria Executiva (...).

286. *Já quanto à alteração de escopo, acaso verificada sua ocorrência ao final da fase de negociação, a norma estabelece que:*

(...) a Comissão de Alienação deverá, por meio de correio eletrônico, encaminhar, a todos os Potenciais Compradores que tenham sido classificados na última etapa de Propostas Vinculantes, inclusive o primeiro colocado, a minuta final do contrato de compra e venda, solicitando que encaminhem nova proposta de valor para a Petrobras, não sendo aceitáveis outras modificações na minuta final encaminhada.

287. *Dessa forma, a presente questão busca verificar se o objeto foi alterado durante a negociação, o que poderia ocasionar a quebra de isonomia do processo competitivo. Para tanto faz-se necessário verificar quais foram as alterações ocorridas na fase de negociação, e se foram seguidos os procedimentos previstos pela Sistemática.*

DIP de aprovação do Portão 5 (aprovação da transação)

288. *A aprovação de passagem pelo Portão 5 pela Diretoria Executiva, que, no caso da SIX, valida e remete ao Conselho de Administração (CA) da Petrobras a proposta de aprovação da assinatura dos contratos da transação com o potencial comprador (signing), foi consubstanciada no (omissis...). O relatório da Comissão de Alienação para o Portão 5 constituiu o Anexo 4 desse DIP.*

289. *Conforme registra o DIP:*

*Em 08/01/2021, iniciou-se o processo de negociação com a empresa Forbes & Manhattan (ou doravante F&M), que apresentou a melhor proposta e cujos detalhes constam no Relatório da Comissão de Alienação para o Portão 5 (Anexo 4). **Ao fim das negociações, a Comissão de Alienação concluiu que deveria haver Bid Final, ante a identificação de modificação significativa dos termos do contrato de fornecimento de borra oleosa (contrato acessório de maior representatividade na transação), bem como alterações materiais dos termos negociados em relação às cláusulas do CCVA, como por exemplo (omissis...) (detalhado na seção F.1 deste DIP). (grifos nossos)***

290. *As alterações nos termos dos contratos negociados são descritas tanto no DIP quanto no relatório da Comissão. Quanto aos participantes nas negociações, o DIP assim resumiu:*

Relativamente à negociação do CCVA, a Comissão obteve o assessoramento contínuo do JURÍDICO/GG-ANE/JPORT e do escritório Machado Meyer e, a depender do tema da cláusula negociada, assessoramento, sob demanda, das demais áreas participantes do Grupo do Projeto com a correspondente atribuição. Com relação ao contrato de fornecimento de borra oleosa, a minuta inicial para negociação foi resultado das atividades de um Grupo de Trabalho coordenado pela gerência CMI/CE/CICI. A negociação com a F&M foi coordenada por PORTFOLIO, com o apoio do CMI e do REFINO, tendo contado ainda com o assessoramento de equipe especializada do Machado Meyer durante o processo de negociação. Da mesma forma, os contratos imobiliários contaram com a assessoria especializada da equipe de Direito Imobiliário do escritório Machado Meyer, auxiliando as equipes de PORTFOLIO e INP/PRI/GAPO nas negociações dos contratos. Quanto às negociações dos demais contratos acessórios, estas foram conduzidas diretamente pelas áreas responsáveis por tais contratos, tendo sido assessoradas pelas áreas do JURÍDICO que lhes prestam suporte.

291. *O Apêndice D deste relatório apresenta um resumo das principais condições negociadas no CCVA e os principais contratos acessórios alterados. Importa registrar que o relatório da Comissão para o Portão 5 (Anexo 4 do DIP) abordou detalhadamente todas as alterações de redação e de condições dos contratos na fase de negociação.*

292. *Assim, "em razão da mudança de escopo decorrente das negociações das cláusulas do CCVA e dos contratos acessórios em relação às minutas originais disponibilizadas aos potenciais compradores no VDR (Virtual Data Room) na fase vinculante", a Comissão de Alienação deu efeito às determinações da Sistemática e solicitou aos potenciais compradores participantes da fase vinculante o encaminhamento de novas propostas (Bid final).*

293. *Dessa maneira, conforme o DIP de Portão 5:*

(...) em 13/09/2021, a Petrobras, por meio do Assessor Financeiro, Citibank, enviou a Process Letter aos potenciais compradores que participaram da fase vinculante, convidando-os a participar do Bid Final (Anexo 5.1 do Relatório da Comissão de Alienação – Anexo 4 deste DIP) e estabelecendo os procedimentos que deveriam ser adotados por tais potenciais compradores, para apresentação de suas respectivas propostas. (omissis...).

(...)

A Process Letter estipulou também que a proposta final deveria ser igual ou maior do que a enviada na fase da submissão das propostas vinculantes.

Foram emitidos dois adendos à Process Letter (Anexos 5.4 e 5.11 do Relatório da Comissão de Alienação – Anexo 4 deste DIP): o primeiro, em 20/09/2021, com a postergação da data para envio das informações solicitadas no Appendix B da Process Letter para 23/09/2021 e com alterações nas condições da garantia o Bid Final e; o segundo, em 24/09/2021, com alteração da data do Bid Final para 07/10/2021 e, consequentemente, alteração da data para envio das informações do Appendix B para 30/09/2021.

Em 30/09/2021, data prevista para os potenciais compradores enviarem as informações solicitadas no Appendix B da Process Letter, apenas a Forbes & Manhattan (ou “F&M”) entregou a documentação requisitada. (omissis...) (Anexo 5.13 do Relatório da Comissão de Alienação – Anexo 4 deste DIP).

Em 07/10/2021, (omissis...) enviou proposta para o Bid Final. A proposta da F&M apresentou Preço Base de Aquisição de US\$ 33 milhões, (omissis...). (grifos nossos)

Análise da Seinfrapetróleo

294. *A análise das alterações promovidas na fase negocial, em confronto com os dispositivos – e as definições supratranscritas – da Sistemática regentes do tema, demonstrou que tais alterações (vide Apêndice D) se circunscreveram ao escopo do projeto de desinvestimento, evidenciando não ter ocorrido alteração do objeto.*

295. *Além disso, com o objetivo de assegurar a isonomia do processo competitivo e em estrita consonância com a Sistemática, foi realizada nova etapa de apresentação de ofertas vinculantes – bid final, com todos os potenciais compradores que haviam participado do bid anterior.*

296. *Conclui-se, do exposto, que **não houve alteração do objeto durante a negociação, e que a alteração de escopo ocorrida foi devidamente tratada pela Petrobras, nos termos preconizados pela Sistemática de Desinvestimentos, assegurando-se a isonomia do processo competitivo.***

III.7. Vantajosidade da alienação

297. *Consoante a Sistemática, após a conclusão das negociações, obtidas as melhores condições para a Petrobras, deverá ser submetida à deliberação pela Diretoria Executiva, por meio de DIP, a proposta de aprovação da transação. A submissão à DE deve ser precedida de apreciação pelo Comitê Técnico Estatutário de Investimentos e Desinvestimentos (CTE-ID).*

298. *Esse DIP, que instrui a aprovação do Portão 5 do projeto, deverá conter todos os elementos que caracterizam a transação e embasam as conclusões e propostas da Comissão de Alienação, tais como avaliação econômica, cláusulas e condições contratuais relevantes, mecanismos de ajuste de preço, informações de integridade levantadas sobre o comprador, e deverá apresentar o Mapa de Riscos final do projeto, explicitando para o decisor os planos de respostas a riscos implementados, os riscos residuais e os riscos que deverão ser assumidos para a realização do projeto de desinvestimento, demonstrando assim, a gestão de riscos feita ao longo do projeto.*

299. *Além disso, considerando a complexidade e relevância do desinvestimento, a área de Governança da Petrobras indicou, por ocasião de consulta quando da venda da Reman, com solução extensiva à SIX e à Lubnor, que a “autorização da transferência/aporte dos ativos na NewCo, bem como a alienação integral daquela participação societária devem ser submetidas ao CA”. Assim, após a apreciação do CTE-ID e da DE, a transação deverá ser, preliminarmente à celebração dos respectivos contratos, submetida à deliberação do Conselho de Administração (CA) da Petrobras.*

300. *A presente questão busca verificar se a negociação realizada resultou em uma proposta vantajosa para a Petrobras. Para tanto faz-se necessário examinar, além da condução dos procedimentos finais segundo a Sistemática, a adequação e a completude das informações de suporte apresentadas às instâncias decisórias da companhia.*

Adequação do momento para a venda

301. *Os acontecimentos de 2020 fizeram com que muitos potenciais investidores reavaliassem suas prioridades e posicionamentos, preterindo momentaneamente a assunção de riscos mais elevados, a fim de aguardar um restabelecimento e/ou estabilização dos comportamentos de mercado. Além disso, muitos tiveram sua liquidez afetada por esses eventos.*

302. *O momento se caracterizou por incertezas sem precedentes na economia mundial,*

especialmente no setor de energia, tornando, de certa forma, precárias quaisquer tentativas de previsão quanto à retomada – e aos níveis de atividade em que se dará essa retomada – no pós-pandemia. O fato de haver ainda, no 2º semestre de 2021, mesmo ante o progresso da vacinação em escala global, sob elevada incerteza quanto ao retorno à normalidade econômica, ratifica aquela caracterização.

303. *Isso deu ensejo a medidas adicionais de cautela na avaliação da continuidade de investimentos e desinvestimentos, como a análise da possibilidade de postergação dessa continuidade ao pós-pandemia, ponderando-se os potenciais ganhos (recuperação) de visão de valor, frente à eventual perda de oportunidade e, principalmente, frente aos eventuais impactos da frustração dos objetivos estratégicos que constituem os pressupostos do desinvestimento.*

304. *Esse tema, tratado em primeira oportunidade por ocasião da venda da Rlam, foi objeto de análise pormenorizada naquela fiscalização, e tem integral aplicação também à SIX, de modo que a análise e suas conclusões foram trazidas para este relatório sob o Apêndice C (tópicos C.3 e C.5, em especial).*

305. *Para tratar dos riscos atinentes a esse momento potencialmente adverso e considerá-los no processo de tomada de decisão, a Petrobras realizou análise complementar de riscos acerca do timing para a venda da SIX, 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.*

306. *Além disso, o Mapa de Riscos do processo tratou também dos riscos e das ameaças no cenário de insucesso do desinvestimento, ou seja, de manutenção do ativo em carteira, com os consequentes reflexos econômico-financeiros. A análise desses elementos foi objeto do DIP de aprovação do Portão 5, do qual trata o tópico seguinte.*

DIP de aprovação do Portão 5 (aprovação da transação pela Diretoria Executiva)

307. *Conforme registrado anteriormente, a submissão de aprovação do Portão 5 pela Diretoria Executiva foi consubstanciada no (omissis...). O relatório da Comissão de Alienação para o Portão 5 constituiu o Anexo 4 desse DIP.*

308. *O DIP apresenta, de início, uma atualização do desinvestimento quanto aos prazos ajustados com o CADE:*

Em junho/2019, a Petrobras e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) firmaram o Termo de Compromisso de Cessação de Prática (TCC) para o refino, com o objetivo de propiciar condições concorrenciais, incentivando a entrada de novos agentes econômicos no mercado de refino, bem como suspender e, caso cumpridas integralmente as obrigações nele previstas, arquivar, em relação à Petrobras, o Inquérito Administrativo existente. A principal obrigação assumida pela Petrobras foi a de executar a totalidade do Projeto Phil, considerando os seguintes prazos: (a) Teaser até 31/12/2019; (b) assinatura dos Contratos de Compra e Venda (CCVA) (Signing), inicialmente até 31/12/2020; (c) Fechamento das Operações (Closing) até 31/12/2021. Posteriormente, foram aprovados, pelo CADE e pela Petrobras, termos aditivos ao TCC, para a readequação dos prazos de Signing, de modo que, atualmente, o prazo para o cluster SIX é 31/10/2021.

Em 19/10/2021, a Petrobras enviou petição ao CADE para, dentre outros pontos, solicitar a postergação do prazo para realização do Signing do cluster SIX para 30/11/2021. Considerando que ao longo das interações com o CADE e Trustee de Monitoramento a Companhia logrou demonstrar que o processo já estava em fase avançada, a expectativa é de aquiescência quanto à postergação pretendida, que deverá ser implementada mediante assinatura de Termo Aditivo ao TCC.

(grifos nossos)

309. É igualmente relevante transcrever a reapresentação feita, no documento, da motivação estratégica do desinvestimento em refino, de um ponto de vista específico à SIX:

(...) as motivações dos movimentos de portfólio do refino consideraram:

(1) **manter a aderência com a orientação do CADE e com o TCC**, que prevê o desinvestimento da SIX. Destaca-se que esse Termo e seus aditivos posteriores visam promover uma dinâmica competitiva de preços alinhada à resolução número 9/2019 do Conselho Nacional de Política Energética (CNPE), que estabelece as diretrizes para o desinvestimento da Petrobras no segmento de refino. Portanto, **o desinvestimento em questão auxilia na adequação regulatória e pereniza o arquivamento de queixas contra a Petrobras junto ao CADE;**

(2) **busca pela melhor alocação de capital**, aumentando a participação em segmentos e ativos com maior vantagem competitiva e rentabilidade, conforme previsto no pilar estratégico de maximização do retorno sobre o capital empregado. Destaca-se que, **no PE 2021-2025, o desinvestimento do Projeto Phil foi mantido e a carteira aprovada para investimento no segmento de refino privilegiou a expansão da capacidade Petrobras em ofertar Diesel S10 nas refinarias remanescentes do sudeste**, a fim de otimizar os ativos de refino e focar na geração de valor por capital empregado (EVA), evitando manter em seu portfólio todos os ativos que sejam relevantes para o abastecimento de derivados, em território nacional, sem que tenham a melhor expectativa de geração de valor futuro por capital empregado. (omissis...); e

(3) **No contexto da gestão ativa de portfólio**, principal impulsionadora das parcerias e desinvestimentos, que visam melhorar a eficiência operacional, o retorno sobre o capital e a geração de caixa adicional para manutenção da dívida em patamar adequado, **a alienação do ativo está alinhada com o Plano de Desinvestimento desenhado para melhorar a percepção de risco da Petrobras**, com a consequente redução do custo de capital.

(grifos nossos)

310. Conforme registrado à seção anterior, na data estabelecida para o bid final, (omissis...) apresentou proposta, no valor firme de US\$ 33 milhões, mais parcelas de earn-out valoradas pela Petrobras em US\$ 8 milhões. O valor da nova proposta (omissis...). **A Comissão de Alienação verificou o atendimento de todos os requisitos da Process Letter e considerou vencedora do certame a proposta da Forbes & Manhattan**, com validade de 120 dias, contados a partir de 7/10/2021 (data da submissão do bid final). Ainda conforme a Process Letter, foi apresentada garantia financeira para o signing, na forma de caução real, (omissis...).

311. A apreciação prévia do CTE-ID foi encaminhada pelo (omissis...), constando sua manifestação do Anexo 8 do (omissis...). O CTE-ID recomendou a aprovação ((omissis...)), pela Diretoria Executiva, das proposições contidas no (omissis...) e reproduzidas no item 45 do (omissis...).

312. É relevante destacar, neste ponto, as providências adotadas ao longo do desenvolvimento do projeto para a tempestiva e gradual informação dos tomadores de decisão, conforme registra o (omissis...):

Dada a complexidade do Projeto, bem como sua sensibilidade, de forma a municiar os decisores, de modo gradativo, com as informações necessárias para que pudessem avaliar de forma detalhada e informada a transação em tela, **foram realizadas apresentações prévias, de cunho informativo**, tanto em reuniões do Comitê Técnico Estatutário de Investimentos e Desinvestimento (CTE-ID), quanto nas reuniões da Diretoria Executiva (DE) e do Conselho de Administração (CA). As datas das reuniões prévias e para deliberação estão apresentadas a seguir:

CTE-ID - 28/09/2021 (apresentação geral do Projeto, incluindo condições contratuais);

CTE-ID – 19/10/2021 (apresentação de informações adicionais sobre propostas, valuations interno e externos e pareceres);

CTE-ID – 26/10/2021 (apresentação “definitiva”);

DE - 24/09/2021 (apresentação geral do Projeto, incluindo condições contratuais);

DE – 21/10/2021 (apresentação de informações adicionais sobre propostas, valuations interno e externos e pareceres);

DE – 01/11/2021 (apresentação “definitiva”);

CA - 29/09/2021 (apresentação geral do Projeto, incluindo condições contratuais);

CA - 27/10/2021 (apresentação de informações adicionais sobre propostas, valuations interno e externos e pareceres);

COINV – 10/11/2021 (apresentação “definitiva”); e

CA – 11/11/2021 (apresentação “definitiva”).

313. *A aprovação da transação pelo CA ocorreu em 11/11/2021, com a subsequente assinatura do CCVA com a Forbes & Manhattan Resources Inc. (F&M Resources), subsidiária integral da Forbes & Manhattan Inc. (F&M), conforme comunicados publicados pela Petrobras em seu sítio eletrônico de relações com investidores, na mesma data. O valor da venda, como dito, foi de US\$ 33 milhões, sendo (i) US\$ 3 milhões pagos na mesma data da assinatura do contrato, a título de caução, e (ii) US\$ 30 milhões a serem pagos no fechamento (closing) da operação, sujeito a ajustes previstos no contrato, mais os pagamentos contingentes (earn out), na forma avençada (US\$ 8 milhões, conforme valoração no cenário Base do Caso Proposto do PE 2021-2025).*

314. *O DIP de Portão 5, acompanhado de 8 Anexos, consignou todo o conjunto de informações atinentes às proposições da Comissão de Alienação e à proposta de aprovação da transação.*

315. *Além das informações já detidamente abordadas em outros pontos deste relatório, tais como a avaliação econômico-financeira interna – apresentando todo o seu histórico de elaboração, atualizações e ajustes, além de destacar as principais premissas e fatores de impacto –, os estudos e pareceres adicionais a respeito de premissas e metodologia, a estimativa de incerteza do valor da SIX (VPL estocástico), as fairness opinions – com a devida análise comparativa de visões de valor –, as alterações contratuais negociadas, os procedimentos de Bid final, o DIP conteve informação sobre os trabalhos de acompanhamento realizados pela CGU e pelo TCU (destacando as providências adotadas, como a análise sobre o timing da alienação), pareceres corporativos, jurídicos e de conformidade, e as análises de riscos atualizadas. Foi apresentada, ainda, uma síntese do impacto do desinvestimento da SIX na Petrobras, cujo conteúdo consta do Apêndice E (tópico E.3) deste relatório.*

316. *Convém ressaltar que, complementarmente ao Mapa de Riscos do projeto, regularmente atualizado em todas as etapas em consonância com a Sistemática, o DIP trouxe uma análise complementar de riscos acerca do timing para a venda. O relatório e o Mapa de Riscos completo foram emitidos em 11/10/2021 e constaram do Anexo 11.2 do relatório da Comissão de Alienação (Anexo 4 do DIP de Portão 5); a análise complementar relativa ao timing da venda constou do Anexo 11.4 do relatório da Comissão de Alienação.*

317. *(omissis...).*

318. *Quanto à análise complementar de riscos acerca do timing para a venda, realizada "com o objetivo de (omissis...).*

319. *(omissis...):*

(omissis...). (grifo nosso)

320. *Conforme o DIP de Portão 5, considerando o balanço entre as ameaças e oportunidades mapeadas, concluiu-se que o timing da venda é adequado.*

321. *(omissis...):*

(omissis...)

322. Durante os procedimentos de reavaliação do GRI, foram buscados “esclarecimentos acerca das mídias adversas identificadas durante o procedimento de DDI”. Nesse âmbito, as pesquisas sobre mídias negativas relacionadas à Forbes & Manhattan levaram ao conhecimento de processos no TCU com menção àquela empresa (TC 014.395/2011-8 e TC 004.996/2018-6). A questão foi diligenciada e analisada pela Petrobras (vide detalhamento no Apêndice E, tópico E.2), que concluiu não haver providências adicionais a serem tomadas e que não apresentam impeditivos à contratação com a F&M.

323. Em vista de todo o exposto ao longo do DIP de Portão 5, em especial quanto aos aspectos estratégicos do desinvestimento, detalhados em seção própria do DIP e no relatório da Comissão de Alienação (Anexo 3 do DIP), o documento repisa, ao final:

A transação envolvendo o cluster SIX está alinhada à estratégia de “Atuar de forma competitiva nas atividades de refino, com ativos focados na proximidade da oferta de óleo e do mercado consumidor”.

O desinvestimento do cluster SIX se justifica pela: (1) aderência [à] estratégia da Petrobras, pois o desinvestimento está previsto no TCC do CADE - órgão regulador; (2) o ativo tem pouca integração com o portfólio previsto para ser mantido em longo prazo e apresenta menores perspectivas de crescimento sustentável (3) sua venda está alinhada com o Plano de Desinvestimento desenhado para auxiliar na manutenção da dívida da Companhia em patamar adequado e melhorar a percepção de risco da Petrobras, com a consequente redução do custo de capital. (grifos nossos)

324. Quanto à evidenciação do valor da transação proposta para a Petrobras, merece reprodução a sumarização feita nas considerações finais:

O valor a ser pago, nas condições apresentadas, encontra-se acima de todos os cenários corporativos do Caso Proposto sobre o PE 2021-2025 e acima da estimativa do Caso Proposto, no Cenário Base, com as premissas do PE 2022-2026. As instituições financeiras contratadas para emissão de Fairness Opinion (parecer emitido por consultoria independente sobre o valor justo da transação) consideram o valor da transação justo. (grifos nossos)

325. Assim, em conclusão (conforme o Relatório da Comissão de Alienação para o Portão 5, Anexo 4 do (omissis...):

A Comissão de Alienação, com base nas análises apresentadas no seu Relatório (Anexo 4 deste DIP), considera que os termos finais dos contratos e da transação atendem aos interesses e são satisfatórios para a Petrobras, nos termos da Sistemática para Desinvestimentos, e, sendo assim, recomenda o prosseguimento do processo para a aprovação das instâncias competentes, com o respectivo encaminhamento do teor de seu Relatório (...) para tais instâncias, e que o decisor considere a análise conjunta do pacote de informações e documentos produzidos para essa etapa no processo de tomada de decisão. (grifos nossos)

Deliberação do Conselho de Administração da Petrobras sobre a alienação da SIX

326. A submissão de pauta ao Conselho de Administração (CA) da Petrobras é instruída por um Resumo Executivo – que pode ser acompanhado de documentos complementares, quando necessário – que contém as informações relevantes para a deliberação e deve ser distribuído aos membros do Conselho com pelo menos uma semana de antecedência à respectiva reunião do CA.

327. O **Resumo Executivo referente à SIX** ((omissis...)) apresentou um plexo de informações similar ao contido no (omissis...) (Portão 5) – contendo, portanto, todas as informações de relevo à tomada de decisão produzidas no processo de desinvestimento e aqui relatadas e analisadas.

328. A reunião do CA que deliberou sobre a alienação da SIX foi realizada em 11/11/2021 ((omissis...)), e aprovou, por maioria, a pauta proposta, nos termos do Resumo Executivo.

329. O Resumo Executivo e a certidão da reunião do CA foram disponibilizados pela Petrobras

dentro dos procedimentos usuais do acompanhamento.

Análise da Seinfra Petrôleo

330. *O exame da documentação apresentada pela Petrobras quanto à instrução, nos termos da Sistemática, dos Portões 4 e 5 do projeto de desinvestimento, no que tange à SIX, permitiu inferir a regularidade dos procedimentos adotados, bem como, em vista dos quesitos até aqui relatados e analisados, e, em especial, do conteúdo do DIP de aprovação do Portão 5, a adequação e suficiência na constituição do pacote de informações e documentos de suporte à decisão.*

331. *Foram abordados, na pauta do DIP de Portão 5, todos os aspectos relevantes da transação. Foram incorporados, ademais, elementos adicionais aos previstos na Sistemática, em compatibilidade com as especificidades do caso concreto, de modo a conferir maior robustez e segurança, tanto ao aspecto procedimental quanto ao decisório.*

332. *É válido afirmar, portanto, considerando a complexidade que envolve a decisão de venda de um ativo, que **não foram encontrados indícios de que não tenham sido providos às instâncias competentes da companhia os subsídios para uma tomada de decisão devidamente informada.***

333. *Importa reiterar, nesse sentido, que as proposições levadas aos tomadores de decisão foram fundamentadas, cabendo destacar, do plexo de razões que recomendaram a decisão pela venda da SIX, o alinhamento aos objetivos estratégicos da companhia e o cumprimento do ajuste firmado com o órgão de defesa concorrencial.*

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

335. *Além disso, em virtude do contexto atípico em que boa parte do processo transcorreu, devido à pandemia mundial de Covid-19, foi empreendida reflexão acerca da oportunidade para a venda, com base em dados mercadológicos e análise de riscos, sopesando-se a alternativa de postergação. Desse exame, concluiu-se em favor da continuidade do projeto.*

336. *Ante todo o exposto, conclui-se que **não há indícios de que a negociação realizada não tenha resultado em uma proposta** – e, conseqüentemente, em uma transação – **vantajosa para a Petrobras.***

III.8. Informações adicionais / Processos e medidas correlatas

337. *A título informativo, cabe registrar aqui os processos e medidas correlatas à fiscalização ora relatada, correlacionando-os, onde couber, com o exame realizado.*

Denúncia (TC 003.880/2022-2)

338. *O processo TC 003.880/2022-2 cuidou de denúncia a respeito de possíveis irregularidades relacionadas à alienação da SIX, em vista de suposto vazamento de informações confidenciais que poderiam favorecer o comprador, e, por conseguinte, acarretar prejuízos econômicos à Petrobras.*

339. *O exame de admissibilidade apontou para o não conhecimento da denúncia, por não atender aos requisitos de admissibilidade previstos nos arts. 234 e 235, do Regimento Interno/TCU, c/c o art. 53, da Lei 8.443, de 16/7/1992, e no art. 103, § 1º, in fine, da Resolução – TCU 259/2014, haja vista não estar acompanhada de indícios concernentes à irregularidade ou ilegalidade.*

340. *Nada obstante a inadmissibilidade, foram apresentadas, em seção própria da instrução do feito, informações adicionais acerca das razões que sustentaram a conclusão pela carência de indícios de irregularidades na denúncia, além de esclarecimentos quanto ao tratamento que vem sendo dado*

ao assunto em processos específicos deste Tribunal.

