



CGU

Controladoria-Geral da União

RELATÓRIO DE AVALIAÇÃO

Petróleo Brasileiro S/A

Exercício 2020

Controladoria-Geral da União - CGU
Secretaria Federal de Controle Interno

RELATÓRIO DE AVALIAÇÃO

Órgão: Ministério das Minas e Energia

Unidade Auditada: Petróleo Brasileiro S/A - Petrobras

Município/UF: Âmbito nacional

Auditoria: 821876 – Desinvestimentos no Segmento de Refino

Missão

Elevar a credibilidade do Estado por meio da participação social, do controle interno governamental e do combate à corrupção em defesa da sociedade.

Auditoria de Acompanhamento de Gestão

A Auditoria de Acompanhamento de Gestão tem por objetivo fomentar a boa governança pública, aumentar a transparência e atuar de forma preventiva sobre a gestão de órgãos e entidades públicas.

QUAL FOI O TRABALHO REALIZADO PELA CGU?

Acompanhamento da estruturação e do desenvolvimento do desinvestimento na área de refino da Petrobras, especificamente em relação ao Projeto Phil - Fase 1, referente à alienação total de quatro refinarias e respectiva infraestrutura logística associada.

Faz parte do escopo de auditoria o acompanhamento até a aprovação de proposta vinculante (Portão 4 da Sistemática) para uma das refinarias (RLAM) e até a aprovação de proposta não vinculante para as demais refinarias da Fase 1 (RNEST, REPAR e REFAP).

Não faz parte do escopo a análise da apresentação de propostas de compra (bids) finais para a refinaria RLAM, bem como a atualização da avaliação interna de valor para esse cluster (atos de gestão realizados entre dezembro de 2020 e janeiro de 2021).

POR QUE A CGU REALIZOU ESSE TRABALHO?

O trabalho foi realizado visando imprimir maior segurança ao desinvestimento e verificar a aderência à Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras e ao Termo de Compromisso de Cessação de Prática (TCC), assinado entre Petrobras e CADE.

QUAIS AS CONCLUSÕES ALCANÇADAS PELA CGU? QUAIS AS RECOMENDAÇÕES QUE DEVERÃO SER ADOTADAS?

A Petrobras seguiu a Sistemática de Desinvestimentos com seus respectivos padrões e o TCC até o recebimento de ofertas vinculantes para a refinaria RLAM, tendo, contudo, incorrido em fragilidade no padrão de tratamento de integridade de contrapartes, sem risco de impacto negativo no resultado financeiro do desinvestimento neste ponto. Também se constatou fragilidade na utilização da avaliação econômico-financeira como suporte à decisão devido à largura da faixa de valor encontrada, ocasionada pela utilização de cenários de contorno sem o adequado tratamento probabilístico, com risco de impacto negativo no resultado financeiro do desinvestimento neste ponto.

Recomendou-se corrigir o referido padrão, documentar as ações adotadas para mitigar o risco, justificar a vantajosidade da alienação e utilizar, nas avaliações próximas e nas ainda em curso, técnicas probabilísticas complementares às análises de cenários.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

Acordo de Confidencialidade: instrumento que visa a proteger e preservar o sigilo de informações confidenciais, estratégicas e sensíveis, bem como aquelas protegidas por sigilo legal, relacionadas a Petrobras, a Empresa/Ativo, ao Projeto de Desinvestimento e, em determinados casos, ao Potencial Comprador, estabelecendo os direitos e obrigações de cada uma das partes integrantes da relação.

Alteração na Carteira de Desinvestimentos: abrange qualquer inclusão, alteração do objeto ou exclusão de Projetos de Desinvestimentos da Carteira de Desinvestimentos.

Alteração de Escopo do Projeto de Desinvestimento: 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.

Área de Negócios Vinculada: Área de Negócios responsável pela Empresa/Ativo objeto do Projeto de Desinvestimento.

Assessor(es) Financeiro(s): consultoria financeira contratada para assessorar o Grupo do Projeto no Processo Competitivo.

bpd: barris de petróleo por dia, unidade utilizada para especificação da capacidade de refino.