341. O processo foi objeto de deliberação em 20/4/2022, por meio do Acórdão 841/2022-TCU-Plenário, relatado pelo Ministro Walton Alencar Rodrigues, em que, acolhendo as proposições da análise técnica, decidiu-se por não conhecer da denúncia, apensando aqueles autos aos presentes.

IV. CONCLUSÃO

342. É importante retomar, inicialmente, consoante as informações e argumentos expostos na contextualização do desinvestimento (seção II, Visão Geral do Objeto), que a presente fiscalização parte do pressuposto do necessário desinvestimento em refino pela Petrobras, na forma ajustada com o Cade. Não se pode olvidar, todavia, que essa venda somente pode ocorrer a preços razoáveis e com a estrita observância das normas aplicáveis.

343. A principal referência normativa para o processo de desinvestimento é a “Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras”, norma interna da Petrobras que trata da metodologia para alienação de empresas e ativos. A Sistemática prevê a execução do projeto de desinvestimento em três fases – estruturação, desenvolvimento e encerramento –, e demarca em cinco “portões” as instâncias de aprovação das etapas mais relevantes do processo pela Diretoria Executiva ou outro órgão colegiado competente.

344. Além da Sistemática, considerou-se também, para verificar se a atuação dos responsáveis no processo de desinvestimento foi legal e legítima, o disposto nos art. 153 e 154 da Lei 6.404/1976 (Lei das S.A.), traduzido como o “dever de diligência”, também esperado dos administradores públicos e de sociedades de economia mista, e que contempla diversos componentes que consideram a complexidade dos processos de governança e cadeias decisórias dessas organizações. Por fim, mas não menos importante, tomou-se em consideração também o “dever de lealdade”, igualmente previsto na Lei das S.A.

345. A execução do projeto, quanto aos ativos integrantes da (omissis...) do Projeto Phil, de que faz parte a SIX, foi acompanhada até o Portão 2 no processo TC 009.508/2019-8 (acompanhamento geral da Carteira de Desinvestimentos da Petrobras no biênio 2019-2020). Naqueles autos, verificou-se que a condução do desinvestimento, até o referido marco, teve adequado grau de aderência aos procedimentos ditados pela Sistemática.

346. Este processo, por sua vez, tem como escopo o acompanhamento relativo aos Portões 3, 4 e 5 dos ativos da (omissis...) do Projeto Phil, abarcando as etapas de proposta vinculante e de negociação – sendo que o presente relatório se refere, especificamente, à SIX. Não fazem parte do escopo da presente fiscalização o carve out e o closing do projeto.

347. Foram formuladas sete questões de auditoria para o tratamento dos riscos identificados através da análise dos documentos disponibilizados e das reuniões realizadas. Os procedimentos e análises realizados quanto a cada uma dessas questões, assim como as conclusões obtidas, foram detalhados às seções III.1 a III.7 deste relatório.

348. A Questão 1, objeto da seção III.1, buscou verificar se os procedimentos adotados pela Petrobras na fase de propostas não vinculantes (após o Portão 2) tiveram adequado grau de aderência às prescrições da Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras.

349. A Questão 2, objeto da seção III.2, buscou verificar se a Petrobras tomou as providências necessárias para que os proponentes tivessem acesso às informações necessárias para a elaboração de propostas vinculantes compatíveis com o valor entendido pela Petrobras como justo para o ativo.

350. A Questão 3, objeto da seção III.3, buscou verificar se o valor que servirá de critério para verificar se a proposta é vantajosa para a Petrobras foi adequadamente estabelecido.

351. *A Questão 4, objeto da seção III.4, buscou verificar se as possíveis discrepâncias entre as avaliações externas e as avaliações internas foram adequadamente tratadas pela Petrobras.*

352. *A Questão 5, objeto da seção III.5, buscou verificar se a seleção da proposta vinculante para negociação foi feita de forma adequada.*

353. *A Questão 6, objeto da seção III.6, buscou verificar se o objeto foi alterado na negociação.*

354. *A Questão 7, objeto da seção III.7, buscou verificar se a negociação realizada resultou em uma proposta vantajosa para a Petrobras.*

355. *As respostas a todas as questões de auditoria foram satisfatoriamente positivas, considerando as limitações inerentes aos procedimentos aplicados e o escopo e não escopo dos trabalhos, e **permitiram consolidar opiniões conclusivas quanto a quatro aspectos fundamentais do processo de desinvestimento da SIX:***

*a) **Sobre o cumprimento da sistemática de desinvestimento da Petrobras:** 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;*

*b) **Da adequação do preço ofertado para a venda da SIX:** 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;*

*c) **Da adequação da venda durante a pandemia da Covid-19:** analisa se o momento da oferta do ativo, durante a pandemia da Covid-19, seria adequado para a consumação da venda;*

*d) **Do processo decisório para a venda da SIX:** 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.*

IV.1. Sobre o cumprimento da Sistemática de Desinvestimentos da Petrobras

356. *Verificou-se ao longo desse acompanhamento que a Petrobras vem cumprindo adequadamente a própria sistemática de desinvestimento, as leis que norteiam esse procedimento (Lei das Estatais e Lei das Sociedades Anônimas) e os princípios constitucionais que estabelecem as diretrizes gerais sobre as condutas de entidades sobre o controle do Estado.*

357. *Conforme comentado, em 2017, em decorrência de fiscalização desta Corte de Contas, por meio do supracitado Acórdão 442/2017-TCU-Plenário, houve reformulação total da Sistemática então vigente na Petrobras. As mudanças ocorreram com o objetivo de adequar os procedimentos da estatal para venda de ativos aos princípios constitucionais da transparência, publicidade, isonomia, moralidade, entre outros e garantiram avanços que permitiram a rastreabilidade dos atos praticados, procedimentos abertos e mais competitivos, bem como melhorias no processo decisório, entre outros.*

358. *A Petrobras, dessa forma, tem disponibilizado, nos termos estabelecidos pelo indigitado Acórdão 477/2019-TCU-Plenário, regularmente e tempestivamente ao TCU informações relacionadas a todos os processos de desinvestimentos, em suas passagens pelos diversos portões decisórios. Tal atendimento, para o biênio 2019-2020, foi cumprido no âmbito do TC 009.508/2019-8, de relatoria do Ministro Walton de Alencar Rodrigues, e, no atual biênio 2021-2022, está sendo empreendido no bojo do TC 016.559/2021-5, de relatoria do Ministro Augusto Nardes.*

359. *Em relação aos desinvestimentos do refino, por haver processos específicos, autuados por autorização expressa do Acórdão 1.177/2020-TCU-Plenário, além da disponibilização sistemática dos documentos referentes às passagens dos portões, a Petrobras encaminha, quando diligenciada por esta Unidade Técnica, no mesmo ambiente seguro (plataforma iDeals), informações e documentos adicionais, dando total transparência de todo o processo a este órgão de controle.*

360. *Nesse ponto, cabe registrar que as equipes técnicas da Petrobras disponibilizaram tempestivamente todas as informações requeridas por esta SeinfraPetróleo, tanto por meio da produção e apresentação de documentos e estudos, como por meio da realização de reuniões por videoconferência para esclarecimento de dúvidas ou apresentação de questões mais complexas. Aqui, registra-se a existência de grande quantidade de documentos disponibilizados no sistema iDeals pela Petrobras ao TCU, resultado do encaminhamento sistemático determinado pelo Tribunal, do encaminhamento espontâneo de informações por parte da equipe da Petrobras e das respostas a diligências e indagações realizadas pelos auditores do TCU; bem como a realização de dezenas de reuniões entre técnicos da Petrobras e auditores deste Tribunal sobre os desinvestimentos no refino.*

361. *Sobre a transparência, isonomia, publicidade e competitividade do certame, verificou-se que foram convidadas diretamente a participar da licitação (omissis...) empresas, definidas com o apoio do assessor financeiro como potenciais compradoras para a SIX, por meio de teasers. Além disso, com a publicação do teaser no portal da Petrobras, empresas não convidadas diretamente puderam manifestar seu interesse em participar do processo de compra dos ativos e apresentar propostas, sendo, portanto, o processo transparente e com a devida publicidade, no qual buscou-se o maior número de interessados.*

362. *Verificou-se ainda que 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.*

363. *Após ampla divulgação e possibilidade para participação de todos interessados, foram assinados, para a alienação da SIX, (omissis...) acordos de confidencialidade (NDA - Non-Disclosure Agreement), e apresentadas (omissis...) propostas não-vinculantes (NBO - Non Binding Offer) e (omissis...) propostas vinculantes (BO - Binding Offer).*

364. *Seguindo a Sistemática, a Petrobras negociou com a proponente da melhor oferta vinculante – a empresa Forbes & Manhattan – e, em razão das alterações de algumas condições jurídicas e econômicas decorrentes dessa negociação, submeteu, em novo procedimento de licitação, as condições alteradas de venda às duas participantes da fase vinculante, de forma a garantir isonomia nas condições ofertadas e possibilidade de propostas mais vantajosas à Petrobras pela SIX.*

365. *Esta segunda submissão finalizou-se em 7/10/2021 e obteve como melhor proposta a oferta final da Forbes & Manhattan, no valor de US\$ 33 milhões, mais parcelas de pagamento contingente (earn-out) valoradas em US\$ 8 milhões. A transação foi aprovada pela Diretoria Executiva em 4/11/2021 e pelo Conselho de Administração em 11/11/2021, com a assinatura do contrato na mesma data.*

366. *Vale registrar que o cronograma da licitação foi por diversas vezes revisado e dilatado em virtude, principalmente, das restrições subjacentes à pandemia, de modo que igualmente tiveram de ser renegociados os prazos inicialmente avençados no TCC firmado com o Cade. Com o último termo aditivo celebrado ao TCC, o prazo para o signing do cluster SIX ficou definido para 31/10/2021, havendo petição de prorrogação para 30/11/2021 pendente de apreciação pelo Cade na data de aprovação pela DE (a petição permanece aguardando apreciação no presente). Importa salientar, ainda, que, por força do edital (Process Letter), o contrato deveria ser assinado no prazo máximo de 120 dias contados da data de submissão da proposta final, sob pena de a proponente vencedora ser*

desobrigada a honrar a oferta realizada.

367. *Isso posto, concluiu-se que a Petrobras vem seguindo adequadamente sua sistemática de desinvestimentos no âmbito do processo de alienação da SIX.*

IV.2. Da adequação do preço ofertado para a venda da SIX

368. *Parte relevante da análise empreendida nesta 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 SIX.*

369. *Sobre isso, vale registrar que a Petrobras realizou diversos estudos em distintos momentos durante o processo de desinvestimento para identificar qual seria o valor da SIX e seus ativos associados para a Petrobras, considerando os três cenários corporativos de seu plano estratégico – Resiliência, Base e Crescimento. Essas avaliações internas da Petrobras ocorreram sob a ótica vendedora, isto é, estimando qual o potencial de geração de caixa dos ativos ofertados para a própria estatal, considerando suas sinergias, riscos próprios, desvantagens ou vantagens dentro do sistema Petrobras.*

370. *A utilização dos cenários corporativos na elaboração do valuation interno decorre expressamente da Sistemática de Desinvestimentos. Os cenários são produzidos com as projeções da empresa para as principais premissas que afetam o valor dos ativos de refino em geral, quais sejam, (omissis...).*

371. *Nada obstante, conforme exposto na seção III.3, entende-se que a Petrobras deve utilizar como o principal parâmetro norteador da decisão sobre a venda o resultado de valuation no 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).*

372. *Disso decorre a ênfase dada pela fiscalização à verificação de razoabilidade e consistência das premissas e parâmetros utilizados, especialmente em se considerando a transição entre planos estratégicos com significativas diferenças durante o desenvolvimento do projeto de desinvestimento. Dessas análises, em que não se constatarem razões para disputar as variáveis utilizadas, se ocupa a retrocitada seção III.3 do relatório, complementada em pormenores pelo Apêndice C.*

373. *Adicionalmente, tendo como foco o cenário Base, a equipe de auditoria analisou a planilha utilizada para calcular o fluxo de caixa descontado do ativo, que resulta em seu valor para a empresa, verificando em algum grau as premissas, dados de entrada, lógica, consistência e fórmulas matemáticas que compõem a planilha. Nessa análise, destaca-se a limitação de escopo da fiscalização, tendo em vista a extrema complexidade do objeto, a existência de centenas de variáveis de entrada e fórmulas matemáticas, projeções, e interrelações dessas inúmeras variáveis. Por isso, a avaliação realizada dessa planilha foi seletiva em algumas variáveis relevantes e fórmulas, alcançou alguns dados de entrada, mormente os mais relevantes e impactantes, não se podendo, contudo, atestar a completa correção da planilha. Dentro desse escopo limitado, inerente a um procedimento de auditoria, não se encontraram irregularidades.*

374. *Outro aspecto importante reside na devida consideração das características e especificidades do ativo para a estimação de seu valor econômico. Para tanto, na última versão do valuation interno da SIX, foram consideradas duas visões de valor distintas para a unidade: a visão Caso PE Ajustado, que utiliza as premissas do PE 2021-2025 e uma (omissis...) que o valor presente da SIX é maximizado, e uma visão mais específica, denominada Caso Proposto, que incorpora características adicionais importantes da transação delineada, quais sejam: (omissis...).*

375. *As premissas de maior impacto na valoração da SIX, em ambas as visões de valor, são ((omissis...)). O principal diferencial entre o Caso Proposto e o Caso PE Ajustado reside nesta última premissa, tendo o Caso Proposto refletido uma (omissis...), vez que se planeja implementar um melhor aproveitamento desse insumo residual dentro do próprio parque de refino da Petrobras.*

376. *A avaliação interna da SIX sofreu uma atualização ao longo do processo, todavia mantendo-se a referência no plano estratégico 2021-2025 da Petrobras. O ajuste do valuation de acordo com o conjunto mais recente de premissas específicas à SIX é importante para que se tenha referências de valor devidamente alicerçadas no contexto econômico e de visões de futuro que possui a companhia no momento de tomada de decisão final acerca do desinvestimento.*

377. *((omissis...)).*

378. *Quanto ao horizonte operacional, as avaliações técnicas efetuadas pela área competente da SIX (omissis...). Tais possibilidades foram avaliadas pela Petrobras, sopesando-se as implicações e desafios de cada alternativa. Concluiu-se, ao cabo, que expandir a área atual de mineração não teria aderência aos pilares estratégicos atuais da Petrobras, sobremaneira em vista das tendências energéticas atuais. Assim, com base nos estudos realizados, (omissis...).*

379. *Com relação às projeções de disponibilização de borra oleosa à SIX, os estudos realizados pela Petrobras indicaram que a entrada em operação de uma Unidade de Recuperação de Óleo (URO), na REVAP, atenderia a todo o parque de refino e traria uma otimização dos seus resultados econômicos. A implantação dessa URO ocorreria (omissis...), com gradual incremento de produção, atingindo seu potencial em 2028, de modo a reduzir sensivelmente a oferta de borra à SIX (omissis...).*

380. *((omissis...)).*

381. *A tabela a seguir apresenta as avaliações internas realizadas e os respectivos resultados:*

Tabela 9 – Avaliações internas da SIX, considerando o Caso Proposto (US\$ milhões)*

SIX				
Equity Value	Data	Cenários corporativos		
		Resiliência	Base	Crescimento
RIPAEF – PE 2020-2024	17/1/2020	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
RIAEF – PE 2021-2025	19/11/2020	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
Atualização final do RIAEF – PE 2021-2025	6/10/2021	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
Sensibilidade ao PE 2022-2026	6/10/2021	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: (omissis...)

** O Caso Proposto veio a ser indicado apenas no RIAEF.*

382. *((omissis...)).*

383. *((omissis...)).*

384. *((omissis...)).*

385. *Ainda sobre o tema, observa-se que nos estudos econômico-financeiros para a realização de concessões, PPPs e privatizações, o TCU exige a estipulação de avaliação de mercado do ativo ofertado para estabelecimento de preços mínimos, que, se não atingidos, terão o condão de frustrar o procedimento de venda. Isso porque entende-se que bens públicos devem contar com proteções contra a existência de eventuais cartéis, acordos privados ou insuficiente competição, de forma a salvaguardar o erário e impedir vendas por valores baixos.*

386. *Enfatiza-se, no entanto, que a formulação desses estudos para estabelecimento de preço mínimo é realizada sempre sobre a ótica de mercado, ou seja, do ponto de vista do comprador e não da ótica do Estado, vendedor. Essas avaliações de mercado não consideram as particularidades do vendedor, vantagens ou desvantagens de sinergia ou competição, para sua formulação de valor, mas sim as variáveis de mercado e da indústria em particular, considerando as especificidades do ativo vendido. Portanto, não se assemelha à avaliação interna feita pela Petrobras.*

387. *Com relação às avaliações de mercado, do ponto de vista do comprador, a Petrobras contrata consultorias ou empresas especializadas no setor para a precificação do ativo. No caso concreto da SIX, foram contratadas três instituições conceituadas para a realização de valuation report e fairness opinion. A Tabela 10, abaixo, mostra o valor de mercado estimado por essas instituições (considerando, quando calculado por mais de uma metodologia e/ou cenário, aqueles mais próximos da metodologia e cenário Base da Petrobras).*

Tabela 10 – Avaliações externas da SIX, na visão comprador (US\$ milhões)

<i>Valuation externo</i>	<i>Data</i>	<i>Faixa de valor</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>

Fonte: elaboração própria, com base na documentação fornecida pela Petrobras

** Não considerou as premissas do Caso Proposto atualizado (omissis...).*

388. *Como se percebe, o valor ofertado pela SIX ficou bastante acima da faixa de valor das avaliações externas mais recentes, que contemplaram as características específicas mais recentes e ajustadas ao ativo. Quanto ao valuation report emitido em outubro/2020, este acabou tendo sua validade comparativa prejudicada pelas posteriores alterações em premissas de forte relevância para a SIX, conforme se expôs acima e à seção III.3.*

389. *Verificou-se na presente fiscalização algumas das variáveis utilizadas nos valuations externos e interno elaborados e não se encontrou discrepâncias que merecessem ressalva.*

390. *Por todo o exposto, concluiu-se que o valor ofertado pela SIX está acima da faixa de valores das mais recentes avaliações externas contratadas, sob o ponto de vista de mercado, bem como acima da faixa de valores formada pelos cenários corporativos do Caso Proposto do PE 2021-2025, e acima do valor no cenário Base do Caso Proposto sensibilizado às premissas de preço do PE 2022-2026, não cabendo opor objeções à venda da refinaria em razão do valor da oferta.*

IV.3. Da adequação da venda durante a pandemia da Covid-19

391. *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.*

392. *Esses eventos incidiram, primeiramente, no processo de alienação da Rlam, precedente à SIX. Por essa razão, as equipes de fiscalização do TCU e da CGU realizaram, no acompanhamento daquele processo, inquirições à Petrobras sobre a continuidade dos desinvestimentos no cenário calamitoso da pandemia de Covid-19.*

393. *Na ocasião, a Petrobras apresentou suas justificativas, esclarecendo que, em conjunto com o assessor financeiro contratado para o projeto (Citibank), 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 prosseguiram em alta mesmo*

naquele contexto. Foram objeto de análise, também, o andamento específico do processo de desinvestimento de cada cluster do projeto Phil, com o propósito de compatibilizá-los com as restrições de movimentação de pessoas decorrente da pandemia.

394. Além disso, arguiu-se que 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.

395. Para abarcar esse quesito da tomada de decisão, a Petrobras decidiu realizar, para cada cluster, 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. (omissis...).

396. Importa aduzir que o Mapa de Riscos do processo tratou também dos riscos e ameaças no cenário de insucesso do desinvestimento, ou seja, de manutenção do ativo em carteira, e que nesse cenário não foi identificado nenhum risco de severidade alta ou muito alta.

397. Contrapondo as ameaças e as oportunidades mapeadas, e considerando os aspectos econômico-financeiros e estratégicos da transação, a Petrobras concluiu pela adequação do timing da venda.

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

IV.4. Do processo decisório para a venda da SIX

399. Outro ponto a que se dedicou especial atenção no acompanhamento realizado foi a qualidade do processo decisório. 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.

400. Além do pacote de informações e documentos já previstos na Sistemática, que, regra geral, por si já permitiria a adequada tomada de decisão, buscou-se verificar se foram adotadas medidas adicionais em face das especificidades e características intrínsecas do negócio (e do ativo), sobretudo daqueles pontos em que se visualizou algum risco ou incerteza não tratada pela regra geral.

401. Assim foi que, da interação com os trabalhos realizados pela CGU e por esta SeinfraPetróleo, a Petrobras lançou mão de diversos procedimentos adicionais – tendo já internalizado alguns, inclusive, em sua Sistemática de Desinvestimentos, por meio da oitava revisão –, destinados a sanar as dúvidas lançadas e a examinar pontos de incerteza, confirmando ou retificando aspectos do processo.

402. Esse proceder foi refletido nos esclarecimentos prestados no atendimento às diligências, nos esforços dedicados ao processo de avaliação econômico-financeira – com a justificação das premissas mais relevantes, tanto inicialmente quanto nos momentos em que foi necessário revisá-las ou atualizá-las –, nos estudos e pareceres externos acerca da consistência dessas premissas e da metodologia aplicada, e, por fim, no exame e apresentação às instâncias decisórias da companhia, por meio do pacote de suporte à aprovação de Portão 5 (concretização do desinvestimento e

subsequente assinatura dos contratos da transação, conforme previsto na Sistemática), de todos os aspectos relevantes ao projeto, e, portanto, à tomada de decisão.

403. O acompanhamento realizado também procurou verificar a devida contemporização das etapas do projeto, com atenção a alterações de cronograma e respectivas justificativas, bem como quanto à periódica atualização de informações aos gestores e aos prazos estimados para as tomadas de decisão.

404. Cabe destacar que a tomada de decisão de venda de um ativo como a SIX é de grande complexidade, e não se resume a uma simples comparação entre o valor proposto e o valor desejado ou o valor de mercado. Esses são fatores de relevo, mas que figuram lado a lado com outros de igual importância, como os aspectos estratégicos e de riscos avaliados pela companhia desde a decisão que colocou os ativos em processo de desinvestimento.

405. 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, substanciados 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.

406. 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 e a limitação à emissão de gases poluentes na atmosfera, exige que a empresa busque a máxima eficiência na alocação de seu capital, em especial de investimentos, buscando – por exemplo – a focalização de investimentos priorizados, como no caso do Pré-Sal; essa mesma tendência, ademais, coloca sob elevada incerteza o nível de atratividade futura de ativos de refino e correlatos, chamando atenção para os riscos que envolvem eventual perda de oportunidades presentes (além do evidente custo de oportunidade, referente ao valor da transação no tempo).

407. 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 pela DE e CA e a assinatura do contrato.

408. Assim, de todo o exame realizado, **concluiu-se que os procedimentos seguidos e a constituição do pacote de informações e documentos de suporte à decisão foram adequados e suficientes para que a tomada de decisão pelas instâncias competentes da Petrobras fosse devidamente fundamentada e informada.**

IV.5. Considerações finais

409. Diante de todo o exposto, com base no escopo definido, nas limitações, e nas análises e testes aplicados no presente acompanhamento para aferir a aderência dos procedimentos e dos processos decisórios à Sistemática de Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras, **propõe-se considerar que a Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) atendeu, sob ponto de vista formal, à referida Sistemática, relativamente ao processo de desinvestimento da Unidade de Industrialização do Xisto (SIX), no âmbito do Projeto Phil – (omissis...), não tendo sido 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.**

410. Propõe-se, por fim, considerando a manifestação fundamentada da Petrobras (peças 66 e 67) com relação à classificação de sigilo da informação, lastreada no art. 8º, § 3º, inciso III, c/c art.

11, inciso III, da Resolução-TCU 294/2018, no sentido de que seja dado tratamento confidencial aos trechos e informações por ela indicados, seja tornada pública a versão do presente relatório em que tais informações foram substituídas por omissis (peça 70), mantendo-se a incidência de sigilo sobre o presente relatório, sem omissões.

V. VOLUME DE RECURSOS FISCALIZADOS E BENEFÍCIOS DO CONTROLE

411. O Volume de Recursos Fiscalizados (VRF), nos processos de fiscalização deste Tribunal, tem seus critérios para cálculo e registro determinados pela Portaria-TCU 222/2003. De acordo com a segunda parte do item 1.2 do Anexo I da Portaria TCU 222/2003, “tendo havido adjudicação para uma empresa, o VRF será o valor da proposta vencedora”.

412. Desse modo, o VRF da fiscalização ora relatada, estimado na forma proposta, omissis... – os quais, convertidos para a moeda corrente nacional ao câmbio do dia 11/11/2021, data de assinatura do contrato de compra e venda, omissis... (taxa de câmbio PTAX/Banco Central, cotação de venda a R\$ 5,4171).

413. Importa aduzir que este valor se refere somente ao acompanhamento relativo à SIX, e não ao processo como um todo, que deverá ser atualizado conforme forem concluídos os desinvestimentos das demais refinarias da omissis... do Projeto Phil.

414. A atual sistemática de quantificação e registro sobre os benefícios das ações de controle externo está regulamentada pela Portaria-Segecex 17/2015. Neste processo, os benefícios potenciais estimados deste acompanhamento relacionam-se, em especial, além da manutenção da expectativa de controle gerada pela atuação continuada desta Corte de Contas, à melhoria do processo decisório da Petrobras, com a oferta de melhores informações às suas instâncias decisórias, bem como ao aumento da transparência e à maior garantia de que a tomada de decisão ocorra no melhor interesse da companhia.

VI. PROPOSTA DE ENCAMINHAMENTO

415. Ante todo o exposto, submetem-se os autos à consideração superior, para posterior envio ao Gabinete do Ministro Walton Alencar Rodrigues, propondo:

415.1. Com fulcro art. 241, inciso II, do Regimento Interno do TCU, e em atenção aos Acórdãos 442/2017-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro José Múcio Monteiro, 477/2019-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro Aroldo Cedraz, e 1.177/2020, de relatoria do Ministro Walton Alencar Rodrigues, considerar que a Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) atendeu, sob ponto de vista formal, aos ditames da Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras, relativamente ao processo de desinvestimento da Unidade de Industrialização do Xisto (SIX), no âmbito do Projeto Phil, omissis..., não tendo sido 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;

415.2. Tornar público o relatório de peça 70 com as omissões dos trechos cuja informação foi classificada como confidencial pela Petrobras, com fundamento no art. 8º, § 3º, inciso III, c/c art. 11, inciso III, da Resolução-TCU 294/2018, e manter o sigilo do presente relatório em sua versão completa, sem omissões, bem como das demais peças dos presentes autos com sigilo atribuído no aplicativo “Classificação de peças do e-TCU com restrição de acesso”, de modo que a concessão de vistas e cópias destes autos seja feita de acordo com as restrições ou permissões ali constantes;

415.3. Encaminhar cópia do Acórdão que vier a ser proferido à Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras), informando-a de que o conteúdo da decisão poderá ser consultado no endereço www.tcu.gov.br/acordaos; e

415.4. Restituir o presente processo para as providências finais elencadas no Acórdão que vier a ser proferido, relativas ao tratamento do sigilo da informação, e prosseguimento do acompanhamento

quanto aos demais ativos do Projeto Phil, omissis..., nos termos do subitem 95.3 do Anexo da Portaria-Segecex 27 de 9/12/2016”.

Na sequência, reproduz-se parcialmente a instrução constante da peça 95, que trata da fiscalização da alienação da Lubnor, apenas em relação aos aspectos específicos dessa alienação.

“I. INTRODUÇÃO

(omissis...)

92. *Passa-se dessa forma, a análise das questões de auditoria.*

III.1. Conformidade da fase não-vinculante com a Sistemática

93. *Conforme a Sistemática de Desinvestimentos, após a aprovação do Portão 2 pela Diretoria Executiva, ocorrem a divulgação da oportunidade (teaser) e a assinatura de acordo de confidencialidade e declaração de conformidade, com o envio de instruction letter e memorando descritivo (infomemo) aos potenciais compradores que os firmaram. Por fim, há a emissão do Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira (RIPAEF) e o recebimento das propostas não-vinculantes – caso se tenha definido, no Portão 2, pela realização dessa etapa.*

94. *A fase não-vinculante se encerra com a aprovação do Portão 3 pela DE, em que se definem os potenciais compradores que irão passar para a etapa de propostas vinculantes. O Portão 3 da (omissis...), para as refinarias Reman, Lubnor e SIX, foi aprovado nos termos do DIP PORTFOLIO 30/2020, de 23/1/2020 (dele constando, como Anexo 4, o Relatório da Comissão de Alienação para o Portão 3).*

95. *Os critérios de seleção dos potenciais compradores para recebimento do teaser foram definidos com o suporte do assessor financeiro (Citibank), considerando que os ativos seriam objeto de processos competitivos individuais, geridos de forma independente, podendo ou não compartilhar critérios de participação e/ou avaliação de propostas.*

96. *Foram aplicados os seguintes critérios para a seleção de potenciais compradores a receberem o teaser da Lubnor: (omissis...)*

97. *A fim de propiciar maior competitividade, considerando o elevado ticket previsto para as transações, também foi permitida a apresentação de oferta conjunta (consórcio).*

98. *(omissis...)*

99. *Importa acrescentar que, após a publicação do teaser no portal da Petrobras, ficou aberta a possibilidade de participação no processo a qualquer empresa que atendesse aos critérios de seleção, mediante manifestação de interesse.*

100. *(omissis...)*

101. *Além disso, em virtude da grande quantidade de dúvidas verificadas com relação ao negócio de refino no Brasil, manifestadas nas interações realizadas entre o assessor financeiro e os potenciais interessados, foi realizado processo de perguntas e respostas durante a fase não-vinculante, conforme os prazos e condições definidos na instruction letter.*

102. *O RIPAEF relativo à Lubnor constou do DIP DESEMPENHO 14/2020, de 17/1/2020. No RIPAEF é calculado o Equity Value (EV), que é o valor da empresa (ativo) que pertence aos acionistas. O EV é mensurado a partir do Business Enterprise Value (BEV), acrescido dos ativos não operacionais e descontado da dívida e demais passivos não operacionais.*

103. *(omissis...)*

Tabela 3 – Equity Value da Lubnor (em US\$ milhões), no valuation interno preliminar

Lubnor			
Avaliação Interna (preliminar)	PNG 2019-2023		
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, com base no (omissis...) da Lubnor

104. (omissis...)

Tabela 4 – Ofertas não-vinculantes (NBO) para a Lubnor (em US\$ milhões)

Lubnor			
Ofertas	Proponente		
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, conforme informações fornecidas pela Petrobras

105. A realização de screening de conformidade (Anexo 4 do Relatório da Comissão) verificou que nenhuma das empresas proponentes consta das listas de sanções comerciais.

106. (omissis...)

Análise da Seinfrapetróleo

107. Conforme o acompanhamento do Projeto Phil que vinha sendo realizado no âmbito do TC 009.508/2019-8 (Acompanhamento da Carteira de Desinvestimentos da Petrobras no Biênio 2019-2020), a condução do projeto observou, em seus aspectos mais relevantes, os procedimentos prescritos pela Sistemática no desenvolver dos Portões 0 (entrada na Carteira) a 2 (definição dos critérios de seleção e passagem de fase).

108. Assim, aplicando o mesmo enfoque ao desenvolvimento procedimental que culminou com a aprovação do Portão 3 do projeto, **a presente questão buscou verificar se os procedimentos adotados pela Petrobras na fase de propostas não-vinculantes (após o Portão 2) tiveram adequado grau de aderência às prescrições da Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras**, a fim de garantir a essa fase a efetividade como principiadora do processo competitivo.

109. Os principais documentos elaborados nessa etapa são o teaser, o acordo de confidencialidade, a declaração de conformidade, a instruction letter, o memorando descritivo (infomemo) e o Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira (RIPAEF).

110. À exceção do RIPAEF, que deve ser emitido previamente mas não deve ser acessado pela Comissão de Alienação, seus membros e o Gerente Geral do Projeto antes do evento de abertura das ofertas não-vinculantes, os demais são documentos que antecedem e subsidiam a elaboração das ofertas, em especial o infomemo e a instruction letter.

111. O exame realizado demonstrou que tais elementos foram elaborados em conformidade com a Sistemática, contiveram as informações necessárias em nível de detalhamento adequado para a fase, foram enviados de forma isonômica a todos os potenciais compradores interessados e que firmaram os devidos acordos de confidencialidade e declarações de conformidade.

112. O RIPAEF, por sua vez, foi elaborado com base nas premissas do PNG 2019-2023 da

Petrobras, vigente à época de sua emissão, e obtido pela Comissão de Alienação após o evento de abertura das propostas não-vinculantes, conforme apregoa a Sistemática. O RIPAEF seguiu, ainda, o padrão interno “Diretrizes para Análise Econômico-Financeira de Projetos de Desinvestimento e Aquisições – Padrão SINPEP DI-1PBR-00170”, tendo por finalidade suportar a análise e tomada de decisão quanto à classificação das propostas não-vinculantes.

113. Cabe ressaltar que (omissis...), identificados pelo assessor financeiro segundo os critérios definidos no projeto, do que resultou a assinatura de (omissis...), indicando um número razoável de interessados.

114. (omissis...)

115. **Verifica-se, assim, do exame da documentação apresentada quanto ao desenvolvimento dos procedimentos adotados pela Petrobras na fase de propostas não-vinculantes, que se seguiram ao Portão 2 e levaram à aprovação do Portão 3 da Lubnor, que a condução do processo teve adequado grau de aderência aos procedimentos ditados pela Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras.**

III.2. Elaboração das propostas vinculantes

116. De acordo com a Sistemática de Desinvestimentos e o fluxograma do processo, após a aprovação do Portão 3 pela Diretoria Executiva, inicia-se o processo competitivo propriamente dito. Nesta etapa são realizados a emissão da carta convite (ou Process Letter), que é o instrumento convocatório do processo, a due diligence, que é o conjunto de atos investigativos realizados pelos potenciais compradores com o objetivo de avaliar a empresa/ativo e formular a proposta vinculante, e, por fim, o recebimento e a classificação das propostas vinculantes.

117. Conforme exposto na seção anterior, ao final da fase não-vinculante, encerrada com a aprovação de passagem pelo Portão 3, nos termos propostos no 30/2020, de 23/1/2020 (aprovação pela DE em 30/1/2020), (omissis...).

118. Dessa forma, **a presente questão busca esclarecer se a Petrobras tomou as providências necessárias para que os proponentes tivessem acesso às informações necessárias para a elaboração de propostas vinculantes compatíveis com o valor projetado pela Petrobras para o ativo.** Para tanto faz-se necessário verificar se foram disponibilizadas, de forma igualitária, todas as informações necessárias para a elaboração da proposta vinculante; se foram adotadas as providências para o ajuste do valuation interno (análise das premissas e comparação com transações similares) e para o esclarecimento das premissas com os potenciais compradores nas Management Presentations; bem como, se todas as questões dos proponentes foram adequadamente respondidas.

119. Convém salientar que o valuation interno é elaborado e tem características ligeiramente distintas a cada fase do processo de desinvestimento – é dizer, há refinamento e atualização de premissas, conforme a fase do processo e o momento em que é elaborado.

120. O Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira (RIPAEF) é o valuation interno preliminar, elaborado segundo a ótica do vendedor, e serve de referência para a classificação de propostas à fase vinculante. No caso da Lubnor, o RIPAEF teve por base as premissas econômicas do PNG 2019-2023 da Petrobras, então vigente, nada obstante tenha também apresentado sensibilidades ao que já se dispunha do PE 2020-2024, que estava por ser concluído à época da elaboração do valuation.

121. O Relatório Interno de Avaliação Econômico-Financeira (RIAEF), por sua vez, é o valuation interno “definitivo” (embora sujeito a atualizações e ajustes, é o último valuation interno previsto na Sistemática), também elaborado segundo a ótica do vendedor, que serve de referência para, ao final da fase vinculante, selecionar a melhor proposta e dar início à fase de negociação. Tem por base as premissas associadas ao plano estratégico que estiver vigente quando de sua elaboração,

de modo que, na transição entre o RIPAEF e o RIAEF, pode haver, além do refinamento já esperado devido ao avanço do processo, a atualização das premissas base.

122. Embora não haja relação direta entre esses valuations e a elaboração das propostas, vez que o RIPAEF e o RIAEF são de uso interno da Petrobras e não são dados a conhecer pelos potenciais compradores, é relevante aferir se há compatibilidade entre os elementos referenciais que orientam um e outro, bem como se houve o devido refinamento e atualização das avaliações internas, para garantir valia à comparação entre as propostas vinculantes e os resultados do RIAEF.

123. O relato detalhado da verificação dos procedimentos adotados pela Petrobras nesses quesitos, cotejados com as prescrições da Sistemática para essa fase, consta do Apêndice B deste relatório.

Análise da Seinfrapetróleo

124. Conforme o acompanhamento do Projeto Phil que vinha sendo realizado no âmbito do TC 009.508/2019-8 (Acompanhamento da Carteira de Desinvestimentos da Petrobras no Biênio 2019-2020), adicionado da análise realizada na seção anterior deste relatório, a condução do projeto observou, em seus aspectos mais relevantes, os procedimentos prescritos pela Sistemática no desenvolver dos Portões 0 (entrada na Carteira) a 3 (entrada na fase vinculante).

125. Como visto, os principais documentos que antecederam e subsidiaram a elaboração das ofertas não-vinculantes para a Lubnor, em especial o infomemo e a instruction letter foram elaborados em conformidade com a Sistemática, contiveram as informações necessárias em nível de detalhamento adequado para a fase e foram enviados de forma isonômica a todos os potenciais compradores interessados e que firmaram o Acordo de Confidencialidade. Cabe lembrar que (omissis...).

126. Para a fase seguinte, de ofertas vinculantes, foram classificadas todas as três proponentes da fase não-vinculante: (omissis...).

127. Os procedimentos na fase vinculante também seguiram, nos aspectos mais relevantes, todas as prescrições da Sistemática. Os principais documentos e procedimentos destinados à apresentação de informações aos potenciais compradores demonstraram-se adequados. A Management Presentation ofereceu um leque amplo de informações, tanto sobre o ativo em si quanto sobre todos os aspectos correlatos relevantes; ofereceu ainda um histórico dos dados mais importantes para eventuais projeções pelo potencial comprador, além de projeções na visão da Petrobras, alinhadas às premissas então válidas (PNG 2019-2023). Foram realizadas visitas físicas aos ativos (Site Visits). Aspectos específicos foram complementados e aprofundados em Expert Sessions, bem como foram também abordados através de amplo procedimento de Perguntas e Respostas (Q&A) e requisição de documentos, permitindo o ajuste sob demanda às necessidades dos potenciais compradores. A amplitude desses procedimentos, o alto índice de atendimento às demandas (de acordo com a Petrobras, todas as demandas consideradas cabíveis foram atendidas), e a forma isonômica e segura de oferecimento das informações denotaram observância aos propósitos da Sistemática.

128. Ao todo foram feitas 360 perguntas sobre aspectos relativos ao cluster Lubnor, sendo todas respondidas previamente ao recebimento das propostas vinculantes. As perguntas e respectivas respostas foram disponibilizadas no VDR a todos os participantes do cluster Lubnor, conforme preconiza a Sistemática.

129. É possível concluir da documentação examinada, portanto, que **não há indícios de que as informações necessárias para o amplo conhecimento dos ativos e dos principais temas a eles relacionados não tenham sido disponibilizados de maneira adequada, suficiente e isonômica aos potenciais compradores, oferecendo-lhes, de forma igualitária, os subsídios requeridos para a**

elaboração da proposta vinculante.

130. Quanto ao ajuste do valuation interno, as principais providências adotadas (detalhadas no Apêndice B) têm relação com a atualização das premissas, conforme o plano estratégico vigente da Petrobras, da TMA (taxa de desconto) do segmento de refino, e da incorporação das margens de movimentação do terminal de Mucuripe ao escopo de avaliação. Inicialmente, como já constava previsto no RIPAEF, a transição se faria das premissas do PNG 2019-2023 para as premissas do PE 2020-2024, cuja fundamentação foi explicitada em relatório interno; nada obstante, a superveniência da pandemia mundial de Covid-19, com a consequente desaceleração brusca da economia, gerando um choque de demanda, somada, no lado da oferta, ao desacordo inicial entre os grandes produtores, ocasionou nova revisão de premissas e cenários, consolidados no PE 2020-2024 Pós-Covid – restando estes, por fim, como referenciais do RIAEF.

131. Deve-se frisar, contudo, que não foram as premissas utilizadas no RIAEF as mesmas apresentadas aos potenciais compradores. Conforme a Sistemática, não há comunicação direta entre a elaboração do RIAEF – que, além disso, somente é dado a conhecer pela Comissão de Alienação após a abertura das propostas vinculantes – e os procedimentos de apresentação de informações aos potenciais compradores que caracteriza a fase vinculante.

132. Além disso, para efeitos de avaliação pelo comprador, é de se imputar maior relevância à apresentação detalhada, integral e fidedigna de dados, especialmente os históricos – o que, pelo exame dos documentos apresentados, julga-se adequadamente providenciado –, que de visões baseadas em projeções do vendedor, vez que o potencial comprador se acerca de assessores e especialistas para a realização de suas próprias projeções.

133. Importa ponderar, ademais, que os impactos da crise provocada pela pandemia mundial de Covid-19, bem como os possíveis impactos de médio e longo prazo de eventuais mudanças de hábitos dela decorrentes, encontravam-se ainda sob razoável incerteza à época de elaboração das propostas vinculantes, com assimilação parcial e em empirismo precário pelos agentes econômicos, de modo que as diferenças de visão podem ser relevantes e altamente dependentes do nível de prudência adotado.

134. Do exposto, **conclui-se que não há indícios de que as providências adotadas pela Petrobras para o ajuste do valuation interno (do RIPAEF para o RIAEF) e para o esclarecimento das premissas com os potenciais compradores nas Management Presentations tenham sido inadequadas ou insuficientes.**

III.3. Valuation interno de referência

135. No âmbito do processo de desinvestimentos da Petrobras, a decisão final pela alienação ou não do ativo é permeada por diversos aspectos que podem ser levados em consideração, tais como condições mercadológicas e estratégicas, eventuais necessidades de caixa ou de corte de custos, questões regulatórias e concorrenciais, dentre outros. Contudo, não restam dúvidas de que os relatórios de avaliação econômico-financeira (valuation) internos são especialmente importantes para o suporte a essa decisão.

136. Esses documentos são essenciais para que o tomador de decisão avalie a vantajosidade ou não para a empresa do ponto de vista econômico e é por isso que sua análise deve ser pormenorizada e detalhada. Somente a partir dessa percepção econômica é que é possível considerar o contexto da venda envolvendo outros aspectos.

137. O ponto de partida para estimar o valor de venda do ativo é a elaboração de estudos internos que apresentem o valor do ativo na visão da Petrobras (visão vendedor). Esses estudos consideram as vantagens e desvantagens competitivas, sinergias e riscos inerentes a integração do ativo no portfólio e nas operações da companhia, e são consubstanciados em relatórios de avaliação

econômico-financeira internos.

138. A Sistemática prevê que tais relatórios (tanto o preliminar – RIPAEF, quanto o emitido na fase vinculante – RIAEF) devem ser emitidos considerando os cenários corporativos referenciais vigentes, ou seja, os cenários corporativos constantes do plano estratégico vigente, cada qual com suas premissas e parâmetros associados.

139. Além disso, para a avaliação dos ativos de forma integrada às suas operações, a Petrobras utiliza o otimizador do PLANINV, ferramenta própria que indica a solução que gera o menor custo global para o sistema atender o mercado brasileiro de derivativos.

140. Isto posto, considerando a relevância do valuation interno para a tomada de decisão no processo de desinvestimento, **a presente questão busca verificar se o valor estabelecido do ponto de vista do vendedor como critério para a alienação da Lubnor foi adequadamente estabelecido**; para tanto se faz necessário verificar, em especial, se foram utilizadas premissas e parâmetros razoáveis e consistentes na elaboração dos estudos econômico-financeiros, se foram realizadas análises de sensibilidade quantitativa e qualitativa das premissas mais relevantes, e se foram devidamente consideradas as características e especificidades do ativo para a otimização de seu valor econômico.

141. Com esse fito, é importante tomar de empréstimo os elementos colhidos e as análises realizadas quando do acompanhamento da alienação da Refinaria Landulpho Alves (Rlam), no processo TC 024.763/2020-9, que foi o primeiro dos ativos de refino em desinvestimento a ser fiscalizado, sobretudo quanto a três tópicos que se entrelaçam quanto à construção do valuation interno de referência e à análise da vantagem econômica em eventual transação: (i) a evolução e os aspectos de coerência e razoabilidade das principais premissas e parâmetros de cada plano estratégico que serviu de referência para as avaliações econômico-financeiras internas (EPV: PNG 2019-2023; RIPAEF: PE 2020-2024, e RIAEF: PE 2021-2025, situando-se entre estes dois últimos, ainda, o PE 2020-2024 Pós-Covid); (ii) a adequação do momento para a venda (para a Lubnor, as fases intermediárias do processo de venda), em vista das disrupções causadas na economia mundial pela pandemia de Covid-19; e (iii) e a forma de utilização dos cenários corporativos no estabelecimento do referencial interno de valor para a tomada de decisão.

142. Tais elementos e análises, assim como as conclusões então obtidas, são igualmente pertinentes e aplicáveis à Lubnor, e, portanto, ao objeto do presente relatório, constando compilados, de forma detalhada, no Apêndice C, e utilizados ao longo do exame que se segue.

Utilização dos cenários corporativos e definição da referência principal de valor

143. A Sistemática para Desinvestimentos da Petrobras assim dispõe sobre a emissão das avaliações econômico-financeiras para os projetos de desinvestimentos:

6.6.5. Para **emissão das avaliações econômico-financeiras** para os Projetos de Desinvestimentos, observadas as regras estabelecidas nos subitens 6.6.2 a 6.6.4 e 6.6.6 a 6.6.15, são aplicáveis as seguintes visões:

(a) Visão Vendedor, obrigatória, em que é estimado o valor do ativo de forma incremental e integrado ao portfólio da Petrobras, **com os cenários corporativos referenciais vigentes**, e;

(b) Visão Comprador, opcional, em que é estimado o valor do Projeto de Desinvestimento para Potenciais Compradores, desintegrado do portfólio Petrobras e considerando premissas alinhadas as condições existentes de mercado.

6.6.6. A metodologia de avaliação econômica para a emissão dos relatórios descritos nos itens 6.6.3 e 6.6.4 deve seguir as orientações previstas nas “Diretrizes para Análise Econômico-Financeira de Projetos de Desinvestimento e Aquisições – Padrão SINPEP DI-IPBR-00170”, pois tem a finalidade de suportar a análise e tomada de decisão quanto a propostas não-vinculantes e vinculantes.

6.6.7. *Análise Determinística: As avaliações econômico-financeiras deverão utilizar, preferencialmente, a metodologia de fluxo de caixa descontado. A avaliação na Visão Vendedor deve fazer uso dos cenários corporativos e ser feita de forma incremental e integrada ao portfólio da companhia.*

(Grifo nosso)

144. *Extraí-se do normativo que, para o cálculo do valuation interno, deve ser utilizada preferencialmente a metodologia do FCD, o que requer a projeção de fluxos da caixa futuros. Faz-se necessária, assim, a elaboração de uma visão hipotética de futuro, ou seja, de um cenário, que, para resultar em uma percepção razoável de valor, deve ser coerente, internamente consistente e que tenha possibilidade de acontecer. Essa visão de futuro é construída mediante projeções de premissas de investimentos, receitas, custos, despesas e outras rubricas, que devem ser geradas em consonância com o cenário pré-concebido.*

145. *Ocorre que, como já destacado anteriormente, a citada Sistemática determina que o valuation interno seja calculado levando em consideração não apenas um, mas os três cenários corporativos distintos que são utilizados pela Petrobras para fins de decisão sobre investimentos e desinvestimentos.*

146. *Embora não se discuta que a utilização de cenários pode ser útil para o planejamento da empresa, pois decisões de investimentos e desinvestimentos requerem análises em horizontes de longo prazo que estão associadas a níveis de incerteza muito elevados, a decisão pela venda ou não de um ativo deve ser assertiva e baseada em uma percepção plausível de valor naquele momento.*

147. *Esse tema – a forma de utilização dos cenários corporativos no estabelecimento do referencial interno de valor para a tomada de decisão – foi objeto de discussão primeiramente empreendida e aprofundada nos trabalhos de acompanhamento da alienação da Rlam, conforme mencionado anteriormente, e consta em detalhes no Apêndice C deste relatório.*

148. *Apesar de não terem sido identificados achados de auditoria naquele acompanhamento, vislumbrou-se risco na adoção de faixa de valores – formada entre os resultados de valuation no cenário mais adverso (pessimista) e o mais benéfico (otimista) à companhia – como baliza para a tomada de decisão.*

149. *Convém reproduzir, a seguir, as conclusões lá apresentadas:*

O planejamento estratégico da Petrobras contempla três cenários corporativos, que contêm as premissas utilizadas no valuation interno dos ativos em desinvestimento: um cenário intermediário (atualmente denominado Base), que reflete, assim, uma visão intermediária 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; um cenário pessimista (atualmente denominado Resiliência), e um cenário otimista (atualmente denominado Crescimento), que refletem descrições possíveis estados futuros com quebras estruturais ainda não ocorridas ou confirmadas, ou seja, ainda não observadas de forma relevante e persistente nas séries históricas e nas correlações entre as séries de dados, diferenciando-se entre si pelo viés desses possíveis estados futuros para os negócios da companhia.