CA: Conselho de Administração da Petrobras.

Carve Out: etapa do processo de desinvestimento, pela qual uma empresa separa, delimita e aliena uma parcela geralmente menor e autônoma de seus negócios (um ativo, uma divisão, uma linha de produtos, um grupo de contratos, uma subsidiária etc.) para um potencial comprador.

CADE: Conselho Administrativo de Defesa Econômica.

Capex (Capital Expenditure): Investimento necessário para repor depreciação e manter ou aumentar o fluxo de receitas.

Carta-convite ou *Process Letter*: instrumento enviado pela Petrobras que convoca os participantes para a etapa de *Due Diligence* e apresentação das Propostas Vinculantes no Processo Competitivo.

Carteira de Desinvestimentos da Petrobras: conjunto de Projetos de Desinvestimentos em execução que tiveram seu início aprovado pela Diretoria Executiva.

Circular de Esclarecimentos: instrumento a ser enviado pelo Assessor Financeiro contratado ou pela Petrobras, para comunicar, avisar ou instruir a todos os participantes acerca de atos, procedimentos ou alterações ao longo do Processo Competitivo.

Comissão de Alienação: composta por, no mínimo, 3 (três) membros, sendo um o Gerente do Projeto, que será o Coordenador da Comissão de Alienação e, pelo menos, mais dois empregados, responsável por conduzir etapas do Processo Competitivo.

Comissão de Avaliação: Comissão responsável pela elaboração da Estimativa Preliminar de Valor, pelo Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira e pelo Relatório de Interno de Avaliação Econômico-Financeira.

CONTRIB: Gerência executiva de Contabilidade e Tributário.

Companhia: Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras.

CVM: Comissão de Valores Mobiliários.

Data Room: ambiente virtual ou físico especialmente preparado para apresentar aos Potenciais Compradores informações e documentos relacionados ao Projeto de Desinvestimento, a Empresa/Ativo e a Petrobras, de modo a possibilitar a avaliação da oportunidade e formação da Proposta Não-vinculante ou da Proposta Vinculante.

DE: Diretoria Executiva da Petrobras.

DESEMPENHO: Gerência Executiva de Desempenho.

DIP: Documento Interno Petrobras.

Downstream: Etapa da cadeia operacional do negócio petróleo que abrange os segmentos de refino e distribuição.

Due Diligence: conjunto de atos investigativos realizados pelos Potenciais Compradores com o objetivo de avaliar a Empresa/Ativo e formar a Proposta Vinculante.

Due Diligence Preliminar: conjunto de atos investigativos realizados pelos Potenciais Compradores com o objetivo de avaliar a Empresa/Ativo e formar a Proposta Não-vinculante.

Empresa/Ativo: corresponde a participação societária, ativo ou Unidade de Negócio objeto do Projeto de Desinvestimento.

Equity Value: Valor da Firma ou *Enterprise Value* descontado da dívida e dos passivos não operacionais.

ESTRATÉGIA: Gerência Executiva de Estratégia.

Fairness Opinion: parecer emitido por consultoria independente sobre o valor justo da transação.

Fechamento ou *Closing*: evento de conclusão do Projeto de Desinvestimento quando ocorre a transferência do objeto da alienação e o recebimento de parte relevante ou integral do valor correspondente, após implementação das condições precedentes.

Impairment: Significa, em sua tradução literal, deterioração. É uma regra segundo a qual a companhia deverá efetuar, periodicamente, análise sobre a recuperação dos valores registrados no imobilizado e no intangível.

Infomemo ou Memorando Descritivo: instrumento que fornece, para os Potenciais Compradores, informações mais detalhadas que o *Teaser* no Processo Competitivo.

Instruction Letter: instrumento enviado pela Petrobras que convoca os participantes para a etapa de análise do Memorando Descritivo e apresentação das Propostas Não-Vinculantes.

Líder: Potencial Comprador que, atendendo aos critérios objetivos estipulados no *Teaser*, representará o conjunto de sociedades de Potenciais Compradores que participarão juntos do Projeto de Desinvestimento apresentando Proposta Conjunta.