Desse modo, enquanto o cenário Base é constituído por premissas e projeções elaboradas por metodologia tecnicamente conservadora, 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 (PE 2021-2025), conforme assevera a Petrobras, a diferenciação (viés benéfico ou prejudicial) entre os cenários Resiliência e Crescimento se dá, mormente, pelo ritmo das alterações que se vislumbra na transição da matriz energética atual para fontes não fósseis – no Resiliência, essa transição é projetada em um ritmo mais acelerado, e no Crescimento, em um ritmo mais lento.

Embora não se discuta a validade e a utilidade do uso desses cenários nas estimativas de valor, vez que permite alguma mensuração do impacto, em termos econômicos, das possíveis alterações estruturais futuras, e desse modo, permite também visualizar o grau de incerteza a que está sujeita a avaliação, a utilização dos correspondentes resultados de valuation 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 –, tanto maior quanto foi a amplitude da faixa resultante.

É consenso na literatura técnica especializada em valuation que a utilização de faixa de valores com amplitude excessiva tem serventia limitada para os tomadores de decisão. Além da elevada incerteza, possibilita aos gestores interpretações enviesadas por visões pessoais. Na seara normativa, pode-se verificar a aplicação de restrições à amplitude da faixa de valuation, por exemplo, 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, como exposto anteriormente, são as premissas referentes ao cenário intermediário as utilizadas pela Petrobras em suas principais decisões empresariais, notadamente seus investimentos, bem como suas análises de impairment, além de serem essas as premissas sujeitas a auditoria independente e objeto de controle pelos requisitos da Lei Sarbanes-Oxley (SOx).

*Concluiu-se, portanto, diante do risco identificado e dos fatos e argumentos expostos, que, em regra, **a justificativa pela vantajosidade do desinvestimento deverá considerar como referência principal o valuation interno calculado com base no cenário caracterizado como intermediário, ou central, que reflete a metodologia de técnica mais conservadora e as premissas mais historicamente consistentes e consensuais de mercado**, utilizado de forma generalizada em todas as decisões da empresa – denominado, no plano estratégico vigente da Petrobras, como "cenário Base".*

Isso não significa, todavia, desconsiderar a validade da utilização dos valuations internos nos demais cenários como elementos adicionais e subsidiários relevantes à tomada de decisão, especialmente para que se possa estimar os impactos de eventuais transformações estruturais prejudiciais ou benéficas no valor do ativo, assim como sua sensibilidade às premissas e projeções, além de evidenciar o grau de incerteza da avaliação.

Tampouco se defende que exista impropriedade ou desvantagem intrínseca em se negociar abaixo (ou acima) dessa referência principal. O que ressalta é que, diante de uma oferta inferior ao valor de referência, é necessário recorrer a elementos adicionais na investigação da vantajosidade do negócio, e que a justificativa de eventual transação abaixo do valuation interno de referência deverá nele se orientar, precipuamente.

150. Diante disso, formulou-se proposta de recomendação à Petrobras, para que que promovesse ajustes na Sistemática de Desinvestimentos de modo a 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”**.

151. Por conseguinte, sugeriu-se, no Relatório de Acompanhamento da alienação da Rlam (peça 78, TC 024.763/2020-9), expedir **recomendação à Petrobras para que promovesse ajustes na Sistemática de Desinvestimentos, de modo a contemplar essa orientação, incluindo 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**.

152. A proposição foi acolhida pelo Tribunal em 13/10/2021, na prolação do Acórdão 2.479/2021-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro Walton Alencar Rodrigues. A **Petrobras**, no entanto, julgando pertinente e contributivo para a melhoria de seus processos de desinvestimento o entendimento exposto, antecipou-se e **o incorporou à sua Sistemática por meio da oitava revisão – aprovada em 9/8/2021 pela Diretoria Executiva da companhia** –, assim dispondo em seus itens 7.2.3 e 7.2.3.1:

7.3.2. Caso o valor da transação se situe em patamar inferior ao Cenário Base constante do Relatório Interno de Avaliação Econômico-Financeira, a pauta deverá conter tópico específico esclarecendo aos decisores os fatores que justificam a vantajosidade da transação, fundamentada, minimamente, nas seguintes análises adicionais, a serem emitidas por RISCOS:

- a) Identificação e avaliação de riscos e oportunidades da alternativa de postergação da venda;
- b) Análise quantitativa dos riscos do valor do ativo no Cenário Base, considerando as incertezas das principais variáveis que o afetam, para fins de comparação com o valor da proposta e com o seu valor nos demais cenários corporativos.

7.3.2.1. A justificativa da vantajosidade prescindirá das análises adicionais descritas no item 7.3.2. quando o valor da transação for maior ou igual a 95% do valor constante do Cenário Base.

153. As análises efetuadas no presente acompanhamento balizam-se, também, nessa consideração.

Premissas e parâmetros das avaliações econômico-financeiras internas

154. Conforme exposto anteriormente, segundo a Sistemática de Desinvestimentos, na etapa de propostas não-vinculantes deve ser produzido o Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira (RIPAEF), documento que deve fornecer uma perspectiva de valor mais apurada do que a Estimativa Preliminar de Valor (EPV) existente no Relatório de Estruturação. À medida em que o processo vai avançando, a estimativa de valor deve ser refinada, resultando na produção do Relatório de Avaliação Econômico-Financeira (RIAEF), na etapa das propostas vinculantes. A Sistemática prevê, ainda, que o RIPAEF e o RIAEF devem ser emitidos considerando os cenários corporativos referenciais vigentes que, no momento, são os cenários Resiliência (mais pessimista), Base (central) e Crescimento (mais otimista).

155. Tais relatórios, como já dito, devem seguir o padrão interno da Petrobras específico que disciplina a elaboração dos Relatórios Internos de Avaliação Econômico-Financeiras denominado “Padrão SINPEP DI-1PBR-00170 - Diretrizes para Análise Econômico-Financeira de Projetos de Desinvestimento do Sistema Petrobras”.

156. Dessa forma, o RIPAEF da Lubnor foi emitido por meio do DIP DESEMPENHO 14/2020, de 17/1/2020, e teve por base as premissas do PNG 2019-2023; por sua vez, **o RIAEF original da Lubnor constou do DIP DESEMPENHO 224/2020, de 12/11/2020**, e teve por base as premissas do PE 2020-2024 Pós-Covid (inicialmente chamado de PE 2021-2025; todavia, o PE 2021-2025 de fato somente veio ser concluído e aprovado em 25/11/2020, e com características distintas daquele, conforme se detalha no Apêndice C deste relatório).

157. (omissis...)

158. Ao final da fase de negociação, em vista da aprovação, em 24/11/2021, do Plano Estratégico 2022-2026, da negociação de condições comerciais e contratos acessórios com potencial impacto na avaliação econômica do ativo, e da necessidade incluir ajustes específicos para o ativo – (omissis...) –, **foi emitida, em 22/4/2022, uma atualização ao RIAEF da Lubnor** (documento PBR-2022-0022296), a fim de que a Comissão de Alienação tivesse uma visão de valor atualizada do ativo para analisar se a transação negociada resultaria de interesse econômico para a Petrobras.

159. **Essa atualização do RIAEF foi revisada em 11/5/2022** (documento PBR-2022-0026404)

para contemplar uma adequação no tratamento a ser dado à quantificação do contrato (omissis...). Em síntese, (omissis...).

160. *Como se observa, as avaliações econômico-financeiras internas da Lubnor perpassaram as premissas e parâmetros de quatro planos estratégicos distintos: PNG 2019-2023, PE 2020-2024, PE 2020-2024 Pós-Covid e PE 2022-2026. Assim, à exceção do PNG 2019-2023, utilizado no valuation interno preliminar (RIPAEF), cuja validade como referencial restou fortemente prejudicada pelas circunstâncias e eventos extraordinários do ano de 2020, foram analisados a evolução e os aspectos de coerência e razoabilidade das principais premissas e parâmetros desses planos estratégicos, com especial enfoque naqueles relacionados ao negócio de refino, e, onde cabível, às especificidades da Lubnor. Além disso, o exame original (realizado quando do acompanhamento da alienação da Rlam) abordou também o PE 2021-2025, o qual, em virtude da necessária ponte para o PE 2022-2026, se julgou conveniente aqui também incluir. O Apêndice C deste relatório consigna maiores detalhes dessa análise, sem prejuízo da síntese que se traz a seguir.*

161. *Segundo a Petrobras, (omissis...).*

162. *Ainda de acordo com a companhia, quanto ao segmento de refino, mais especificamente, este "é influenciado, predominantemente, pela diferença entre os preços dos derivados produzidos (receita) e o preço de compra de petróleo (custo), ou seja, a margem de refino". Essa margem é fator relevante também na projeção do volume processado na refinaria, que (omissis...). Para essa otimização, como dito antes, a empresa utiliza o PLANINV.*

163. *Desse modo, afora algumas especificidades de curto prazo, especialmente a incerteza relativa à trajetória do Brent, em vista das expectativas que se tinha quanto à dinâmica de produção no final de 2019, os cenários traçados para o PE 2020-2024 – Crescimento, Base e Resiliência – se caracterizaram, de acordo com a descrição do plano, da seguinte maneira:*

No cenário Crescimento, (omissis...).

No cenário Base, (omissis...).

No cenário Resiliência, (omissis...).

(grifos nossos)

164. *Entretanto, dois eventos ocorridos no início de 2020 vieram a alterar drasticamente esse panorama: o choque de demanda causado pela pandemia de Covid-19, mormente face às medidas de isolamento preventivo, e o choque de oferta causado pelo fracasso das negociações, no início de março de 2020, a respeito da extensão do acordo de cortes de produção entre os países membros da OPEP a Rússia.*

165. *Apenas no início de abril é que os países membros e não membros da OPEP anunciaram novo acordo pelo qual se estabeleceu um cronograma de redução de produção, pré-definido até o final de 2021 e alinhado com uma perspectiva de redução das medidas de isolamento. Apesar do severo corte de produção – segundo especialistas, o mais severo da indústria de petróleo –, a avaliação, naquele momento, era de que a medida não reequilibraria o mercado tão logo, servindo apenas como uma forma de reduzir o impacto negativo do superávit de mercado e desacelerar a queda dos preços.*

166. *Além desses eventos disruptivos, o potencial de mudança de hábitos trazido pela pandemia – de que as soluções que estão sendo adotadas durante o período de isolamento social, como o trabalho remoto, sejam preservadas e se tornem perenes em algum grau – trouxe consigo também a possibilidade de um impacto permanente sobre o crescimento da demanda por energia no longo prazo.*

167. *Esses acontecimentos alteraram fortemente o ponto de partida a ser considerado em*

quaisquer projeções econômicas, e demandaram ágil resposta na revisão do plano estratégico, culminando no **PE 2020-2024 Pós-Covid** (inicialmente referido como PE 2021-2025, consoante exposto anteriormente), que, à semelhança do anterior, foi composto pelos cenários Crescimento, Base e Resiliência, assim resumidamente caracterizados:

Crescimento: (omissis...)

Base: (omissis...)

Resiliência: (omissis...)

(grifos nossos)

168. No relatório que expôs a fundamentação do PE 2020-2024 Pós-Covid, ressaltou-se o contexto extraordinário em que ocorreram as projeções desse plano, ainda carente, à época, da divulgação de revisões de cenários de longo prazo por algumas instituições de mercado, o que acabou prejudicando, em alguma medida, a comparabilidade das previsões.

169. Cabe assinalar que, segundo a Petrobras, (omissis...).

170. (omissis...)

171. É relevante consignar que, no curso do acompanhamento da venda da Rlam (a primeira das refinarias à venda a ter o processo de desinvestimento examinado), foram obtidos e analisados os estudos e as justificativas que fundamentaram os parâmetros e as premissas corporativas utilizadas nos PE 2020-2024 e 2020-2024 Pós-Covid, bem como os dados de entrada (parâmetros e premissas corporativas) do PNG 2019-2023 e do PE 2020-2024 Pós-Covid que alimentaram o sistema PLANINV, além de outras análises críticas e justificativas acerca de pontos relevantes para a valoração de ativos de refino, conforme detalha o supracitado Apêndice C deste relatório (tópico C.2), **tendo-se concluído que foram apresentados estudos e argumentos razoáveis para justificar os parâmetros e as premissas corporativas utilizadas no PE 2020-2024 Pós-Covid** – os quais referenciaram também o RIAEF original da Lubnor.

172. Subsequentemente, com a transição do PE 2020-2024 Pós-Covid para o PE 2021-2025, foram analisadas as principais alterações entre esses planos, com foco nas premissas mais influentes na valoração dos ativos de refino (tomado, para análise, o caso concreto da Rlam, pelas razões já expostas).

173. De acordo com a Petrobras, para o PE 2021-2025 foi, essencialmente, revisado o conjunto de preços nos primeiros anos do planejamento, considerando três grandes movimentos: (omissis...).

174. Ponderou-se que, quando da elaboração do PE 2020-2024 Pós-Covid, (omissis...).

175. Quanto ao crackspread do diesel, que se encontrava em patamar elevado à época da elaboração do PE 2020-2024 Pós-Covid, mormente em função das medidas restritivas de circulação da pandemia – e cujos efeitos redutores na demanda por gasolina também levaram à menor produção de diesel (menor utilização do refino como um todo) –, as projeções daquele plano consideraram o reequilíbrio das condições ao longo do restante de 2020, se estendendo por 2021 e 2022.

176. No entanto, quando da elaboração do PE 2021-2025, verificou-se que o aumento da circulação de pessoas não havia sido acompanhado pela retomada da atividade econômica, de modo que os estoques de diesel apresentaram elevação ao longo do ano, enquanto os estoques de gasolina se recuperaram.

177. Somou-se a isso a queda abrupta na demanda por QAV devido à restrição de voos internacionais na pandemia, o que causou alteração no perfil de produção das refinarias no mundo todo, a fim de reduzir a oferta do derivado, e teve como consequência o aumento de oferta e dos estoques de diesel.

178. *Em vista desses excedentes, (omissis...).*
179. *No que se refere ao aumento dos preços dos petróleoos que representam a carga das refinarias, são destacadas duas causas: (omissis...).*
180. *(omissis...)*
181. *Em vista disso, no acompanhamento da venda da Rlam, considerando a relevância do diesel e da gasolina no mix de produtos daquela refinaria – (omissis...).*
182. *Embora esse exame tenha utilizado a Rlam como caso concreto, suas conclusões quanto às tendências relativas às margens de refino podem ser extrapoladas, em alguma medida, às demais refinarias do Projeto Phil. Considerando que a dinâmica de formação do crackspread lhes é comum, a proporção em que tal extrapolação se mostrará mais ou menos válida dependerá das especificidades de cada ativo quanto aos dados de entrada (preços dos petróleoos de carga da refinaria) e de saída (preços dos produtos na saída da refinaria).*
183. *A análise, reproduzida integralmente no Apêndice C deste relatório (tópico C.8), (omissis...).*
184. *(omissis...)*
185. *(omissis...)*
186. *(omissis...)*
187. *(omissis...):*
(omissis...)
188. *Destaca-se, ainda, como importante driver de valor e diferencial em relação ao RIPAEF, a (omissis...):*
(omissis...)
189. *Essas peculiaridades da Lubnor, que muito a diferenciam de uma refinaria típica, tiveram grande influência na atualização do valuation para as premissas do PE 2022-2026. As alterações de premissas mais gerais – macroeconômicas e do mercado de refino – se mostraram de pouco impacto na atualização de valor do ativo, (omissis...).*
190. *(omissis...)*
191. *Por sua vez, (omissis...):*
(omissis...)
192. *(omissis...)*
193. *(omissis...)*
194. *Por fim, outro fator refletido na atualização (omissis...).*
195. *O Apêndice C deste relatório, tópico C.9, consigna exame mais detalhado da atualização do valuation para as premissas do PE 2022-2026 e suas principais parcelas de influência. Ademais, considerando o elevado impacto negativo de algumas dessas alterações de premissas no resultado do valuation interno final da Lubnor, julgou-se necessário solicitar à Petrobras algumas informações adicionais, visando melhor compreender sua fundamentação. Os questionamentos realizados, as respostas da Petrobras e as respectivas análises constam, também, do retrocitado apêndice, sem prejuízo da síntese que se faz a seguir.*
196. *(omissis...).*
197. *A margem de refino, ou crackspread, é definida como diferencial entre os preços dos*

produtos e o preço de referência do petróleo (Brent). Os preços dos produtos, por sua vez, são definidos por seus preços de paridade de importação (PPI).

198. *Tendo isso em vista, são duas as causas que se combinaram para a compressão das margens de refino do asfalto, de acordo com a Petrobras: (omissis...).*

199. *Quanto aos lubrificantes, (omissis...).*

200. *Os dados fornecidos pela Petrobras para o histórico e as projeções utilizadas para os preços de saída da Lubnor para asfalto e lubrificantes, do Brent, e das respectivas margens, possibilitaram o cotejo com as informações do RIAEF, (omissis...).*

201. *Com relação à revisão das projeções para o petróleo Jubarte, (omissis...).*

202. *Esclareceu a Petrobras, todavia, que o Jubarte e o Fazenda Belém fazem parte dos grupos de óleos BC-18 e BC-14, para efeitos do PLANINV. A utilização de “grupos de correntes de petróleos que possuem características semelhantes (mas não iguais) com precificação e volumes específicos para cada grupo e não para cada petróleo existente” é uma simplificação adotada no modelo de otimização do PLANINV.*

203. *No entanto, em vista da “necessidade de maior detalhamento para a submissão de aprovação do Portão 5 do projeto, houve a inclusão desses novos petróleos na modelagem, segregando-os dos grupos aos quais eles pertenciam e ajustando-os a cesta de petróleos consumidos pela Lubnor”. (omissis...).*

204. *Os dados fornecidos pela Petrobras para o histórico e as projeções utilizadas para os preços do Jubarte e do Brent possibilitaram o cotejo com as informações do RIAEF, (omissis...).*

205. *As projeções demonstram, portanto, consonância com os movimentos de mercado observados nos dados e adotam uma postura prudente com o retorno aos patamares históricos no médio e longo prazo. (omissis...).*

206. *Por fim, considerando que o RIAEF original havia considerado a operação contínua da Lubnor, sem qualquer menção à restrição legal de ocupação de área imposta pela legislação municipal (que já estava em vigor à época da emissão daquele valuation), questionou-se à Petrobras quais as razões para tal proceder.*

207. *Segundo a companhia, até o PE 2022-2026 (omissis...).*

208. *A manifestação do órgão municipal deu ensejo, assim, ao reexame, pela Petrobras, dos “efeitos da Lei Complementar 236/2017 em relação à Lubnor, sob a perspectiva jurídica, concluindo que o cenário a considerar deveria ser a limitação temporal da operação da Refinaria até 2027”, de modo que no PE 2022-2026 passou-se a considerar tal premissa. Considerando, todavia, a incerteza quanto a eventual possibilidade de negociação do tema junto ao município de Fortaleza, (omissis...).*

209. *Em remate final, cabe fazer menção a alguns elementos informativos adicionais produzidos por ocasião do processo de venda da Rlam, mas que, porquanto se debruçam sobre aspectos que igualmente tocam às demais refinarias do Projeto Phil, lhes são também aplicáveis. O Apêndice C deste relatório apresenta (sob os tópicos C.10, C.11 e C.12) uma exposição mais detalhada desses elementos, a seguir sintetizados.*

210. *Foi emitida, pela área técnica da Petrobras responsável pelos estudos econômico-financeiros, uma **nota técnica sobre aderência do processo de valuation no Projeto Phil**. A nota expõe o arcabouço metodológico e processual aplicável e discorre sobre a metodologia utilizada, enfatizando alguns pontos, como a consideração de todo o perímetro da transação, que considera não apenas o valor do ativo individualmente, mas também os demais efeitos decorrentes da transação, e a governança das principais premissas para as avaliações econômicas.*

211. Foi contratada, pela Petrobras, a emissão de **parecer técnico da Fundação Getúlio Vargas (FGV) acerca das premissas e cenários** utilizados para a avaliação dos ativos do Projeto Phil. A FGV concluiu, ao cabo da análise realizada, que, “coletada toda a evidência disponível (...), não parece à FGV existir nenhum problema metodológico ou empírico no uso dos cenários da Petrobras para gerar as variáveis chave” do valuation.

212. Foi contratada, pela Petrobras, uma **avaliação, pela consultoria especializada IHS Markit, das principais premissas utilizadas no valuation** da Rlam – relativas, portanto, ao PE 2021-2025 e ao negócio de refino, de modo que a avaliação também serve à Lubnor. A consultoria comparou as projeções da Petrobras com as suas próprias projeções e concluiu que, de modo geral, as premissas utilizadas pela Petrobras são direcionalmente consistentes com as expectativas de variáveis e condições de mercado. Observou, ainda, que a definição e utilização de cenários pela Petrobras segue princípios similares e comuns às práticas e considerações empregadas pelas maiores companhias do setor de energia na avaliação de robustez de suas estratégias e portfólios de investimento e desinvestimento.

213. A seguir são apresentadas a síntese das principais características e a evolução dos resultados das avaliações econômicas internas dos ativos do cluster Lubnor, com ênfase nas premissas e parâmetros mencionados supra.

Valuation interno de referência da Lubnor

214. Conforme mencionado anteriormente, **o RIAEF original da Lubnor constou do (omissis...), e teve por base as premissas do PE 2020-2024 Pós-Covid (Caso PE)**. Além disso, logo em seguida à emissão do original, foi realizada (omissis...).

215. Assim, para ambos os casos, considerando-se as premissas dos cenários do (omissis...):

Tabela 5 – BEV da Lubnor (em US\$ milhões), no valuation interno de 12/11/2020 e análise complementar de 16/11/2020

Lubnor			
BEV (RO + custos remanescentes)	PE 2020-2024 Pós-Covid		
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, com base no RIAEF da Lubnor e subsequente análise complementar

216. No Caso PE, observou-se que, nos cenários Base e Resiliência, (omissis...).

217. (omissis...). De acordo com ambos os documentos (RIAEF original e análise complementar):

(omissis...)

218. De modo semelhante ao Caso PE, no Caso Proposto os cenários Base e Resiliência também apresentaram (omissis...).

219. A estimativa do Equity Value, que incorpora ao valor do BEV os efeitos de contas não operacionais (tais como impactos de sinergias e dissinergias, custos de carve-out, contratos acessórios) que devem ser consideradas para a quantificação do valor incremental dos ativos para a Petrobras, calculada nos três cenários corporativos disponíveis, apresentou os seguintes resultados:

Tabela 6 – Equity Value da Lubnor (em US\$ milhões), no valuation interno de 12/11/2020 e análise complementar de 16/11/2020

Lubnor			
Equity Value	PE 2020-2024 Pós-Covid		
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, com base no RIAEF da Lubnor e subsequente análise complementar

220. No RIAEF original foram, ainda, valorados e incorporados ao BEV (omissis...).

221. (omissis...)

222. (omissis...). Essa atualização buscou, assim, prover a Comissão de Alienação com uma visão de valor atualizada do ativo, a fim de subsidiar a avaliação da vantagem econômica da transação no Portão 5. E, por fim, **em 11/5/2022, foi emitida uma revisão** (documento PBR-2022-0026404) dessa atualização, com o objetivo de adequar o (omissis...).

223. Ambas as análises apresentaram relatórios de avaliação completos, cada qual substituindo o RIAEF precedente, com duas visões de valor: o Caso PE 2022-2026 e o Caso Proposto.

224. (omissis...):

Tabela 7 – BEV da Lubnor (em US\$ milhões), na atualização do valuation interno de 22/4/2022 e subsequente revisão de 11/5/2022

Lubnor			
BEV (RO + custos remanescentes)	PE 2022-2026		
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, com base nos documentos PBR-2022-0022296 e PBR-2022-0026404

225. Já o Equity Value, (omissis...):

Tabela 8 – Equity Value da Lubnor (em US\$ milhões), na atualização do valuation interno de 22/4/2022 e subsequente revisão de 11/5/2022

Lubnor			
Equity Value	PE 2022-2026		
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
--------------	--------------	--------------	--------------

Fonte: elaboração própria, com base nos documentos PBR-2022-0022296 e PBR-2022-0026404

226. (omissis...):

Figura 4 - Histórico e projeções do Ebitda da Lubnor (em US\$ milhões)

(omissis...)

227. (omissis...)

(omissis...)

(grifos do original)

228. Destacou, ainda, que há diferenças entre as metodologias de elaboração do histórico e das projeções, de modo que se deve ter cautela na comparação dos dados.

229. Quanto às sensibilidades, com o fito de fornecer subsídio adicional ao processo decisório, foram feitas as seguintes estimativas (todas para o Resultado Operacional – RO):

(omissis...)

230. A tabela a seguir apresenta os respectivos resultados:

Tabela 9 – Sensibilidades do Resultado Operacional da Lubnor (em US\$ milhões), na versão final do valuation interno de 11/5/2022

Lubnor			
Resultado Operacional (RO)	PE 2022-2026, Caso Proposto		
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

<i>Lubnor</i>			
<i>Resultado Operacional (RO)</i>	<i>PE 2022-2026, Caso Proposto</i>		
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)		
	(omissis...)		
(omissis...)	(omissis...)		
	(omissis...)		
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, com base no RIAEF de 11/5/2022 (versão final)

231. Para efeito de comparação, a tabela seguinte compila os valores obtidos nas avaliações internas realizadas no âmbito do processo de desinvestimento para a Lubnor (Equity Value calculado a partir do RO, para a sensibilidade, considerando os mesmos impactos de contas não operacionais adotados no RIAEF para operação até 2027 e corte econômico, conforme Tabela 9 do DIP de Portão 5):

Tabela 10 – Evolução do valuation interno da Lubnor, no Caso Proposto (Equity Value, em US\$ milhões)

<i>Lubnor</i>			
<i>Equity Value</i>	<i>Cenários</i>		
	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

(omissis...)

232. *A versão final do RIAEF elencou as principais alterações (de premissas ou parâmetros) que influenciaram a alteração do valuation da Lubnor, em relação ao RIAEF original (de 12/11/2020):*

(omissis...)

(grifos nossos)

233. *Tais alterações foram objeto de maior detalhamento neste relatório, anteriormente na presente seção, assim como no Apêndice C, tópico C.9.*

234. *A tabela a seguir apresenta a quantificação dessas parcelas de influência no Equity Value:*

Figura 5 - Discriminação dos impactos das alterações de premissas ou parâmetros na versão final do valuation interno da Lubnor, no Caso Proposto (Equity Value, em US\$ milhões)

(omissis...)

(omissis...)

Análise quantitativa de riscos: estimativa de incerteza sobre o valor da Lubnor

235. *Em atendimento a recomendação da CGU, consignada no Relatório de Avaliação referente ao acompanhamento efetuado por aquele órgão de controle, mencionado anteriormente e objeto de detalhamento no Apêndice A deste relatório, a Petrobras aplicou técnica probabilística e emitiu nota apresentando uma análise quantitativa de riscos para estimar probabilisticamente a incerteza sobre o valor estimado para a Lubnor. Consoante registra a Petrobras no DIP PORTFOLIO 25/2022 (Portão 5 da Lubnor):*

No âmbito do processo competitivo do Projeto Phil – cluster RLAM, a CGU recomendou que a Petrobras utilizasse técnicas probabilísticas para ter uma estimativa de incerteza do valor do ativo. Foi inserida, na Sistemática, disposição no sentido de que a Análise Quantitativa de Risco ao Valor dos Ativos dos Projetos de Desinvestimento será realizada para suportar a decisão de Portão 5 dos projetos cujo valor da proposta se situe em patamar inferior ao valor do ativo calculado no cenário Base, constante do Relatório Interno de Avaliação Econômico-Financeira - RIAEF.

Conforme exposto (...), como a proposta se situa acima de todos os cenários corporativos com relação ao Caso PE 2022-2026, referência para a tomada de decisão, e também se encontra acima do cenário Base do Caso Proposto com sensibilidade à operação da LUBNOR em perpetuidade, não seria necessária a realização da análise de VPL Estocástico. Entretanto, tal como em relação à análise sobre o timing da venda, na mesma reunião de 13/04/2021, do CTE-ID, foi estabelecido o critério para a definição dos projetos de desinvestimento, conforme cronograma estipulado, para os quais seria realizada a análise quantitativa de riscos para o valor do ativo. O Projeto Phil – (omissis...) - cluster LUBNOR faz parte desse grupo. Assim, em 03/05/2022, por meio do Documento PBR-2022-0024576, RISCOS/RP emitiu o Relatório da Análise quantitativa de riscos ao valor dos ativos em desinvestimento do Projeto Phil – cluster LUBNOR (...).

Em 11/05/2022, em função da Revisão da Atualização do RIAEF promovida por DESEMPENHO nessa mesma data, RISCOS/RP emitiu, por meio do Documento PBR-2022-0026466, o novo Relatório da Análise quantitativa de riscos ao valor dos ativos em desinvestimento do Projeto Phil – cluster LUBNOR (...).

Para atender à referida recomendação, foram utilizados modelos próprios de simulação de preço de óleo combustível, taxa de câmbio, Brent, entre outros, de forma a incorporar a incerteza desses fatores de risco ao modelo de valuation do cluster LUBNOR aplicado pelo DESEMPENHO, gerando uma estimativa de incerteza de valor dos ativos que compõem o projeto. A análise quantitativa de riscos ao valor do projeto de desinvestimento foi realizada com base no Caso Proposto (cenário Base) da Revisão da Atualização do RIAEF emitida em 11/05/2022. Nesse sentido, assim como os três cenários corporativos, a análise foi estruturada com base no corte

econômico para a LUBNOR em 01/06/2023, considerado mais vantajoso do que seguir com as operações até 2027, quando então há uma restrição legal para continuar operando (...).

(grifos nossos)

236. *A nota descreve a metodologia empregada, definindo as seguintes variáveis (premissas) como mais relevantes para a definição de valor da Lubnor, e, portanto, a serem utilizadas de forma estocástica na análise quantitativa de riscos:*

(omissis...)

237. *(omissis...)*

238. *Esclarece, ainda, que:*

(omissis...)

239. *Foram sensibilizados, ainda, os principais itens que se somam ao BEV para composição do Equity Value:*

(omissis...)

(grifo nosso)

240. *Assim, utilizando a simulação de Monte Carlo, foram obtidos os percentis de distribuição de probabilidade do valor presente líquido (VPL) da Lubnor, destacando-se os principais na tabela a seguir:*

Tabela 11 – Valores dos principais percentis da distribuição de probabilidade obtida para o VPL da Lubnor (em US\$ milhões)

<i>Percentil</i>	<i>VPL (US\$ MM)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>

Fonte: análise quantitativa de riscos do valor da Lubnor, elaborada pela Petrobras

241. *(omissis...)*

242. *Adicionalmente, para melhor visualizar a contribuição de cada uma das variáveis simuladas na formação do valor da Lubnor, “foi executada a simulação de cada fator de risco de forma individual (demais variáveis mantidas conforme cenário determinístico)”, cujos resultados são retratados na figura a seguir (gráfico tipo Tornado), (omissis...):*

Figura 6 – Contribuição das variáveis simuladas na incerteza total acerca do valor da Lubnor

(omissis...)

Fonte: reprodução do Gráfico 3 da análise quantitativa de riscos do valor da Lubnor, elaborada pela Petrobras

243. *(omissis...)*

244. (omissis...):

Tabela 12 – Valores dos principais percentis da distribuição de probabilidade obtida para o VPL da Lubnor, considerando perpetuidade (em US\$ milhões)

<i>Percentil</i>	<i>VPL (US\$ MM)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>

Fonte: análise quantitativa de riscos do valor da Lubnor, elaborada pela Petrobras

245. (omissis...). **A proposta final vencedora** recebida pela Lubnor, de US\$ 32,3 milhões (considerando o seu valor firme, em VPL), (omissis...).

246. A análise ressalva, por fim, que:

(...) as simulações realizadas são baseadas em dados históricos e replicam para o futuro o mesmo comportamento observado no passado. Assim, não consideram a possibilidade de quebras estruturais, como aquelas derivadas da aceleração da transição energética ou de saltos tecnológicos. Essas quebras estruturais podem estar inseridas nos cenários gerados pela Petrobras, como o caso da transição energética no cenário Resiliência. A inserção destas quebras nos modelos de previsão, cuja execução se mostra bastante complexa, podem impactar a distribuição de VPL.

Diante dos pontos expostos, pode-se afirmar que as técnicas probabilísticas utilizadas neste trabalho oferecem uma estimativa satisfatória para incerteza de valor do cluster LUBNOR, considerando o Caso Proposto (cenário Base).

Análise da Seinfrapetróleo

247. Analisando as informações que compuseram o RIAEF original (DIP Desempenho 224/2020) e respectiva análise complementar (DIP Desempenho 225/2020), assim como sua posterior atualização e subsequente revisão (documentos PBR-2022-0022296 e PBR-2022-0026404) não foram encontrados indícios de irregularidades na sua formulação técnica ou forma.

248. A atualização das avaliações internas, de acordo com o conjunto de premissas do novo plano estratégico aprovado pela companhia, é medida recomendável para que se tenha referências de valor devidamente alicerçadas no contexto econômico e de visões de futuro que possui a companhia no momento de tomada de decisão final acerca do desinvestimento.

249. **Foram devidamente destacadas e justificadas as premissas de maior impacto no valor do ativo e na atualização do valuation interno**, importando assinalar que as premissas e parâmetros de maior relevo para o segmento de refino em geral, no bojo dos planos estratégicos aplicáveis, já haviam sido objeto de minucioso exame por ocasião do acompanhamento da venda da Rlam (TC 024.763/2020-9), no qual não foram constatadas razões para contestação quanto a razoabilidade e consistência. A íntegra desse exame foi trazida para o Apêndice C deste relatório (em especial, sob os tópicos C.1, C.2, C.7 e C.8), tendo-se destacado supra, sinteticamente, os aspectos mais relevantes.

250. Já as premissas de impacto mais específico à Lubnor, que a tornam bastante distinta de

uma refinaria usual, foram aqui examinadas, com base na documentação típica do processo de desinvestimento, e se encontram relatadas na presente seção e no Apêndice C, sob o tópico C.9.

251. *Adicionalmente, foi demonstrada a vantagem econômica na indicação do Caso Proposto como visão de valor mais adequada ao ativo, considerando que o ajuste na precificação dos lubrificantes naftênicos a torna mais aderente à realidade e agrega valor à Lubnor.*

252. *(omissis...)*

253. *Foram realizadas, ainda, outras estimativas bastante úteis da sensibilidade do Resultado Operacional da Lubnor aos aspectos de influência mais relevantes, contribuindo para a robustez do processo de avaliação econômica e agregando o máximo de informações úteis à tomada de decisão.*

254. *Cabe ressaltar, a despeito disso, que a solidez do processo não exime os resultados de valuation da possibilidade de estarem, ao fim, ainda revestidos de significativa incerteza, sobretudo inerente às premissas e projeções. Na verdade, é exatamente no sentido de grande incerteza acerca do valor da Lubnor que indicam as sensibilidades realizadas, corroborando a atipicidade do ativo e sua dependência de alguns fatores de grande impacto, como a restrição qualitativa e os preços das correntes de petróleo de entrada, a margem bruta média da refinaria, e a margem (crackspread) do asfalto.*

255. *Outro indicativo da elevada volatilidade do valor do ativo é a expressiva variação observada entre os diversos valuations internos, realizados em momentos distintos e sob premissas de planos estratégicos contrastantes, a exemplo da variação entre o RIPAEF e o RIAEF original, (omissis...). Constata-se disso, em linha com o que assinala a Petrobras no RIAEF final, que a natureza operacional peculiar da Lubnor dificulta estimar com adequada precisão o seu valor.*

256. *Inobstante tal dificuldade, o que é indispensável, cabe repisar, é que as melhores informações disponíveis acerca da incerteza, qualitativa e quantitativamente, sejam levadas aos tomadores de decisão.*

257. *Nesse intuito, ainda como repercussão do citado trabalho da CGU no caso da Rlam, a Petrobras realizou também para a Lubnor uma análise probabilística, utilizando a simulação de Monte Carlo, com o fito de estimar a incerteza sobre o valor do ativo.*

258. *De acordo com a distribuição de probabilidades obtida, para o Caso Proposto e no cenário Base (omissis...).*

259. *Para aumentar a robustez do processo decisório e contemplar a importante hipótese de a Lubnor conseguir permanecer no local atual, mantendo suas operações para além de 2027, (omissis...), é um resultado razoável em favor da probabilidade de que a transação seja vantajosa, do ponto de vista econômico-financeiro.*

260. ***Conclui-se, do exame realizado, que a justificação das premissas e parâmetros utilizados na elaboração da avaliação econômico-financeira interna do ativo se demonstrou adequada e suficiente, não se tendo identificado razões para contestar-lhes a razoabilidade e consistência.***

261. ***Outrossim, não foram constatados quaisquer indícios de irregularidade ou impropriedade na metodologia ou nos procedimentos aplicados, em especial quanto à aderência à Sistemática para Desinvestimentos da Petrobras, de modo que é possível considerar que o valor estabelecido do ponto de vista do vendedor como critério para a alienação da Lubnor – o valuation interno de referência – foi adequadamente estabelecido.***

III.4. Discrepâncias entre os valuations

262. *Além da avaliação interna na visão do vendedor, substanciada no RIAEF, a Sistemática prevê, na passagem pelo Portão 4, a emissão opcional de uma avaliação externa (valuation report), na visão do comprador (considerando o ativo desintegrado do portfólio da Petrobras e premissas*

alinhadas às condições existentes de mercado), a qual deverá ser realizada preferencialmente pelo assessor financeiro contratado para o projeto.

263. Adicionalmente, para balizar a tomada de decisão na passagem pelo Portão 5, deverá ser contratada, junto a entidade(s) distinta(s) do assessor financeiro (consultorias externas), a emissão de uma ou mais (no mínimo duas, para ativos com valor de venda superior a US\$ 1 bilhão) fairness opinions (parecer sobre o valor justo da transação). A Sistemática faculta, ainda, a emissão (adicional) de fairness opinion pelo próprio assessor financeiro (a qual não se confunde com o valuation report mencionado no parágrafo anterior, sendo avaliações feitas em momentos distintos e com enfoque e propósito específicos).

264. Por fim, também visando subsidiar a tomada de decisão, a Sistemática estabelece que a Comissão de Alienação elabore análise comparativa entre as visões de valor obtidas por meio das análises econômico-financeiras, de modo a evidenciar o valor da transação proposta para a Petrobras e a sustentar as proposições quanto ao desfecho do projeto de desinvestimento.

265. Dessa forma, **a presente questão busca esclarecer se a Petrobras justificou as discrepâncias mais relevantes entre as avaliações externas e internas.** Para tanto faz-se necessário verificar se foram devidamente emitidas as avaliações prescritas pela Sistemática, e se foi efetuada a análise comparativa entre as visões de valor obtidas.

266. No âmbito do processo de venda da Lubnor, além do RIAEF, cujo desenvolvimento e resultados finais foram detalhados na questão anterior, foi emitido um valuation report pelo assessor financeiro (Citibank), e duas fairness opinions por consultorias externas (Rothschild e BR Partners).

267. Importa aduzir, conforme esclarece o DIP de aprovação de Portão 5, que, embora a Petrobras encaminhe suas premissas para as consultorias externas, o caráter de independência de tais avaliações é preservado, de forma que todas as premissas utilizadas na elaboração das fairness opinions são de responsabilidade e justificadas por cada instituição emissora.

Valuation Report do Citibank

268. O valuation report emitido pelo Citibank, em 12/11/2020, assumiu como fator de utilização para a Lubnor a média histórica dos últimos 5 anos, (omissis...).

269. (omissis...)

270. (omissis...)

Revisão/atualização do Valuation Report do Citibank

271. O valuation report foi posteriormente revisado pelo Citibank, em 22/4/2022, para incorporar a atualização do conjunto de premissas e as alterações ocorridas na fase de negociação. (omissis...).

272. (omissis...)

273. (omissis...)

Fairness Opinion do Rothschild

274. A fairness opinion emitida pelo Rothschild, em 28/4/2022, assumindo o valor de venda de US\$ 34,024 milhões (nominal, nos termos da proposta final, considerando as parcelas de pagamento diferido), considerou a transação justa, sob perspectiva financeira, para a Petrobras.

275. O Rothschild efetuou análises de valuation seguindo as metodologias FCD (na modalidade FCFE, fluxo de caixa livre para a firma), múltiplos de transações comparáveis, e múltiplos de companhias listadas comparáveis.

276. Na metodologia FCD, o Rothschild cinco casos de avaliação, construídos a partir da

combinação de premissas próprias, baseadas em informações públicas macroeconômicas e de mercado, com informações fornecidas pela Petrobras relativas aos contratos negociados para a transação e aos cenários do PE 2022-2026: (i) Caso Base; (ii) Caso Crescimento; (iii) Caso Resiliência; (iv) Caso Base com taxa de desconto spot, e (v) Sensibilidade com preços históricos normalizados para o crackspread.

277. (omissis...)

278. (omissis...)

279. (omissis...)

280. (omissis...)

Fairness Opinion do BR Partners

281. A fairness opinion emitida pelo BR Partners, em 28/4/2022, assumindo o valor de venda de US\$ 34,024 milhões (nominal, nos termos da proposta final, considerando as parcelas de pagamento diferido), considerou a transação justa, da perspectiva financeira, para a Petrobras.

282. O BR Partners efetuou sua análise de valuation seguindo a metodologia FCD (na modalidade FCFF, fluxo de caixa livre para a firma), considerando:

(...) informações, premissas e projeções (...) fornecidas, informadas ou validadas pela Petrobras (...), exceto premissas, informações e dados obtidos pelo BR Partners junto a fontes públicas e/ou Bloomberg, nomeadamente: projeções de inflação brasileira e americana, projeções de taxas de câmbio, projeções de preço do Brent ou informações que sejam provenientes da legislação/regulação vigente (...).

283. (omissis...)

284. (omissis...)

Análise Comparativa entre as Visões de Valor (pela Comissão de Alienação)

285. Como subsídio para a tomada de decisão, a Sistemática incumbe a Comissão de Alienação da elaboração de comparativo entre as visões de valor obtidas por meio das análises econômico-financeiras, de modo a evidenciar o valor da transação proposta para a Petrobras, e a sustentar as proposições acerca da conclusão do projeto de desinvestimento.

286. Assim, a Comissão elaborou e apresentou a análise comparativa, tanto em seu relatório final como no DIP de aprovação de Portão 5 e respectivas apresentações às instâncias decisórias competentes.

287. Além da exposição gráfica da comparação entre o valor da proposta e os resultados das avaliações econômicas internas (RIAEF atualização PE 2022-2026 e Caso Proposto) e das fairness opinions, a Comissão apresentou comparativo entre as principais premissas e parâmetros (metodologia, período de projeção do fluxo explícito, cenários, taxa de desconto, câmbio médio) utilizados em cada valuation. Ademais, elencou uma série de considerações decorrentes de sua análise comparativa, das quais cabe destacar:

(omissis...)

Análise da Seinfrapetróleo

288. Considerando os valores de cenário Base ou médios (centrais) de cada faixa de valuation, conforme a Tabela 13, abaixo, é possível efetuar uma comparação simples entre os seus resultados, em que se constata que as maiores discrepâncias ocorreram entre as avaliações internas realizadas em novembro/2020 e as demais, tanto a externa realizadas em novembro/2020 quanto as internas e externas de abril e maio/2022. São dois momentos avaliativos sustentados por conjuntos de premissas

bastante distintas, sejam elas gerais do negócio de refino, ou específicas à Lubnor, que, consoante se analisou na seção III.3 e no Apêndice C (tópico C.9, em especial), têm forte impacto na sua valoração. Além disso, vale consignar também a sensibilização à hipótese de operação em perpetuidade (considerada cenário padrão da fairness opinion do Rothschild), que constitui relevante referência adicional para o processo decisório:

Tabela 13 – Comparativo entre os valuations internos e externos da Lubnor

<i>Valuation</i>	<i>Valor de cenário Base, médio ou central da faixa de Equity Value, em US\$ MM</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>
<i>(omissis...)</i>	<i>(omissis...)</i>

Fonte: elaboração própria, com base na documentação fornecida pela Petrobras

289. *Conforme esclareceu a Comissão de Alienação em seu relatório para o Portão 5, são enviadas às instituições que elaboram as fairness opinions alguns dos conjuntos de premissas da Petrobras, como referência; todavia, elas possuem autonomia para utilizá-las ou ajustá-las conforme julgarem apropriado. Assim, foi possível às instituições considerar premissas fáticas específicas e relevantes à Lubnor – como horizonte operacional, crackspread e custo dos petróleos, ajustando-as quando necessário –, em conjunto com suas próprias premissas e projeções macroeconômicas e mercadológicas.*

290. *Outro diferencial é que as fairness opinions consideram somente o resultado operacional do ativo, enquanto as avaliações internas incorporam outras parcelas de valor relativas à transação e seus efeitos para a Petrobras (vantagens e desvantagens competitivas próprias, custos remanescentes, sinergias e dissinergias, riscos próprios, entre outros). Tudo isso posto em consideração, levando em conta cada momento avaliativo e seus conjuntos de premissas, as diferenças observadas não apresentaram discrepâncias significativas sem a devida justificção. As variações, como se expôs de toda a análise precedente, foram sustentadas em alterações de premissas que, dadas as características peculiares da Lubnor, têm grande impacto em seus resultados, e, por conseguinte, no valuation da refinaria, denotando a dificuldade em precisá-lo.*

291. *Além disso, analisando-se cada fairness opinion individualmente, quanto a premissas,*

parâmetros e metodologia utilizados na avaliação por fluxo de caixa descontado, verifica-se que foram suficientemente detalhadas, que apresentam consistência interna e razoabilidade, e que seguiram práticas usuais e amparadas na literatura do tema. Vale notar que foram devidamente detalhadas as composições das taxas de desconto utilizadas (WACC – custo de capital médio ponderado).

292. Quanto ao tratamento dado pela Petrobras à conformação das fairness opinions, conforme por ela informado em resposta a diligência feita no acompanhamento relativo à Rlam (no processo TC 024.763/2020-9), precedente a este, reproduzida também no Apêndice C deste relatório, a companhia deu cumprimento ao Acórdão 2.301/2019-TCU-Plenário por meio da Orientação 10/2019, divulgada no DIP Portfólio 208/2019, estabelecendo um questionário de avaliação a ser preenchido pelos gerentes ou coordenadores antes da submissão de Portão 5. Assim, sendo constatado, das respostas a esse questionário, que não foram atendidas as especificações de referência, o gerente ou coordenador deverá solicitar à instituição que elaborou a fairness opinion o saneamento das não-conformidades, registrando no formulário da avaliação as ressalvas identificadas e as medidas de correção adotadas.

293. Além disso, em sede de análise crítica, a própria Sistemática prescreve à Comissão de Alienação a elaboração de comparativo entre as visões de valor obtidas. Assim, o relatório da Comissão, referente ao Portão 5, contemplou essa análise comparativa – a qual foi trazida em síntese, acima, sob tópico próprio.

294. Do exposto, portanto, **conclui-se que as discrepâncias, variações ou diferenças observadas entre as avaliações internas e externas e em momentos distintos foram suficientemente justificadas pelas informações e análises produzidas pela Petrobras.**

III.5. Seleção da proposta vinculante para negociação

295. A Sistemática estabelece que, ao final da fase vinculante, a Comissão de Alienação deverá analisar e classificar as propostas vinculantes, segundo os critérios objetivos previamente definidos na Process Letter e aprovados pela Diretoria Executiva. Ato seguinte, submete-se à Diretoria Executiva a aprovação da classificação e das condições para o início das negociações com o potencial comprador, visando a obtenção das melhores condições para a Petrobras.

296. Dessa forma, **a presente questão busca esclarecer se a Petrobras justificou adequadamente o início das negociações por melhores condições.** Para tanto faz-se necessário verificar se foram realizadas as análises prescritas pela Sistemática, e se foram devidamente justificadas e apresentadas no relatório da Comissão de Alienação.

DIP de aprovação do Portão 4 (passagem à fase de negociações)

297. A aprovação de passagem pelo Portão 4, que encerra a fase vinculante e dá início à fase de negociação, foi consubstanciada, para a Lubnor, no DIP PORTFOLIO 328/2020, de 18/11/2020. O relatório da Comissão de Alienação para o Portão 4 constituiu o Anexo 2 desse DIP.

298. Segundo ambos os documentos, os critérios para classificação das ofertas vinculantes aprovado pela Diretoria Executiva, no Portão 2, foram: (omissis...).

299. **Foram recebidas**, na data estabelecida na Process Letter (12/11/2020), (omissis...).

300. O relatório da Comissão de Alienação **apresentou análise detalhada do valor de cada oferta, em tabelas, promovendo-lhes o ranqueamento por ordem de valor e a comparação com as avaliações interna e externa então disponíveis, bem como analisou as marcações no SPA e nas demais condições da oferta** (como marcações em contratos acessórios) que pudessem afetar diretamente o seu valor. Essas análises, cuja versão completa constou do Anexo 31 do Relatório da Comissão, contaram com subsídios da área jurídica da Petrobras e de escritório externo contratado para o projeto.