Melhores Condições para a Petrobras: considera-se melhor retorno para a Petrobras a obtenção de:

- (a) Maior valor das Propostas Vinculantes; e/ou
- (b) Menores ônus, obrigações, garantias e indenizações assumidos e/ou suportados pela Petrobras; e/ou
- (c) Menor risco concorrencial e/ou regulatório para o Projeto de Desinvestimento.

PLANINV: ferramenta utilizada para a elaboração do Plano de Investimentos da Petrobras. Permite estimar resultados da empresa nos cenários de incorporação ou supressão de ativos.

PNG - Plano de Negócios e Gestão: Designação utilizada até 2019 para o instrumento de caráter gerencial, que representa o conjunto integrado da carteira de projetos e das operações da companhia para um período futuro, definido em coerência com o Plano Estratégico (Visão/Missão, Métricas de topo e Estratégias), contemplando as metas da companhia e a alocação de recursos (humanos, tecnológicos, operacionais, investimentos, financeiros) necessária para a materialização das estratégias e para a sustentabilidade da Companhia. Usualmente abrange um período de 5 anos. A partir de 2019, a Petrobras adota a nomenclatura “Plano Estratégico” para se referir ao planejamento para os próximos 5 anos.

PORTFOLIO: Gerência Executiva de Gestão de Portfolio, antiga A & D – Aquisições e Desinvestimentos.

Potenciais Compradores: sociedades ou conjunto de sociedades previamente selecionados ou que manifestem interesse em participar do Processo Competitivo, desde que atendam aos critérios definidos no *Teaser* para participar do Processo Competitivo.

Processo Competitivo: processo competitivo de alienação/cessão pautado pelos princípios constitucionais da Administração Pública - legalidade, publicidade, moralidade, isonomia, eficiência e economicidade - destinado a realização de um Projeto de Desinvestimento, que se inicia com a *Process Letter*/Carta Convite.

Projeto de Desinvestimento: projeto que visa a transferência de titularidade, total ou parcial de bens e/ou direitos pertencentes a Petrobras ou as empresas integrantes do Sistema Petrobras relacionados a Empresa/Ativo.

Proposta Conjunta: Proposta Não-Vinculante ou Vinculante apresentada por um conjunto de Potenciais Compradores.

Proposta(s) Não-vinculante(s) ou *Non-binding Offer(s)* – NBO(s): oferta(s) preliminar(es) indicativa(s) de valor que venha(m) a ser apresentada(s) pelo(s) Potencial(is) Comprador(es) na etapa respectiva do Projeto de Desinvestimento cujo cumprimento não é obrigatório, ou seja, o(s) Potencial(is) Comprador(es) pode(m) desistir dessa(s) proposta(s) sem ônus ou penalidade.

Proposta(s) Vinculante(s) ou *Binding Offer(s)* – BO(s): oferta(s) contendo valor e condições que venha(m) a ser apresentada(s) pelos Potencial(is) Comprador(es) na etapa respectiva do Processo Competitivo cujo cumprimento é obrigatório, ou seja, o(s) Potencial(is) Comprador(es) não pode(m) desistir ou reduzir o valor dessa(s) proposta(s) sem prévia aprovação da Petrobras.

Relatório de Entrada: Relatório contendo as informações relevantes relativas à Empresa ou ao Ativo que será objeto do Projeto de Desinvestimento, confeccionado para a entrada do Projeto na Carteira de Desinvestimentos.

Relatório de Estruturação: Relatório a ser preparado ao final da Fase 1 do Projeto de Desinvestimento, visando consolidar informações estruturantes a respeito da alienação da Empresa/Ativo.

Relatório de Preparação: Relatório a ser preparado pela Área de Negócios Vinculada ao final da Fase 1 do Projeto de Desinvestimento, visando consolidar informações relevantes a respeito do *Carve Out* da Empresa/Ativo.

RIPAEF - Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-financeira: Relatório elaborado conforme as disposições da Sistemática, e necessário para o evento de abertura das Propostas Não-Vinculantes.

RIAEF - Relatório Interno de Avaliação Econômico-financeira: relatório elaborado conforme as disposições da Sistemática, e necessário para o evento de abertura das Propostas Vinculantes.