301. *Em conclusão quanto às marcações no SPA, o DIP PORTFOLIO 328/2020 registrou que:*
(omissis...)
302. *Para análise dos aspectos financeiros das propostas a Comissão solicitou manifestação da área de Finanças, cuja conclusão foi que:*
(omissis...)
303. (omissis...):
(omissis...)
304. *Cabe constar, por fim, que foram também verificados o cumprimento dos demais requisitos dispostos na Process Letter, bem como realizada a avaliação de integridade da contraparte mais bem classificada, não se verificando impeditivo à continuidade do processo.*
305. *Por conseguinte, acolhendo as proposições da Comissão de Alienação, a Diretoria Executiva aprovou o início das negociações por melhores condições (nos termos do SPA e demais contratos acessórios) para a Petrobras com as empresas Holding GV e Greco (proponentes em conjunto).*

Análise da Seinfrapetróleo

306. *É possível aferir, do cotejo entre os requisitos da Sistemática e os elementos contidos no DIP PORTFOLIO 328/2020, e seu Anexo 2, em especial, relatados supra, que foram observados os critérios previamente definidos para classificação das ofertas vinculantes, e que foi escolhida a proposta de melhor classificação para avançar à etapa de negociação.*
307. *Conclui-se, desse modo, que restou adequadamente justificado o início das negociações por melhores condições para a Petrobras.*

III.6. Alteração do objeto na fase de negociação

308. *De acordo com a Sistemática, o "Objeto do Projeto de Desinvestimento" é o:*
alvo do projeto de Desinvestimento devidamente delimitado, com indicação do nome e natureza jurídica do bem ou direito a ser alienado, apontando a que título a Petrobras o detém, descrevendo suas principais características, tais como, exemplificativamente: alienação de Empresa com manutenção do poder de controle, alienação de Empresa sem manutenção do poder de controle, alienação de Ativo mantendo sua operação, alienação de Ativo com cessão da operação, alienação parcial ou total de Empresa/Ativo, inclusão ou exclusão de ativos relevantes da Empresa/Ativo alienado.
309. *A "Alteração de Escopo do Projeto de Desinvestimento" é definida como a:*
modificação de condições relevantes do Projeto de Desinvestimento, tais como, exemplificativamente: alteração do percentual da alienação da Empresa/Ativo que não modifique a estrutura de poder da Empresa/Ativo, inclusão ou exclusão de ativos não significativos para Empresa/Ativo, celebração de contratos acessórios, apresentação de solução de logística ou infraestrutura.
310. *Na fase de negociação – que sucede a fase vinculante, conforme explicitado na seção anterior –, conforme a Sistemática, as tratativas visando a obtenção de melhores condições para a Petrobras poderão contemplar "tanto as condições econômicas e comerciais, quanto as contratuais, ou os demais aspectos relevantes que possam afetar a transação". A norma procedimental prescreve, ainda, que:*
Caso a Comissão de Alienação identifique ser necessário alterar o Objeto do Projeto de Desinvestimento, a referida alteração deverá ser aprovada pela Diretoria Executiva, caso em que o Projeto de Desinvestimento deverá retornar ao início da Fase 2, com nova aprovação do Portão

I pela Diretoria Executiva (...).

311. Já quanto à alteração de escopo, acaso verificada sua ocorrência ao final da fase de negociação, a norma estabelece que:

(...) a Comissão de Alienação deverá, por meio de correio eletrônico, encaminhar, a todos os Potenciais Compradores que tenham sido classificados na última etapa de Propostas Vinculantes, inclusive o primeiro colocado, a minuta final do contrato de compra e venda, solicitando que encaminhem nova proposta de valor para a Petrobras, não sendo aceitáveis outras modificações na minuta final encaminhada.

312. Dessa forma, **a presente questão busca verificar se o objeto foi alterado durante a negociação**, o que poderia ocasionar a quebra de isonomia do processo competitivo. Para tanto faz-se necessário verificar quais foram as alterações ocorridas na fase de negociação, e se foram seguidos os procedimentos previstos pela Sistemática.

DIP de aprovação do Portão 5 (aprovação da transação)

313. A aprovação de passagem pelo Portão 5 pela Diretoria Executiva, que, no caso do desinvestimento da Lubnor, válida e remete ao Conselho de Administração (CA) da Petrobras a proposta de aprovação da assinatura dos contratos da transação com o potencial comprador (signing), foi consubstanciada no DIP PORTFOLIO 25/2022, de 12/5/2022. O relatório da Comissão de Alienação para o Portão 5 constituiu o Anexo 8 desse DIP.

314. Conforme registra o DIP:

*Em 03/12/2020, iniciou-se o processo de negociação com o grupo ofertante integrado pelas sociedades Holding GV Participações S.A. e Greco Investimentos em Participações Societárias Ltda. (doravante, “grupo ofertante HGV”), que apresentou a melhor oferta conjunta, cujos detalhes constam no Relatório da Comissão de Alienação para o Portão 5 (Anexo 8). **Ao fim das negociações, a Comissão de Alienação concluiu que deveria haver Bid Final, ante a identificação de modificação significativa dos termos do contrato para compra e venda de petróleo Jubarte (contrato acessório de maior representatividade na transação), bem como alterações substanciais dos termos negociados em relação às cláusulas do CCVA, como por exemplo, a alteração do pacote ambiental negociado (detalhado na seção F.1 deste DIP).***

(grifos nossos)

315. As alterações nos termos dos contratos negociados são descritas tanto no DIP quanto no relatório da Comissão. Quanto aos participantes nas negociações, o DIP assim resumiu:

Relativamente à negociação do CCVA, a Comissão obteve o assessoramento contínuo do JURÍDICO/GG-ANE/JPORT e do escritório Machado Meyer e, conforme o tema da cláusula negociada, assessoramento, sob demanda, das demais áreas participantes do Grupo do Projeto com a correspondente atribuição/expertise. A negociação do contrato imobiliário contou com a assessoria especializada da equipe de Direito Imobiliário do escritório Machado Meyer, que auxiliou as equipes de PORTFOLIO e INP. As negociações dos demais contratos acessórios foram conduzidas diretamente pelas áreas responsáveis por tais contratos, tendo sido assessoradas pelas áreas do JURÍDICO que lhes prestam suporte.

316. O Apêndice D deste relatório apresenta um resumo das principais condições negociadas no CCVA e os principais contratos acessórios alterados. Importa registrar que o relatório da Comissão para o Portão 5 (Anexo 8 do DIP) abordou detalhadamente todas as alterações de redação e de condições dos contratos na fase de negociação.

317. Assim, “em razão da mudança de escopo decorrente das negociações das cláusulas do CCVA e dos contratos acessórios em relação às minutas originais disponibilizadas aos potenciais compradores no VDR [Virtual Data Room], na fase vinculante”, a Comissão de Alienação deu efeito às determinações da Sistemática e solicitou aos potenciais compradores participantes da fase

vinculante o encaminhamento de novas propostas (Bid final).

318. *Dessa maneira, conforme o DIP de Portão 5:*

*(...) em 11/03/2022, a área de PORTFOLIO da Petrobras orientou que seu Assessor Financeiro, Citibank, enviasse a Process Letter aos potenciais compradores que participaram da fase vinculante, convidando-os a participar do Bid Final (Anexo 5.1 ao Relatório da Comissão de Alienação, Anexo 8 a este DIP) e estabelecendo os procedimentos que deveriam ser adotados por tais potenciais compradores para apresentação de suas respectivas propostas. Tanto o JURIDICO quanto FINANÇAS avaliaram o conteúdo da Final Bid Process Letter (Anexos 5.2 e 5.3 ao Relatório da Comissão de Alienação, Anexo 8 a este DIP). **Em relação ao CCVA e demais contratos da transação, com exceção (i) de questões personalíssimas (como, por exemplo, nome do Comprador, dentre outras de mesma natureza), (ii) da adesão ou não ao TSA, contrato acessório de natureza opcional, e (iii) da inclusão das condições de pagamento diferido, não foi permitido que os potenciais Compradores realizassem quaisquer modificações nos documentos negociados.***

(...)

(omissis...)

(...)

Destaque-se que, com o objetivo de preservação do tratamento isonômico, a Comissão diligenciou no sentido de que ambas as minutas de Final Bid Process Letter que seriam encaminhadas aos grupos ofertantes aptos a participar do Bid Final do Projeto Phil/cluster LUBNOR fossem analisadas pelo JURIDICO, o qual, por sua vez, não vislumbrou óbices de cunho jurídico.

319. *Conforme mencionado pelo DIP, portanto, em 7/3/2022, (omissis...).*

320. *Em vista disso, (omissis...).*

321. *Prossegue o DIP de Portão 5, com relação aos procedimentos relativos ao bid final:*

Em 23/03/2022, foi emitido um adendo à Process Letter (Anexo 5.6 ao Relatório da Comissão de Alienação, Anexo 8 a este DIP), com a finalidade de postergar os prazos estabelecidos na Process Letter original e a reapresentação do Apêndice A com mero ajuste de redação, sem alteração de quaisquer aspectos atinentes às regras de participação no processo. Com a postergação, o Bid Final foi remarcado para 22/04/2022.

***Em 13/04/2022, data prevista para os potenciais compradores enviarem as informações solicitadas no Apêndice B da Process Letter, (omissis...). Em 14/04/2022, ambos os grupos ofertantes cumpriram os requisitos exigidos para essa data:** informar a existência de novos parceiros na oferta (Offering Group), a descrição dos membros do grupo ofertante e a empresa-veículo que assinará o CCVA como Compradora. O Grupo Ofertante HGV/Grecor informou o ingresso da Greca Distribuidora de Asfaltos Ltda como membro.*

(omissis...)

(grifos nossos)

Análise da Seinfrapetróleo

322. *A análise das alterações promovidas na fase negocial, em confronto com os dispositivos – e as definições supra transcritas – da Sistemática regentes do tema, demonstrou que tais alterações (vide Apêndice D) se circunscreveram ao escopo do projeto de desinvestimento, evidenciando não ter ocorrido alteração do objeto.*

323. *Além disso, com o objetivo de assegurar a isonomia do processo competitivo e em estrita consonância com a Sistemática, foi realizada nova etapa de apresentação de ofertas vinculantes – bid final, com todos os potenciais compradores que haviam participado do bid anterior.*

324. *Foi também analisado o impacto da alteração na precificação do petróleo Jubarte,*

principal componente da carga da Lubnor, cujo fornecimento, pela Petrobras, é objeto de contrato acessório da transação. Consoante o exame efetuado à seção III.3 e Apêndice C, tópico C.9, deste relatório, (omissis...) também impacta fortemente o equilíbrio econômico-financeiro das propostas então elaboradas. Assim, em face desse desequilíbrio e do pleito apresentado pelo potencial comprador detentor da melhor proposta, o valor do referido impacto foi estimado e considerado como deságio passível de aplicação na proposta de bid final. A mesma possibilidade foi oferecida ao outro potencial comprador, com os necessários ajustes de redação na Process Letter, visando não interferir indevidamente na formulação da proposta.

325. Conclui-se, do exposto, que **não houve alteração do objeto durante a negociação, e que a alteração de escopo ocorrida foi devidamente tratada pela Petrobras, nos termos preconizados pela Sistemática de Desinvestimentos, assegurando-se a isonomia do processo competitivo.**

III.7. Vantajosidade da alienação

326. Consoante a Sistemática, após a conclusão das negociações, obtidas as melhores condições para a Petrobras, deverá ser submetida à deliberação pela Diretoria Executiva, por meio de DIP, a proposta de aprovação da transação. A submissão à DE deve ser precedida de apreciação pelo Comitê Técnico Estatutário de Investimentos e Desinvestimentos (CTE-ID).

327. Esse DIP, que instrui a aprovação do Portão 5 do projeto, deverá conter todos os elementos que caracterizam a transação e embasam as conclusões e propostas da Comissão de Alienação, tais como avaliação econômica, cláusulas e condições contratuais relevantes, mecanismos de ajuste de preço, informações de integridade levantadas sobre o comprador, e deverá apresentar o Mapa de Riscos final do projeto, explicitando para o decisor os planos de respostas a riscos implementados, os riscos residuais e os riscos que deverão ser assumidos para a realização do projeto de desinvestimento, demonstrando assim, a gestão de riscos feita ao longo do projeto.

328. Além disso, considerando a complexidade e relevância do desinvestimento, **a área de Governança da Petrobras indicou, por ocasião de consulta quando da venda da Reman, com solução extensiva a SIX e Lubnor, que a “autorização da transferência/aporte dos ativos na NewCo, bem como a alienação integral daquela participação societária devem ser submetidas ao CA”.** Assim, após a apreciação do CTE-ID e da DE, a transação deverá ser, preliminarmente à celebração dos respectivos contratos, submetida à deliberação do Conselho de Administração (CA) da Petrobras.

329. **A presente questão busca verificar se a negociação realizada resultou em uma proposta vantajosa para a Petrobras.** Para tanto faz-se necessário examinar, além da condução dos procedimentos finais segundo a Sistemática, a adequação e completude das informações de suporte apresentadas às instâncias decisórias da companhia.

Adequação do momento para a venda

330. Os acontecimentos de 2020 fizeram com que muitos potenciais investidores reavaliassem suas prioridades e posicionamentos, preterindo momentaneamente a assunção de riscos mais elevados, a fim de aguardar um restabelecimento e/ou estabilização dos comportamentos de mercado. Além disso, muitos tiveram sua liquidez afetada por esses eventos.

331. O momento se caracterizou por incertezas sem precedentes na economia mundial, especialmente no setor de energia, tornando, de certa forma, precárias quaisquer tentativas de previsão quanto à retomada – e aos níveis de atividade em que se dará essa retomada – no pós-pandemia. O fato de haver ainda, no 2º semestre de 2021, mesmo ante o progresso da vacinação em escala global, sob elevada incerteza quanto ao retorno à normalidade econômica, ratifica aquela caracterização.

332. Isso deu ensejo a medidas adicionais de cautela na avaliação da continuidade de investimentos e desinvestimentos, como a análise da possibilidade de postergação dessa continuidade

ao pós-pandemia, ponderando-se os potenciais ganhos (recuperação) de visão de valor, frente à eventual perda de oportunidade e, principalmente, frente aos eventuais impactos da frustração dos objetivos estratégicos que constituem os pressupostos do desinvestimento.

333. Esse tema, tratado em primeira oportunidade por ocasião da venda da Rlam, foi objeto de análise pormenorizada naquela fiscalização, e tem aplicação também à Lubnor, cujo finalização do processo de venda se dá em contexto de pós-pandemia – além de turbulência na geopolítica mundial –, de modo que aquela análise e suas conclusões foram trazidas para este relatório sob o Apêndice C (tópicos C.3 e C.5, em especial).

334. Para tratar dos riscos atinentes a um momento potencialmente adverso e considerá-los no processo de tomada de decisão, a Petrobras realizou **análise complementar de riscos acerca do timing para a venda da Lubnor**, 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. **Esse procedimento, embora inicialmente sugerido por conta do contexto da pandemia mundial de Covid-19, acabou sendo incorporado pela Petrobras às análises regulares previstas na Sistemática**, sendo obrigatório para os casos em que a proposta esteja abaixo do valuation no cenário Base, e facultativo nos demais.

335. Além disso, o Mapa de Riscos do processo tratou também dos riscos e das ameaças no cenário de insucesso do desinvestimento, ou seja, de manutenção do ativo em carteira, com os consequentes reflexos econômico-financeiros. A análise desses elementos foi objeto do DIP de aprovação do Portão 5, do qual trata o tópico seguinte.

DIP de aprovação do Portão 5 (aprovação da transação pela Diretoria Executiva)

336. Conforme registrado anteriormente, a submissão de aprovação do Portão 5 pela Diretoria Executiva foi consubstanciada no DIP PORTFOLIO 25/2022, de 12/5/2022. O relatório da Comissão de Alienação para o Portão 5 constituiu o Anexo 4 desse DIP.

337. O DIP apresenta, de início, uma atualização do desinvestimento quanto aos prazos ajustados com o CADE:

Em junho/2019, a Petrobras e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) firmaram o Termo de Compromisso de Cessação de Prática (TCC) para o mercado de refino, com o objetivo de propiciar condições concorrenciais por meio do incentivo à entrada de novos agentes econômicos no mercado de refino, bem como suspender e, caso cumpridas integralmente as obrigações nele previstas, arquivar, em relação à Petrobras, o Inquérito Administrativo existente. A principal obrigação assumida pela Petrobras foi a de executar a totalidade do Projeto Phil, considerando os seguintes prazos: (a) divulgação de Teaser até 31/12/2019; (b) assinatura dos Contratos de Compra e Venda (CCVA) (Signing) até 31/12/2020; (c) Fechamento das Operações (Closing) até 31/12/2021. Posteriormente, foram aprovados, pelo CADE e pela Petrobras, termos aditivos ao TCC para a readequação dos prazos de Signing e Closing.

*Em 19/10/2021, a Petrobras enviou petição ao CADE para, dentre outros pontos, solicitar a postergação do prazo para realização do Signing do cluster LUBNOR para 30/11/2021. Até março de 2022, não houve manifestação formal do CADE quanto ao pleito. Contudo, a Companhia manteve a comunicação com o Trustee de Monitoramento durante esse intervalo sobre o processo de negociação da LUBNOR e a consequente necessidade de postergação. **Em 14 de março de 2022, a Petrobras enviou nova petição ao CADE solicitando, dentre outros pontos, a postergação do Signing da LUBNOR para até 30/06/2022 e do Closing até 30/04/2023, o que foi aprovado pelo Tribunal Administrativo de Defesa Econômica - TADE (órgão integrante do CADE que tem, dentre outras, as atribuições de julgar matéria concorrencial, exercer papéis preventivo, repressivo e educativo). Em 06/05/2022, a Superintendência Geral do CADE encaminhou à Petrobras a minuta do aditivo ao TCC, em linha com o que fora deliberado pelo TADE, permitindo que o tema seja pautado, por INP e PORTFOLIO, para deliberação pela Diretoria Executiva. A pendência de formalização do aditivo não constitui óbice à deliberação da presente pauta.***

(grifos nossos)

338. É igualmente relevante transcrever a reapresentação feita, no documento, da motivação estratégica do desinvestimento:

(...) podem-se elencar três motivadores estratégicos para a venda da LUBNOR:

(1) **manter a aderência com a orientação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) e com o Termo de Compromisso de Cessação assinado (DIP INP 435/2019, Ata DE 5.567, item único, pauta 368, e Ata CA 1.597, item 01, pauta 96), que prevê o desinvestimento da LUBNOR. Destaca-se que esse termo e seus aditivos posteriores visam promover uma dinâmica competitiva de preços alinhada à Resolução nº 9/2019 do Conselho Nacional de Política Energética (CNPE), que estabelece as diretrizes para o desinvestimento da Petrobras no segmento de Refino. Portanto, o desinvestimento em questão auxilia na adequação regulatória. Destaca-se que no PE 2022-2026 o remanescente do Projeto Phil, que representa a proposta de desinvestimento de cinco refinarias da Petrobras (após as vendas de 3 refinarias: RLAM, REMAN e SIX), foi mantido e reforça a diretriz de concluir a venda conforme o referido acordo.**

(2) **busca pela melhor alocação de capital, conforme prevê a estratégia para Refino no PE 2022-2026 de “Atuar com ativos focados na proximidade da oferta de óleo e do mercado consumidor, agregando valor ao parque de refino com processos mais eficientes e novos produtos, em direção a um mercado de baixo carbono”. (omissis...).**

(omissis...)

(3) O desinvestimento da LUBNOR é resultado da **gestão ativa de portfólio, na qual as indicações de investimentos e desinvestimentos visam a melhoria da eficiência operacional dos ativos, o retorno sobre o capital empregado, a potencial alienação de ativos e o desenho de uma melhor percepção de risco para a Petrobras, a partir de uma empresa economicamente mais forte (sólida) e com um menor custo de capital.**

(grifos nossos)

339. Conforme registrado à seção anterior, na data estabelecida para o bid final, (omissis...).

340. Em virtude da previsão de pagamentos diferidos, acrescentada ao contrato da transação durante o processo de negociação, a proposta foi submetida a análise complementar de valuation, para cálculo de seu VPL. Considerando cenário Base e Caso Proposto, (omissis...).

341. **A Comissão de Alienação verificou o atendimento de todos os requisitos da Process Letter e considerou vencedora do certame a proposta do grupo HGV/Grecor/Greca, com validade de 120 dias, contados a partir de 22/4/2021 (data da submissão do bid final). Ainda conforme a Process Letter, foi apresentada garantia financeira para o signing, na forma de carta de fiança bancária, emitida pelo Banco Itaú, no valor de 10% (dez por cento) do preço de aquisição.**

342. A apreciação prévia do CTE-ID foi encaminhada pelo DIP PORTFOLIO 24/2022, constando sua manifestação do Anexo 19 do DIP PORTFOLIO 25/2022. O CTE-ID recomendou a aprovação (Reunião CTE-ID 295, de 17/5/2022, item 1, pauta 8), pela Diretoria Executiva, das proposições contidas no DIP PORTFOLIO 24/2022 e reproduzidas no item 45 do DIP PORTFOLIO 25/2022.

343. É relevante destacar, neste ponto, as providências adotadas ao longo do desenvolvimento do projeto para a tempestiva e gradual informação dos tomadores de decisão, conforme registra o DIP PORTFOLIO 25/2022:

Dada a complexidade do Projeto, bem como sua sensibilidade, de forma a municiar os decisores, gradativamente, com as informações necessárias para a avaliação detalhada e informada da transação em tela, foram realizadas apresentações prévias, de cunho informativo, tanto em reuniões do Comitê Técnico Estatutário de Investimentos e Desinvestimento (CTE-ID) quanto nas reuniões da Diretoria Executiva (DE) e do Conselho de Administração (CA). As datas das reuniões

prévias e para deliberação estão apresentadas a seguir:

CTE-ID:

- 26/04/2022 (*apresentação geral do Projeto, incluindo condições contratuais*)
- 03/05/2022 (*apresentação de informações adicionais sobre proposta, valuations interno e externos e pareceres*)
- 10/05/2022 (*apresentação final*)
- 12/05/2022 (*apresentação final 2 - esclarecimentos adicionais*)

DE:

- 20/04/2022 (*apresentação geral do Projeto, incluindo condições contratuais*)
- 13/05/2022 (*apresentação final*)

CA e COINV:

- COINV – 26/04/2022 (*apresentação geral do Projeto, incluindo condições contratuais*)
- CA – 27/04/2022 (*apresentação geral do Projeto, incluindo condições contratuais*)
- COINV – 23/05/2022 (*apresentação final*)
- CA – 25/05/2022 (*apresentação final*)

(grifos do original)

344. ***A aprovação da transação pelo CA ocorreu em 25/5/2022, com a subsequente assinatura do CCVA com a empresa Grepar Participações Ltda., veículo societário de propriedade do grupo ofertante, formado pelas empresas Grecor Investimentos em Participações Societárias Ltda., Greca Distribuidora de Asfaltos Ltda. e Holding GV Participações S.A.***

345. ***O valor da venda, conforme já se expôs, foi de US\$ 34 milhões, sendo (a) US\$ 3,4 milhões pagos na mesma data da assinatura do contrato; (b) US\$ 9,6 milhões a serem pagos no fechamento (closing) da transação e (c) US\$ 21 milhões em pagamentos diferidos. O referido valor total da venda está sujeito ao pagamento de ajustes previstos no contrato, devidos até o fechamento da transação.***

346. ***O DIP de Portão 5, acompanhado de 19 Anexos, consignou todo o conjunto de informações atinentes às proposições da Comissão de Alienação e à proposta de aprovação da transação.***

347. ***Além das informações já detidamente abordadas em outros pontos deste relatório, tais como a avaliação econômico-financeira interna – apresentando todo o seu histórico de elaboração, atualizações e ajustes, além de destacar as principais premissas e fatores de impacto –, os estudos e pareceres adicionais a respeito de premissas e metodologia, a estimativa de incerteza do valor da Lubnor (VPL estocástico), as fairness opinions – com a devida análise comparativa de visões de valor –, as alterações contratuais negociadas, os procedimentos de bid final, o DIP conteve informação sobre os trabalhos de acompanhamento realizados pela CGU e pelo TCU (destacando as providências adotadas, como a análise sobre o timing da alienação), pareceres corporativos, jurídicos e de conformidade, e as análises de riscos atualizadas. Foi apresentada, ainda, uma síntese do impacto do desinvestimento da Lubnor na Petrobras, cujo conteúdo consta do Apêndice E (tópico E.1) deste relatório.***

348. ***Convém ressaltar que, complementarmente ao Mapa de Riscos do projeto, regularmente atualizado em todas as etapas em consonância com a Sistemática, o DIP trouxe uma análise complementar de riscos acerca do timing para a venda. O relatório e o Mapa de Riscos completo foram emitidos em 29/4/2022 e constaram do Anexo 11.2 do relatório da Comissão de Alienação (Anexo 8 do DIP de Portão 5); a análise complementar relativa ao timing da venda constou do Anexo***

11.4 do relatório da Comissão de Alienação.

349. O Mapa de Riscos apontou somente um risco que se enquadra nos critérios de reporte à Alta Administração (severidade alta ou muito alta), existente tanto no cenário de realização do desinvestimento quanto no cenário de manutenção do ativo em carteira, qual seja, o risco de não implementação de política de preços competitivos e flexíveis. O Apêndice E (tópico E.2) deste relatório apresenta o respectivo detalhamento. Outrossim, não foram identificadas ameaças à conclusão do projeto de desinvestimento com probabilidade alta ou muito alta.

350. Quanto à análise complementar de riscos acerca do timing para a venda, realizada com o objetivo de “identificar e avaliar 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”, foram identificadas 5 ameaças e 1 oportunidade, sendo que as ameaças possuem severidade entre muito baixa e média, e a oportunidade possui severidade muito baixa. O Apêndice E (tópico E.3) deste relatório apresenta mais detalhes dessa análise.

351. Adicionalmente, conforme destaca o DIP de Portão 5, **eventual decisão de postergação, por si, geraria um impacto financeiro para a Petrobras, equivalente ao custo de oportunidade do valor que poderia ser recebido do grupo HGV/Grecor/Greca, descontado o fluxo de caixa gerado pela Lubnor durante o período postergado:**

Considerando a TMA corporativa e a postergação de 2 anos, o saldo líquido do impacto em valor presente é de US\$ 0,9 MM. A não consideração desse valor na análise de riscos tem como justificativa o fato de esse impacto ser certo, não cabendo a associação de uma probabilidade à sua ocorrência.

(grifo nosso)

352. Conforme o DIP de Portão 5, considerando o balanço entre as ameaças e oportunidades mapeadas, concluiu-se que o “resultado da análise complementar não afeta as conclusões apresentadas no Mapa de Riscos” do projeto.

353. Por fim, quanto ao tratamento dado ao risco de integridade de contrapartes, ao cabo das análises todas as empresas integrantes do grupo ofertante restaram classificadas com Grau de Risco de Integridade Médio. Nada obstante, conforme o DIP de Portão 5, foram incluídas nas minutas contratuais cláusulas específicas como forma de medidas mitigatórias aos riscos de integridade e cláusulas sobre vedação ao nepotismo. O Apêndice E (tópico E.4) deste relatório apresenta mais detalhes dessa análise.

354. Em vista de todo o exposto ao longo do DIP de Portão 5, em especial quanto aos aspectos estratégicos do desinvestimento, detalhados em seção própria do DIP e no relatório da Comissão de Alienação (Anexo 8 do DIP), o documento repisa, ao final:

A transação envolvendo o cluster LUBNOR está alinhada à estratégia de “Atuar com ativos focados na proximidade da oferta de óleo e do mercado consumidor, agregando valor ao parque de refino com processos mais eficientes e novos produtos, em direção a um mercado de baixo carbono”.

(omissis...)

(grifos nossos)

355. Quanto à evidenciação do valor da transação proposta para a Petrobras, cabe reproduzir a sumarização feita nas considerações finais:

O valor a ser pago, nas condições apresentadas, encontra-se acima de todos os cenários corporativos do Caso Proposto (PE 2022-2026) e acima da estimativa do cenário Base da sensibilidade com operação da LUBNOR em perpetuidade. As instituições financeiras contratadas para a emissão de Fairness Opinion (parecer emitido por consultoria independente

sobre o valor justo da transação) consideram justo o valor da transação. (grifos nossos)

356. Assim, em conclusão, consigna o Relatório da Comissão de Alienação para o Portão 5 (Anexo 8 do DIP PORTFOLIO 25/2022):

A Comissão de Alienação, com base nas análises pelas áreas competentes e descritas no presente Relatório, considera que os termos finais dos contratos e da transação atendem aos interesses e são satisfatórios para a Petrobras nos termos da Sistemática, e, sendo assim, recomenda o prosseguimento do processo para a aprovação das instâncias competentes (...).

(grifos nossos)

Deliberação do Conselho de Administração da Petrobras sobre a alienação da Lubnor

357. A submissão de pauta ao Conselho de Administração (CA) da Petrobras é instruída por um Resumo Executivo – que pode ser acompanhado de documentos complementares, quando necessário – que contém as informações relevantes para a deliberação e deve ser distribuído aos membros do Conselho com pelo menos uma semana de antecedência à respectiva reunião do CA.

358. O Resumo Executivo referente à Lubnor (RE 52/2022, de 25/5/2022, contendo 14 Anexos) apresentou um plexo de informações similar ao contido no DIP PORTFOLIO 25/2022 (Portão 5) – contendo, portanto, todas as informações de relevo à tomada de decisão produzidas no processo de desinvestimento e aqui relatadas e analisadas.

359. A reunião do CA que deliberou sobre a alienação da Lubnor foi realizada em 25/05/2022 (Reunião 1.685), e aprovou, por maioria, a pauta proposta, nos termos do respectivo Resumo Executivo.

360. O Resumo Executivo, seus Anexos, e a certidão da reunião do CA foram disponibilizados pela Petrobras dentro dos procedimentos usuais do acompanhamento.

Análise da Seinfra petróleo

361. O exame da documentação apresentada pela Petrobras quanto à instrução, nos termos da Sistemática, dos Portões 4 e 5 do projeto de desinvestimento, no que tange à Lubnor, permitiu inferir a regularidade dos procedimentos adotados, bem como, em vista dos quesitos até aqui relatados e analisados, e, em especial, do conteúdo do DIP de aprovação do Portão 5, a adequação e suficiência na constituição do pacote de informações e documentos de suporte à decisão.

362. Foram abordados, na pauta do DIP de Portão 5, todos os aspectos relevantes da transação. Foram incorporados, ademais, elementos adicionais aos previstos na Sistemática, em compatibilidade com as especificidades do caso concreto, de modo a conferir maior robustez e segurança, tanto ao aspecto procedimental quanto ao decisório.

363. É válido afirmar, portanto, considerando a complexidade que envolve a decisão de venda de um ativo, que **não foram encontrados indícios de que não tenham sido providos às instâncias competentes da companhia os subsídios para uma tomada de decisão devidamente informada.**

364. Importa reiterar, nesse sentido, que as proposições levadas aos tomadores de decisão foram fundamentadas, cabendo destacar, do plexo de razões que recomendaram a decisão pela venda da Lubnor, o alinhamento aos objetivos estratégicos da companhia e o cumprimento do ajuste firmado com o órgão de defesa concorrencial.

365. O valor da proposta foi analisado em face da avaliação econômico-financeira interna – cujas premissas e metodologia foram também escrutinadas –, assim como dos valuations externos, substantiados 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.

366. Além disso, foi empreendida análise complementar acerca da oportunidade para a venda, com base em dados mercadológicos e análise de riscos, sopesando-se a alternativa de postergação. Desse exame, concluiu-se em favor da continuidade do projeto.

367. Ante todo o exposto, conclui-se que **não há indícios de que a negociação realizada não tenha resultado em uma proposta** – e, conseqüentemente, em uma transação – **vantajosa para a Petrobras**.

III.8. Informações adicionais / Processos e medidas correlatas

368. A título informativo, cabe registrar aqui os processos e medidas correlatas à fiscalização ora relatada, correlacionando-os, onde couber, com o exame realizado.

Solicitação do Congresso Nacional (TC 010.738/2022-3)

369. O processo TC 010.738/2022-3, autuado em 10/6/2022, cuida de Solicitação do Congresso Nacional relativa ao Ofício 115/2022/CFFC-P, de 9/6/2022, por meio do qual a Comissão de Fiscalização Financeira e Controle da Câmara dos Deputados requisitou a esta Corte de Contas a realização de fiscalização com o objetivo de avaliar a regularidade da alienação, pela Petrobras, da Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor).

370. O exame técnico indicou que já se encontrava autorizada e em execução, no âmbito do presente processo, TC 024.764/2020-5, fiscalização na Petrobras com o objetivo de avaliar a regularidade da alienação da Lubnor, de modo que se propôs informar o fato ao solicitante, ressaltando-lhe que, assim que apreciada no mérito pelo Tribunal, ser-lhe-á dada notícia quanto ao seu resultado ou outras informações adequadas ao caso, devendo-se aguardar a manifestação do Tribunal nestes autos para que seja possível o atendimento integral da solicitação.

371. Adicionalmente, em conformidade com o parágrafo único do art. 13 da Resolução-TCU 215/2008, propôs-se informar ao Ministro Walton Alencar Rodrigues, relator do presente, acerca da existência da referida solicitação, para futuro encaminhamento ao seu relator, Ministro Augusto Nardes, de cópia do acórdão, relatório e voto que vierem a ser proferidos nestes autos. Propugnou-se, ainda, estender, por força do art. 14, inciso III, da Resolução-TCU 215/2008, os atributos definidos no art. 5º daquela resolução a este processo.

IV. CONCLUSÃO

372. É importante retomar, inicialmente, consoante as informações e argumentos expostos na contextualização do desinvestimento (seção II, Visão Geral do Objeto), que a presente fiscalização parte do pressuposto do necessário desinvestimento em refino pela Petrobras, na forma ajustada com o Cade. Não se pode olvidar, todavia, que essa venda somente pode ocorrer a preços razoáveis e com a estrita observância das normas aplicáveis.

373. A principal referência normativa para o processo de desinvestimento é a “Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras”, norma interna da Petrobras que trata da metodologia para alienação de empresas e ativos. A Sistemática prevê a execução do projeto de desinvestimento em três fases – estruturação, desenvolvimento e encerramento –, e demarca em cinco “portões” as instâncias de aprovação das etapas mais relevantes do processo pela Diretoria Executiva ou outro órgão colegiado competente.

374. Além da Sistemática, considerou-se também, para verificar se a atuação dos responsáveis no processo de desinvestimento foi legal e legítima, o disposto nos art. 153 e 154 da Lei 6.404/1976 (Lei das S.A.), traduzido como o “dever de diligência”, também esperado dos administradores públicos e de sociedades de economia mista, e que contempla diversos componentes que consideram a complexidade dos processos de governança e cadeias decisórias dessas organizações. Por fim, mas não menos importante, tomou-se em consideração também o “dever de lealdade”, igualmente previsto na Lei das S.A.

375. *A execução do projeto, quanto aos ativos integrantes da (omissis...) do Projeto Phil, de que faz parte a Lubnor, foi acompanhada até o Portão 2 no processo TC 009.508/2019-8 (acompanhamento geral da Carteira de Desinvestimentos da Petrobras no biênio 2019-2020). Naqueles autos, verificou-se que a condução do desinvestimento, até o referido marco, teve adequado grau de aderência aos procedimentos ditados pela Sistemática.*

376. *Este processo, por sua vez, tem como escopo o acompanhamento relativo aos Portões 3, 4 e 5 dos ativos da (omissis...) (Regap, Reman, SIX e Lubnor) do Projeto Phil, abrangendo as etapas de proposta vinculante e de negociação – sendo que o presente relatório se refere, especificamente, à Lubnor. Não fazem parte do escopo da presente fiscalização o carve out e o closing do projeto.*

377. *Foram formuladas sete questões de auditoria para o tratamento dos riscos identificados através da análise dos documentos disponibilizados e das reuniões realizadas. Os procedimentos e análises realizados quanto a cada uma dessas questões, assim como as conclusões obtidas, foram detalhados às seções III.1 a III.7 deste relatório.*

378. *A Questão 1, objeto da seção III.1, buscou verificar se os procedimentos adotados pela Petrobras na fase de propostas não vinculantes (após o Portão 2) tiveram adequado grau de aderência às prescrições da Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras.*

379. *A Questão 2, objeto da seção III.2, buscou verificar se a Petrobras tomou as providências necessárias para que os proponentes tivessem acesso às informações necessárias para a elaboração de propostas vinculantes compatíveis com o valor entendido pela Petrobras como justo para o ativo.*

380. *A Questão 3, objeto da seção III.3, buscou verificar se o valor que servirá de critério para verificar se a proposta é vantajosa para a Petrobras foi adequadamente estabelecido.*

381. *A Questão 4, objeto da seção III.4, buscou verificar se as possíveis discrepâncias entre as avaliações externas e as avaliações internas foram adequadamente tratadas pela Petrobras.*

382. *A Questão 5, objeto da seção III.5, buscou verificar se a seleção da proposta vinculante para negociação foi feita de forma adequada.*

383. *A Questão 6, objeto da seção III.6, buscou verificar se o objeto foi alterado na negociação.*

384. *A Questão 7, objeto da seção III.7, buscou verificar se a negociação realizada resultou em uma proposta vantajosa para a Petrobras.*

385. *As respostas a todas as questões de auditoria foram satisfatoriamente positivas, considerando as limitações inerentes aos procedimentos aplicados e o escopo e não escopo dos trabalhos, e permitiram consolidar opiniões conclusivas quanto a quatro aspectos fundamentais do processo de desinvestimento da Lubnor:*

*a) **Sobre o cumprimento da sistemática de desinvestimento da Petrobras:** 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;*

*b) **Da adequação do preço ofertado para a venda da Lubnor:** 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;*

*c) **Da adequação do momento de venda:** analisa se o momento da oferta do ativo, iniciado durante a pandemia da Covid-19 e concluído no imediato pós-pandemia, seria adequado para a*

consumação da venda;

d) **Do processo decisório para a venda da Lubnor:** 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.

IV.1. Sobre o cumprimento da Sistemática de Desinvestimentos da Petrobras

386. Verificou-se ao longo desse acompanhamento que a Petrobras vem cumprindo adequadamente a própria sistemática de desinvestimentos, as leis que norteiam esse procedimento (Lei das Estatais e Lei das Sociedades Anônimas) e os princípios constitucionais que estabelecem as diretrizes gerais sobre as condutas de entidades sobre o controle do Estado.

387. Conforme comentado, em 2017, em decorrência de fiscalização desta Corte de Contas, por meio do supracitado Acórdão 442/2017-TCU-Plenário, houve reformulação total da Sistemática então vigente na Petrobras. As mudanças ocorreram com o objetivo de adequar os procedimentos da estatal para venda de ativos aos princípios constitucionais da transparência, publicidade, isonomia, moralidade, entre outros e garantiram avanços que permitiram a rastreabilidade dos atos praticados, procedimentos abertos e mais competitivos, bem como melhorias no processo decisório, entre outros.

388. A Petrobras, dessa forma, tem disponibilizado, nos termos estabelecidos pelo indigitado Acórdão 477/2019-TCU-Plenário, regularmente e tempestivamente ao TCU informações relacionadas a todos os processos de desinvestimentos, em suas passagens pelos diversos portões decisórios. Tal atendimento, para o biênio 2019-2020, foi cumprido no âmbito do TC 009.508/2019-8, de relatoria do Ministro Walton de Alencar Rodrigues, e, no atual biênio 2021-2022, está sendo empreendido no bojo do TC 016.559/2021-5, de relatoria do Ministro Augusto Nardes.

389. Em relação aos desinvestimentos do refino, por haver processos específicos, autuados por autorização expressa do Acórdão 1.177/2020-TCU-Plenário, além da disponibilização sistemática dos documentos referentes às passagens dos portões, a Petrobras encaminha, quando diligenciada por esta Unidade Técnica, no mesmo ambiente seguro (plataforma iDeals), informações e documentos adicionais, dando total transparência de todo o processo a este órgão de controle.

390. Nesse ponto, cabe registrar que as equipes técnicas da Petrobras disponibilizaram tempestivamente todas as informações requeridas por esta SeinfraPetróleo, tanto por meio da produção e apresentação de documentos e estudos, como por meio da realização de reuniões por videoconferência para esclarecimento de dúvidas ou apresentação de questões mais complexas. Aqui, registra-se a existência de grande quantidade de documentos disponibilizados no sistema iDeals pela Petrobras ao TCU, resultado do encaminhamento sistemático determinado pelo Tribunal, do encaminhamento espontâneo de informações por parte da equipe da Petrobras e das respostas a diligências e indagações realizadas pelos auditores do TCU; bem como a realização de dezenas de reuniões entre técnicos da Petrobras e auditores deste Tribunal sobre os desinvestimentos no refino.

391. Sobre a transparência, isonomia, publicidade e competitividade do certame, verificou-se que foram convidadas diretamente a participar da licitação (omissis...), definidas com o apoio do assessor financeiro como potenciais compradoras para a Lubnor, por meio de teasers. Além disso, com a publicação do teaser no portal da Petrobras, empresas não convidadas diretamente puderam manifestar seu interesse em participar do processo de compra dos ativos e apresentar propostas, sendo, portanto, o processo transparente e com a devida publicidade, no qual buscou-se o maior número de interessados.

392. Verificou-se ainda que 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.

393. *Após ampla divulgação e possibilidade para participação de todos interessados, foram assinados, para a alienação da Lubnor, (omissis...).*

394. *Seguindo a Sistemática, a Petrobras negociou com o proponente da melhor oferta vinculante – o grupo Holding GV/Grecor – e, em razão das alterações de algumas condições jurídicas e econômicas decorrentes dessa negociação, submeteu, em novo procedimento de licitação, as condições alteradas de venda às duas participantes da fase vinculante, de forma a garantir isonomia nas condições ofertadas e possibilidade de propostas mais vantajosas à Petrobras pela Lubnor.*

395. *Esta segunda submissão finalizou-se em 22/4/2022 e obteve oferta única, apresentada pelo grupo HGV/Grecor/Greca, no valor nominal de US\$ 34,024 milhões. (omissis...). A transação foi aprovada pela Diretoria Executiva em 20/5/2022 e pelo Conselho de Administração em 25/5/2022, com a assinatura do contrato na mesma data.*

396. *Vale registrar que o cronograma do projeto foi por diversas vezes revisado e dilatado em virtude, principalmente, das restrições subjacentes à pandemia, de modo que igualmente tiveram de ser renegociados os prazos inicialmente avençados no TCC firmado com o Cade. Com a última alteração aprovada pelo Cade, o prazo para o signing do cluster Lubnor ficou definido para 30/6/2022, e o closing para 30/4/2023.*

397. *Isso posto, concluiu-se que a Petrobras vem seguindo adequadamente sua sistemática de desinvestimentos no âmbito do processo de alienação da Lubnor.*

IV.2. Da adequação do preço ofertado para a venda da Lubnor

398. *Parte relevante da análise empreendida nesta 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 Lubnor.*

399. *Sobre isso, vale registrar que a Petrobras realizou diversos estudos em distintos momentos durante o processo de desinvestimento para identificar qual seria o valor da Lubnor e seus ativos associados para a Petrobras, considerando os três cenários corporativos de seu plano estratégico – Resiliência, Base e Crescimento. Essas avaliações internas da Petrobras ocorreram sob a ótica vendedora, isto é, estimando qual o potencial de geração de caixa dos ativos ofertados para a própria estatal, considerando suas sinergias, riscos próprios, desvantagens ou vantagens dentro do sistema Petrobras.*

400. *A utilização dos cenários corporativos na elaboração do valuation interno decorre expressamente da Sistemática de Desinvestimentos. Os cenários são produzidos com as projeções da empresa para as principais premissas que afetam o valor dos ativos de refino em geral, quais sejam, preços do Brent, Câmbio R\$/US\$, Demanda Brasileira por Derivados e Demanda por Gás Natural, levando em consideração, como fator principal, o ritmo de uma possível mudança da matriz energética, com a substituição dos combustíveis fósseis por uma energia considerada mais limpa.*

401. *Nada obstante, conforme exposto na seção III.3, entende-se que a Petrobras deve utilizar como o principal parâmetro norteador da decisão sobre a venda o resultado de valuation no 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 Sarbanes-Oxley (SOx).*

402. *Disso decorre a ênfase dada pela fiscalização à verificação de razoabilidade e consistência das premissas e parâmetros utilizados, especialmente em se considerando a transição entre planos estratégicos com significativas diferenças durante o desenvolvimento do projeto de*

desinvestimento. Dessas análises, em que não se constataram razões para disputar as variáveis utilizadas, se ocupa a retrocitada seção III.3 do relatório, complementada em pormenores pelo Apêndice C.

403. Adicionalmente, tendo como foco o cenário Base, a equipe de auditoria analisou a planilha utilizada para calcular o fluxo de caixa descontado do ativo, que resulta em seu valor para a empresa, verificando em algum grau as premissas, dados de entrada, lógica, consistência e fórmulas matemáticas que compõem a planilha. Nessa análise, destaca-se a limitação de escopo da fiscalização, tendo em vista a extrema complexidade do objeto, a existência de centenas de variáveis de entrada e fórmulas matemáticas, projeções, e interrelações dessas inúmeras variáveis. Por isso, a avaliação realizada dessa planilha foi seletiva em algumas variáveis relevantes e fórmulas, alcançou alguns dados de entrada, mormente os mais relevantes e impactantes, não se podendo, contudo, atestar a completa correção da planilha. Dentro desse escopo limitado, inerente a um procedimento de auditoria, não se encontraram irregularidades.

404. Outro aspecto importante reside na devida consideração das características e especificidades do ativo para a estimação de seu valor econômico. Para tanto, foram consideradas no valuation interno da Lubnor duas visões de valor distintas para a unidade: a visão Caso PE 2022-2026, que utiliza as premissas do referido PE e (omissis...).

405. As premissas de maior impacto na valoração da Lubnor, em ambas as visões de valor, são (omissis...).

406. A avaliação interna da Lubnor sofreu uma atualização ao longo do processo, em que se alterou a referência do plano estratégico 2020-2024 Pós-Covid para o 2022-2026, (omissis...).

407. O ajuste do valuation de acordo com o conjunto mais recente de premissas específicas à Lubnor é importante para que se tenha referências de valor devidamente alicerçadas no contexto econômico e de visões de futuro que possui a companhia no momento de tomada de decisão final acerca do desinvestimento.

408. (omissis...)

409. Quanto ao primeiro fator, é importante ressaltar que a produção da Lubnor é restrita a asfalto (quase 50%), diesel marítimo, lubrificantes, óleo combustível e bunker, de modo que a margem bruta desses produtos é um de seus principais drivers de valor.

410. (omissis...)

411. (omissis...)

412. (omissis...)

413. (omissis...)

414. (omissis...)

415. A tabela a seguir apresenta as avaliações internas realizadas e os respectivos resultados:

Tabela 14 – Avaliações internas da Lubnor, visão vendedor (US\$ milhões)

Lubnor				
Equity Value	Data	Cenários corporativos		
		Resiliência	Base	Crescimento
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

(omissis...)

416. Complementarmente, atendendo a recomendações de CGU e TCU, a Petrobras efetuou uma análise quantitativa de riscos para estimar probabilisticamente a incerteza sobre o resultado de valuation interno da Lubnor. (omissis...).

417. (omissis...)

418. (omissis...)

419. (omissis...)

420. Ainda sobre o tema, observa-se que nos estudos econômico-financeiros para a realização de concessões, PPPs e privatizações, o TCU exige a estipulação de avaliação de mercado do ativo ofertado para estabelecimento de preços mínimos, que, se não atingidos, terão o condão de frustrar o procedimento de venda. Isso porque entende-se que bens públicos devem contar com proteções contra a existência de eventuais cartéis, acordos privados ou insuficiente competição, de forma a salvaguardar o erário e impedir vendas por valores baixos.

421. Enfatiza-se, no entanto, que a formulação desses estudos para estabelecimento de preço mínimo é realizada sempre sobre a ótica de mercado, ou seja, do ponto de vista do comprador e não da ótica do Estado, vendedor. Essas avaliações de mercado não consideram as particularidades do vendedor, vantagens ou desvantagens de sinergia ou competição, para sua formulação de valor, mas sim as variáveis de mercado e da indústria em particular, considerando as especificidades do ativo vendido. Portanto, não se assemelha à avaliação interna feita pela Petrobras.

422. Com relação às avaliações de mercado, do ponto de vista do comprador, a Petrobras contrata consultorias ou empresas especializadas no setor para a precificação do ativo. No caso concreto da Lubnor, foram contratadas três instituições reconhecidas no mercado para a realização de valuation report e fairness opinion. A Tabela 15, abaixo, mostra o valor de mercado estimado por essas instituições (considerando, quando calculado por mais de uma metodologia e/ou cenário, aqueles mais próximos da metodologia e cenário Base da Petrobras).

Tabela 15 – Avaliações externas da Lubnor, na visão comprador (US\$ milhões)

Valuation externo	Data	Faixa de valor
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)
(omissis...)	(omissis...)	(omissis...)