RGN: Unidade de Negócio de Refino e Gás Natural.

Teaser: Instrumento de divulgação de informações públicas sobre a oportunidade de desinvestimento aos Potenciais Compradores selecionados conforme critérios objetivos previamente aprovados pela Diretoria Executiva.

TCC: Termo de Compromisso de Cessação de Prática.

Termo de Confidencialidade: instrumento a ser assinado por todos os empregados da Petrobras e das empresas integrantes do Sistema Petrobras participantes do Projeto de Desinvestimento contendo o compromisso de proteger e preservar o sigilo de informações confidenciais, estratégicas e sensíveis, bem como aquelas protegidas por sigilo legal, relacionadas a Petrobras, a Empresa/Ativo, ao Projeto de Desinvestimento.

Unidade de Negócio: Ativo que compreende um complexo de bens organizados para o exercício de uma atividade econômica, que figure como objeto de direitos e negócios jurídicos.

Upstream: Etapa da cadeia operacional do negócio petróleo que abrange os segmentos de exploração e produção.

Valor Operacional da Firma (VOF) ou *Business Enterprise Value* (BEV): e o valor econômico gerado pelo fluxo de caixa operacional da Empresa a partir dos seus ativos e passivos operacionais.

Valor de Firma (VF) ou *Enterprise Value* (EV): e o valor econômico gerado pelo fluxo de caixa operacional da Empresa, somado ao valor dos ativos não operacionais, quando aplicável, antes de considerados a dívida e os passivos não operacionais.

Valor de Venda do Ativo (VVA): Preço de alienação conforme disposto nos instrumentos contratuais definitivos de compra e venda do ativo.

Valuation Report: Relatório de avaliação econômico-financeira da transação elaborado por consultoria independente.

SUMÁRIO

QUAL FOI O TRABALHO REALIZADO PELA CGU?	3
LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS	4
SUMÁRIO	9
INTRODUÇÃO	11
Eventos Subsequentes e Não Escopo	12
RESULTADOS DOS EXAMES	13
1. DA SELEÇÃO DOS ATIVOS PARA A CARTEIRA DE DESINVESTIMENTO	13
2. DA GESTÃO DO PROJETO DE DESINVESTIMENTO	14
3. DA ESTRUTURAÇÃO DO PROJETO DE DESINVESTIMENTO	14
4. DO DESENVOLVIMENTO DO PROJETO DE DESINVESTIMENTO	15
4.1. Fragilidade no Tratamento dos Riscos de Integridade de Contrapartes	17
5. DO TERMO DE COMPROMISSO DE CESSAÇÃO DE PRÁTICA – TCC FIRMADO COM O CADE	18
6. DO PROCESSO DE AVALIAÇÃO DOS ATIVOS A SEREM DESINVESTIDOS.	21
6.1. Assunção de risco significativo ao dar continuidade ao processo em momento de turbulência econômica (Covid-19).	21
6.1.1. Efeitos da Pandemia da Covid-19 em diversos indicadores econômicos e no RIAEF.	21
6.1.2. Pedido da Petrobras ao CADE por dilação dos prazos dos desinvestimentos. Indicador não definido.	Erro!
6.1.3. Diferenças de valor entre o RIPAEF e o RIAEF.	28
6.1.4. Razões apresentadas pela Petrobras para prosseguimento do processo da RLAM	31
6.1.5. Análise das razões apresentadas pela Petrobras	32
6.2. A ampla faixa de valor encontrada no RIAEF e a adoção de premissas de PIB demasiadamente pessimistas no cenário Resiliência, com reflexos nas demais premissas, reduzem a relevância do uso da faixa como principal suporte à tomada de decisão.	32
6.2.1. Faixa de valor demasiadamente ampla foi utilizada como principal elemento de tomada de decisão.	33
6.2.2. Premissas significativamente pessimistas sem a devida fundamentação.	37