Fonte: elaboração própria, com base na documentação fornecida pela Petrobras

423. *Como se percebe, o valor ofertado pela Lubnor ficou dentro ou acima da faixa de valor das avaliações externas realizadas para emissão das fairness opinion, que contemplaram as características específicas mais recentes e ajustadas ao ativo. Quanto ao valuation report em sua versão atualizada, o valor da proposta ficou pouco abaixo de uma das visões de valor, e acima em outra, sendo importante ressaltar aqui que o Citibank considerou, em sua análise, horizonte projetivo de 13 anos (até 2035) e perpetuidade, ou seja, não considerou a limitação de operação até 2027.*

424. *Verificou-se na presente fiscalização algumas das variáveis utilizadas nos valuations externos e interno elaborados e não se encontrou discrepâncias que merecessem ressalva.*

425. *Importa ressaltar, a despeito da consistência do processo de avaliação econômico-financeira, que isso não exime os resultados de valuation da possibilidade de estarem, ao fim, ainda revestidos de significativa incerteza, sobretudo inerente às premissas e projeções. Na verdade, é exatamente no sentido de grande incerteza acerca do valor da Lubnor que indicaram as sensibilidades realizadas, corroborando a atipicidade do ativo e sua dependência de alguns fatores de grande impacto, como a restrição qualitativa e os preços das correntes de petróleo de entrada, a margem bruta média da refinaria, e a margem (crackspread) do asfalto.*

426. *A elevada volatilidade do valor do ativo pode ser observada na expressiva variação entre os resultados dos diversos valuations internos, realizados em momentos distintos e sob premissas de planos estratégicos contrastantes, assim como entre as avaliações externas, como se nota ao comparar os resultados das duas fairness opinion. Tais constatações sugerem que a natureza operacional peculiar da Lubnor dificulta estimar com adequada precisão o seu valor.*

427. *Inobstante tal dificuldade, frequentemente característica da avaliação de algumas espécies de ativos, o mais importante para o processo de desinvestimento é que as melhores informações disponíveis, tanto com relação às avaliações e sensibilidades, quanto acerca da incerteza, qualitativa e quantitativamente, sejam produzidas e levadas aos tomadores de decisão, conforme procedeu a Petrobras.*

428. *Por todo o exposto, verificou-se que o valor ofertado pela Lubnor está dentro ou acima da faixa de valores da maioria das mais recentes avaliações externas, realizadas sob o ponto de vista de mercado, bem como, nas avaliações internas, acima da faixa de valores formada pelos cenários corporativos do Caso Proposto do PE 2022-2026, e acima do valor no cenário Base do Caso Proposto sensibilizado à perpetuidade, com premissas de preço do PE 2022-2026, não cabendo opor objeções à venda da refinaria em razão do valor da oferta.*

IV.3. Da adequação do momento de venda

429. *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.*

430. *Esses eventos incidiram, primeiramente, no processo de alienação da Rlam, precedente à Lubnor. Por essa razão, as equipes de fiscalização do TCU e da CGU realizaram, no acompanhamento daquele processo, inquirições à Petrobras sobre a continuidade dos desinvestimentos no cenário calamitoso da pandemia de Covid-19.*

431. *Na ocasião, a Petrobras apresentou suas justificativas, esclarecendo que, em conjunto com o assessor financeiro contratado para o projeto (Citibank), 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 prosseguiram em alta mesmo naquele contexto. Foram objeto de análise, também, o andamento específico do processo de desinvestimento de cada cluster do projeto Phil, com o propósito de compatibilizá-los com as*

restrições de movimentação de pessoas decorrente da pandemia.

432. *Não obstante, a Petrobras reconheceu a possibilidade de que a visão de valor dos ativos pudesse sofrer algum efeito da pandemia. Contudo, arguiu que esse efeito se limitaria ao curto prazo, e que a parcela mais significativa do valor do ativo advém das estimativas de fluxo de caixa ao longo do horizonte projetivo, as quais 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).*

433. *Além disso, arguiu-se que 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.*

434. *Para abarcar esse quesito da tomada de decisão, a Petrobras decidiu realizar, para cada cluster, 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. Esse procedimento, cabe ressaltar, embora inicialmente sugerido por conta do contexto da pandemia mundial de Covid-19, acabou sendo incorporado pela Petrobras às análises regulares previstas na Sistemática, sendo obrigatório para os casos em que a proposta esteja abaixo do valuation no cenário Base, e facultativo nos demais.*

435. *Para a Lubnor, embora não se tenha identificado nenhum risco de severidade alta ou muito alta, a análise apontou, supondo uma postergação por dois anos, que o impacto financeiro para a Petrobras, somente em decorrência do custo de oportunidade do valor que poderia ser recebido do grupo HGV/Grecor/Greca, descontado o fluxo de caixa gerado pela Lubnor durante o período postergado, seria, considerando (omissis...), de US\$ 0,9 milhões em valor presente líquido.*

436. *Importa aduzir que o Mapa de Riscos do processo tratou também dos riscos e ameaças no cenário de insucesso do desinvestimento, ou seja, de manutenção do ativo em carteira, e que nesse cenário foi apontado somente um risco de severidade alta ou muito alta, qual seja, o risco de não implementação de política de preços competitivos e flexíveis.*

437. *Contrapondo as ameaças e as oportunidades mapeadas, e considerando os aspectos econômico-financeiros e estratégicos da transação, a Petrobras concluiu pela adequação do timing da venda.*

438. ***Concluiu-se, assim, do conjunto de aspectos examinados, que a Petrobras empreendeu adequada análise da oportunidade (timing) para a venda, em que considerou os impactos de um eventual momento potencialmente adverso e as alternativas existentes, de modo a justificar a continuidade do desinvestimento.***

IV.4. Do processo decisório para a venda da Lubnor

439. *Outro ponto a que se dedicou especial atenção no acompanhamento realizado foi a qualidade do processo decisório. 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.*

440. *Além do pacote de informações e documentos já previstos na Sistemática, que, regra geral, por si já permitiria a adequada tomada de decisão, buscou-se verificar se foram adotadas medidas adicionais em face das especificidades e características intrínsecas do negócio (e do ativo), sobretudo daqueles pontos em que se visualizou algum risco ou incerteza não tratada pela regra geral.*

441. *Assim foi que, da interação com os trabalhos realizados pela CGU e por esta SeinfraPetróleo, a Petrobras lançou mão de diversos procedimentos adicionais – tendo já internalizado alguns, inclusive, em sua Sistemática de Desinvestimentos, por meio da oitava revisão –, destinados a sanar as dívidas lançadas e a examinar pontos de incerteza, confirmando ou retificando aspectos do processo.*

442. *Esse proceder foi refletido nos esclarecimentos prestados no atendimento às diligências, nos esforços dedicados ao processo de avaliação econômico-financeira – com a justificação das premissas mais relevantes, tanto inicialmente quanto nos momentos em que foi necessário revisá-las ou atualizá-las –, nos estudos e pareceres externos acerca da consistência dessas premissas e da metodologia aplicada, e, por fim, no exame e apresentação às instâncias decisórias da companhia, por meio do pacote de suporte à aprovação de Portão 5 (concretização do desinvestimento e subsequente assinatura dos contratos da transação, conforme previsto na Sistemática), de todos os aspectos relevantes ao projeto, e, portanto, à tomada de decisão.*

443. *O acompanhamento realizado também procurou verificar a devida contemporização das etapas do projeto, com atenção a alterações de cronograma e respectivas justificativas, bem como quanto à periódica atualização de informações aos gestores e aos prazos estimados para as tomadas de decisão.*

444. *Cabe destacar que a tomada de decisão de venda de um ativo como a Lubnor é de grande complexidade, e não se resume a uma simples comparação entre o valor proposto e o valor desejado ou o valor de mercado. Esses são fatores de relevo, mas que figuram lado a lado com outros de igual importância, como os aspectos estratégicos e de riscos avaliados pela companhia desde a decisão que colocou os ativos em processo de desinvestimento.*

445. *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, substanciados no valuation report e nas fairness opinions. Restou demonstrada tanto a vantagem econômica do ponto de vista do vendedor, consideradas as alterações havidas nas premissas e nos contratos durante a fase de negociação, como a compatibilidade com o valor do ativo visto pelo mercado.*

446. *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 e a limitação à emissão de gases poluentes na atmosfera, exige que a empresa busque a máxima eficiência na alocação de seu capital, em especial de investimentos, buscando – por exemplo – a focalização de investimentos priorizados, como no caso do Pré-Sal; essa mesma tendência, ademais, coloca sob elevada incerteza o nível de atratividade futura de ativos de refino e correlatos, chamando atenção para os riscos que envolvem eventual perda de oportunidades presentes (além do evidente custo de oportunidade, referente ao valor da transação no tempo).*

447. *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 pela DE e CA e a assinatura do contrato.*

448. *Assim, de todo o exame realizado, **concluiu-se que os procedimentos seguidos e a***

constituição do pacote de informações e documentos de suporte à decisão foram adequados e suficientes para que a tomada de decisão pelas instâncias competentes da Petrobras fosse devidamente fundamentada e informada.

IV.5. Considerações finais

449. *Diante de todo o exposto, com base no escopo definido, nas limitações, e nas análises e testes aplicados no presente acompanhamento para aferir a aderência dos procedimentos e dos processos decisórios à Sistemática de Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras, propõe-se considerar que a Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) atendeu, sob ponto de vista formal, à referida Sistemática, relativamente ao processo de desinvestimento da Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor), no âmbito do Projeto Phil – (omissis...), não tendo sido 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.*

450. *Propõe-se, ademais, considerando a manifestação fundamentada da Petrobras (peças 90 a 93) com relação à classificação de sigilo da informação, lastreada no art. 8º, § 3º, inciso III, c/c art. 11, inciso III, da Resolução-TCU 294/2018, no sentido de que seja dado tratamento confidencial aos trechos e informações por ela indicados, seja tornada pública a versão do presente relatório em que tais informações foram substituídas por omissis (peça 95), mantendo-se a incidência de sigilo sobre o presente relatório, sem omissões.*

451. *Por fim, considerando que o acompanhamento do processo de desinvestimento da Unidade de Industrialização do Xisto (SIX), concluso nos termos do Relatório de Acompanhamento contido à peça 71, ainda não foi apreciado – vez que o presente processo teve de ser solicitado ao Relator para viabilizar a conclusão do acompanhamento referente à Lubnor –, propõe-se fazer remissão, no encaminhamento deste, àquele relatório e à proposta de encaminhamento nele contida.*

V. VOLUME DE RECURSOS FISCALIZADOS E BENEFÍCIOS DO CONTROLE

452. *O Volume de Recursos Fiscalizados (VRF), nos processos de fiscalização deste Tribunal, tem seus critérios para cálculo e registro determinados pela Portaria-TCU 222/2003. De acordo com a segunda parte do item 1.2 do Anexo I da Portaria TCU 222/2003, “tendo havido adjudicação para uma empresa, o VRF será o valor da proposta vencedora”.*

453. *Desse modo, o VRF da fiscalização ora relatada, estimado na forma proposta, é de (omissis...).*

454. *Importa aduzir que este valor se refere somente ao acompanhamento relativo à Lubnor, e não ao processo como um todo, que deverá ser somado aos desinvestimentos já concluídos das demais refinarias da (omissis...) do Projeto Phil (Reman e SIX), e atualizado quando da conclusão do desinvestimento da Regap (em curso).*

455. *A atual sistemática de quantificação e registro sobre os benefícios das ações de controle externo está regulamentada pela Portaria-Segecex 17/2015. Neste processo, os benefícios potenciais estimados deste acompanhamento relacionam-se, em especial, além da manutenção da expectativa de controle gerada pela atuação continuada desta Corte de Contas, à melhoria do processo decisório da Petrobras, com a oferta de melhores informações às suas instâncias decisórias, bem como ao aumento da transparência e à maior garantia de que a tomada de decisão ocorra no melhor interesse da companhia.*

VI. PROPOSTA DE ENCAMINHAMENTO

456. *Ante todo o exposto, submetem-se os autos à consideração superior, para posterior envio ao Gabinete do Ministro Walton Alencar Rodrigues, propondo:*

456.1. *Apreciar e deliberar acerca do acompanhamento do processo de desinvestimento da Unidade de Industrialização do Xisto (SIX), nos termos do Relatório de Acompanhamento contido à peça 71, consoante a proposta de encaminhamento nele oferecida; e*

456.2. *Com fulcro art. 241, inciso II, do Regimento Interno do TCU, e em atenção aos Acórdãos 442/2017-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro José Múcio Monteiro, 477/2019-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro Aroldo Cedraz, e 1.177/2020, de relatoria do Ministro Walton Alencar Rodrigues, considerar que a Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) atendeu, sob ponto de vista formal, aos ditames da Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras, relativamente ao processo de desinvestimento da Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor), no âmbito do Projeto Phil – (omissis...), não tendo sido 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;*

456.3. *Tornar público o relatório de peça 95 com as omissões dos trechos cuja informação foi classificada como confidencial pela Petrobras, com fundamento no art. 8º, § 3º, inciso III, c/c art. 11, inciso III, da Resolução-TCU 294/2018, e manter o sigilo do presente relatório em sua versão completa, sem omissões, bem como das demais peças dos presentes autos com sigilo atribuído no Sistema e-TCU, de modo que a concessão de vistas e cópias destes autos seja feita de acordo com as restrições ou permissões ali constantes;*

456.4. *Encaminhar cópia do Acórdão que vier a ser proferido à Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras), informando-a de que o conteúdo da decisão poderá ser consultado no endereço www.tcu.gov.br/acordaos; e*

456.5. *Restituir o presente processo para as providências finais elencadas no Acórdão que vier a ser proferido, relativas ao tratamento do sigilo da informação, e prosseguimento do acompanhamento quanto aos demais ativos do Projeto Phil, (omissis...), nos termos do subitem 95.3 do Anexo da Portaria-Segecex 27 de 9/12/2016”.*

VOTO

Trata-se de Solicitação do Congresso Nacional, por meio do qual o Deputado Federal Áureo Ribeiro, 1º Vice-Presidente da Comissão de Fiscalização Financeira e Controle da Câmara dos Deputados, requisita ao TCU a realização de fiscalização com o objetivo de avaliar a regularidade da alienação pela Petróleo Brasileiro S/A (Petrobras) da Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor).

2. Em etapa processual anterior, este Tribunal proferiu o Acórdão 2.385/2022-TCU-Plenário, cujos termos essenciais transcrevo a seguir (negritos acrescidos):

“9.1. conhecer da presente solicitação, por estarem preenchidos os requisitos de admissibilidade previstos nos artigos 38, inciso I, da Lei 8.443/1992, 232, inciso III, do Regimento Interno do TCU e 4º, inciso I, alínea ‘b’, da Resolução - TCU 215/2008;

9.2. comunicar ao solicitante, Exmo. Sr. Deputado Federal Áureo Ribeiro, 1º Vice-Presidente da Comissão de Fiscalização Financeira e Controle da Câmara dos Deputados, que já se encontra autorizada e em execução, no âmbito do processo TC 024.764/2020-5, sob a relatoria do Min. Walton Alencar Rodrigues, a realização de fiscalização na Petrobras com o objetivo de avaliar a regularidade da alienação, pela Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras), da Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor), e que, assim que apreciada no mérito pelo Tribunal, dar-se-á notícia quanto ao seu resultado ou outras informações adequadas ao caso, devendo-se aguardar a manifestação do Tribunal naquele processo para que seja possível o atendimento integral desta solicitação;”

3. Por meio do item 9.6 do retromencionado acórdão, determinou-se o sobrestamento destes autos, com fundamento no art. 47 da Resolução-TCU 259/2014, até que fossem encaminhadas as informações relativas ao processo conexo, necessárias ao integral cumprimento do solicitado.

4. Nesse sentido, informa-se que, em 10/5/2023, houve a apreciação do acompanhamento realizado no TC 024.764/2020-5, tendo sido prolatado o Acórdão 921/2023-TCU-Plenário, relator Ministro Walton Alencar Rodrigues, nos seguintes termos:

“9.1. considerar que a Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) atendeu, sob o ponto de vista formal, aos ditames da Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras, relativamente ao processo de desinvestimento da Unidade de Industrialização do Xisto (SIX) e da Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor), ambas no âmbito do Projeto Phil – Fase 2, não tendo sido identificadas impropriedades ou irregularidades nos demais aspectos avaliados quanto a: adequação do preço ofertado para a venda; oportunidade da venda; e qualidade da fundamentação e da informação do processo decisório;”

5. Assim, uma vez concluída a fiscalização realizada sobre o processo de desinvestimento da Lubnor, determino o encaminhamento, ao solicitante, de cópia da correspondente deliberação desta Corte de Contas, constituída no acórdão supracitado, bem como do relatório e do voto que o fundamentaram, considerando-se, com isso, integralmente atendida a presente solicitação.

6. Por fim, não mais persistindo os motivos que lhe deram ensejo, determino que seja levantado o sobrestamento deste processo, com base no art. 157 do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União c/c art. 47, § 3º, da Resolução TCU 259/2014.

Ante o exposto, VOTO pela adoção da minuta de acórdão que trago a este Colegiado.

TCU, Sala das Sessões, em 23 de agosto de 2023.

Ministro JOÃO AUGUSTO RIBEIRO NARDES
Relator

GRUPO I – CLASSE II – Plenário

TC 010.738/2022-3.

Natureza: Solicitação do Congresso Nacional.

Unidade Jurisdicionada: Petróleo Brasileiro S/A.

Solicitante: Comissão de Fiscalização Financeira e Controle da Câmara dos Deputados.

Representação legal: não há.

SUMÁRIO: SOLICITAÇÃO. CONGRESSO NACIONAL. PETROBRAS. ACOMPANHAMENTO DA DESESTATIZAÇÃO DA REFINARIA LUBNOR. FISCALIZAÇÃO SENDO REALIZADA EM PROCESSO ESPECÍFICO DESTES TRIBUNAL. SOBRESTAMENTO. FISCALIZAÇÃO CONEXA CONCLUÍDA. LEVANTAMENTO DO SOBRESTAMENTO. ENCAMINHAMENTO DE DELIBERAÇÃO. ATENDIMENTO INTEGRAL. ARQUIVAMENTO.

RELATÓRIO

Adoto como relatório a instrução lavrada por auditor da Unidade de Auditoria Especializada em Petróleo, Gás Natural e Mineração (peça 17), transcrita a seguir, que contou com a anuência do dirigente daquela unidade (peça 18):

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de Solicitação do Congresso Nacional relativa ao Ofício 115/2022/CFFC-P, de 9/6/2022 (peça 1), por meio do qual o Exmo. Sr. Deputado Federal Áureo Ribeiro, 1º Vice-Presidente da Comissão de Fiscalização Financeira e Controle da Câmara dos Deputados, requisita a esta Corte de Contas – em virtude de aprovação, pela referida comissão, do Requerimento 63/2022-CFFC (peça 3), de autoria do Deputado Federal Jorge Solla – a realização de fiscalização com o objetivo de avaliar a regularidade da alienação, pela Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras), da Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor).

II. HISTÓRICO

2. Em 26/7/2022, mediante instrução inicial (peça 9) da presente SCN, apontou-se que, nos termos da autorização contida no Acórdão 1.177/2020-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro Walton Alencar Rodrigues, fora autuado o processo TC 024.764/2020-5, para o acompanhamento dos desinvestimentos da Refinaria Gabriel Passos (Regap), Refinaria Isaac Sabbá (Reman), Unidade de Industrialização do Xisto (SIX) e Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor).

3. Indicou-se, ainda, que os trabalhos de fiscalização no âmbito do referido acompanhamento estavam sendo realizados em compasso com o progresso dos respectivos desinvestimentos, e que a venda da Lubnor havia sido recém firmada, em 25/5/2022, de modo que estava em etapa conclusiva o respectivo acompanhamento.

4. Ressaltou-se, quanto ao teor do acompanhamento, que, à semelhança dos demais desinvestimentos em refino, estava sendo contemplada, dentre outras questões, avaliação específica acerca da adequação do preço ofertado para a venda da refinaria e seus ativos associados, em consonância com a principal preocupação externada pelo Deputado Jorge Solla na motivação do Requerimento 63/2022-CFFC.

5. Diante disso, considerando que já estava em curso fiscalização com objeto semelhante ao da solicitação, propôs-se informar tal fato ao solicitante, ressaltando-lhe que, assim que apreciada no mérito pelo Tribunal, dar-se-ia notícia quanto ao seu resultado. Outrossim, no aguardo da

manifestação do Tribunal no TC 024.764/2020-5, propôs-se o sobrestamento deste feito, até que se fizesse possível o atendimento integral da solicitação.

6. O encaminhamento proposto foi acolhido pelo Acórdão 2.385/2022-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro Augusto Nardes (peça 12), com a subsequente adoção das providências alvitradas.

III. EXAME TÉCNICO

7. Em 10/5/2023, em apreciação do acompanhamento realizado no TC 024.764/2020-5, foi prolatado o Acórdão 921/2023-TCU-Plenário, relator Ministro Walton Alencar Rodrigues, por meio do qual o TCU decidiu:

9.1. considerar que a Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) atendeu, sob o ponto de vista formal, aos ditames da Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras, relativamente ao processo de desinvestimento da Unidade de Industrialização do Xisto (SIX) e da Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor), ambas no âmbito do Projeto Phil – Fase 2, não tendo sido identificadas impropriedades ou irregularidades nos demais aspectos avaliados quanto a: adequação do preço ofertado para a venda; oportunidade da venda; e qualidade da fundamentação e da informação do processo decisório;

8. Assim, uma vez concluída a fiscalização realizada sobre o processo de desinvestimento da Lubnor, propõe-se o encaminhamento, ao solicitante, de cópia da correspondente deliberação desta Corte de Contas, constituída no acórdão supracitado, bem como do relatório e do voto que o fundamentaram, considerando-se integralmente atendida a solicitação objeto do presente processo.

9. Por fim, não mais persistindo os motivos que lhe deram ensejo, propõe-se seja levantado o sobrestamento deste processo, com base no art. 157 do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União c/c art. 47, § 3º, da Resolução TCU 259/2014.

IV. CONCLUSÃO

10. O presente processo tratou de atender à Solicitação do Congresso Nacional (SCN) relativa ao Ofício 115/2022/CFFC-P, de 9/6/2022 (peça 1), por meio do qual o Exmo. Sr. Deputado Federal Áureo Ribeiro, 1º Vice-Presidente da Comissão de Fiscalização Financeira e Controle da Câmara dos Deputados, requisitou a esta Corte de Contas – em virtude de aprovação, pela referida comissão, do Requerimento 63/2022-CFFC (peça 3), de autoria do Deputado Federal Jorge Solla – a realização de fiscalização com o objetivo de avaliar a regularidade da alienação, pela Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras), da Refinaria Lubrificantes e Derivados do Nordeste (Lubnor).

11. Considerando que o TCU realizou, no bojo do processo TC 024.764/2020-5, acompanhamento em que avaliou o processo de desinvestimento da Lubnor, concluindo, nos termos do Acórdão 921/2023-TCU-Plenário, relator Ministro Walton Alencar Rodrigues, que a Petrobras observou as regras de sua Sistemática quanto à condução do processo de venda, e que não foram identificadas impropriedades ou irregularidades nos demais aspectos avaliados, quais sejam, a adequação do preço ofertado para a venda, a oportunidade da venda, e a qualidade da fundamentação e da informação do processo decisório, entende-se plenamente atendida a solicitação em trato, e insubsistentes os motivos para sobrestamento do presente processo.

12. Ante o exposto, propõe-se levantar o sobrestamento dos autos, e encaminhar ao solicitante, como atendimento integral da presente SCN, cópias do citado Acórdão 921/2023-TCU-Plenário e do relatório e do voto que o fundamentaram.

V. PROPOSTA DE ENCAMINHAMENTO

13. Diante do exposto, submete-se a presente Solicitação do Congresso Nacional, formulada, por meio do Ofício 115/2022/CFFC-P, de 9/6/2022 (peça 1), pelo 1º Vice-Presidente da Comissão de Fiscalização Financeira e Controle da Câmara dos Deputados, Deputado Federal Áureo Ribeiro, com base no Requerimento 63/2022-CFFC (peça 3), de autoria do Deputado Federal Jorge Solla, à consideração superior, para posterior envio ao Gabinete do Ministro Relator Augusto Nardes, propondo:

13.1. Levantar o sobrestamento destes autos, com fundamento no art. 157 do Regimento Interno do Tribunal de Contas da União c/c art. 47, § 3º, da Resolução TCU 259/2014;

13.2. Encaminhar ao solicitante cópia do Acórdão 921/2023-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro Walton Alencar Rodrigues, prolatado no âmbito do processo TC 024.764/2020-5, acompanhada de cópia do relatório e do voto que o fundamentaram;

13.3. Considerar a solicitação integralmente atendida e encerrar o presente processo, nos termos dos arts. 169, inciso II, do Regimento Interno do TCU e 17, inciso II, da Resolução - TCU 215/2008.”

É o Relatório.

TERMO DE CIÊNCIA DE COMUNICAÇÃO

(Documento gerado automaticamente pela Plataforma Conecta-TCU)

Comunicação: Aviso 000.736/2023-GABPRES

Processo: 010.738/2022-3

Órgão/entidade: CD - Comissão de Fiscalização Financeira e Controle (CFFC)

Destinatário: COMISSÃO DE FISCALIZAÇÃO FINANCEIRA E CONTROLE - CD

Informo ter tomado ciência, nesta data, da comunicação acima indicada dirigida à/ao COMISSÃO DE FISCALIZAÇÃO FINANCEIRA E CONTROLE - CD pelo Tribunal de Contas da União, por meio da plataforma Conecta-TCU.

Data da ciência: 28/09/2023

(Assinado eletronicamente)

Maria de Fátima Silveira Borges

Usuário habilitado a receber e a acessar comunicações pela plataforma Conecta-TCU.