6.2.3. <i>Disclaimers</i> do RIPAEF e RIAEF.	40
6.2.4. Instrução normativa CVM nº 361.	41
6.3. Fragilidade da Utilização de Cenários para definir a faixa de valor como principal suporte à tomada de decisão.	42
6.3.1. Dificuldade de realizar tratamento probabilístico em cenários distintos do Cenário Referência.	43
6.3.2. Petrobras indica que o cenário base é a referência na negociação	45
6.3.3. Metodologia não utilizada até o momento na avaliação de estatais para venda no Brasil.	46
6.3.4. Metodologia do PND.	46
6.3.5. Utilização de tratamento probabilístico no processo de análise econômica de E&P da Petrobras.	47
RECOMENDAÇÕES	49
CONCLUSÃO	50
ANEXO I – DA SELEÇÃO DOS ATIVOS PARA A CARTEIRA DE DESINVESTIMENTO	51
ANEXO II – DA GESTÃO DO PROJETO DE DESINVESTIMENTO	67
ANEXO III – DA ESTRUTURAÇÃO DO PROJETO DE DESINVESTIMENTO	68
ANEXO IV – DO DESENVOLVIMENTO DO PROJETO DE DESINVESTIMENTO	78
ANEXO V – DO TERMO DE COMPROMISSO DE CESSAÇÃO DE PRÁTICA – TCC FIRMADO COM O CADE	118
ANEXO VI – MANIFESTAÇÕES DA UNIDADE AUDITADA E ANÁLISES DA EQUIPE DE AUDITORIA (SOLICITAÇÃO DE AUDITORIA Nº 821876/10)	125
ANEXO VII – MANIFESTAÇÕES DA UNIDADE AUDITADA E ANÁLISES DA EQUIPE DE AUDITORIA (SOLICITAÇÃO DE AUDITORIA Nº 821876/11)	128
ANEXO VIII – MANIFESTAÇÕES DA UNIDADE AUDITADA E ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA	151

INTRODUÇÃO

A Petrobras é uma sociedade de economia mista federal, criada por lei em 03.10.1953. O seu objetivo estratégico indica que a empresa quer ser, conforme plano estratégico 2020-2024, uma empresa de energia com foco em óleo e gás, alinhada ao compromisso de maior geração de valor e direcionamento de recursos com ênfase nas atividades de Exploração e Produção em águas profundas.

A partir de 2012 a empresa instituiu a Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras, que se encontra, no momento de elaboração deste relatório, em sua 6ª revisão, objetivando proporcionar uniformidade de procedimento, competitividade, transparência, rastreabilidade e melhor governança nos processos de desinvestimentos pelo Sistema Petrobras.

A sistemática foi aprimorada em decorrência de determinações exaradas pelo TCU, consoante Acórdão nº 442/2017-Plenário, e houve adesão da Petrobras ao Decreto nº 9.188/2017, que trata de regime especial de desinvestimento de ativos.

O presente trabalho visa ao acompanhamento do desinvestimento de quatro refinarias da Petrobras, o que corresponde à “Fase 1” da iniciativa denominada Projeto Phil, que contempla a alienação integral de oito refinarias (Fases 1 e 2). Faz parte do escopo de auditoria o acompanhamento até a aprovação de proposta vinculante (Portão 4 da Sistemática) para uma das refinarias (RLAM) e até a aprovação de proposta não vinculante para as demais refinarias da Fase 1 (RNEST, REPAR e REFAP), com vistas a responder às seguintes questões de auditoria:

Questão de Auditoria 1: A seleção do ativo para a carteira de desinvestimento foi realizada visando a maior aderência do portfólio à estratégia da Petrobras, levando em consideração: (a) alinhamento estratégico; (b) atratividade dos indicadores financeiros; e (c) financiabilidade?

Questão de Auditoria 2: A gestão do projeto de desinvestimento foi realizada em conformidade com as normas de governança do Sistema Petrobras, em consonância com o previsto na Sistemática para Desinvestimento de Ativos?

Questão de Auditoria 3: A “Fase 1 – Estruturação” foi realizada em conformidade com o previsto na Sistemática de Desinvestimento?

Questão de Auditoria 4: A “Fase 2 – Desenvolvimento do Projeto” foi realizada em conformidade com o previsto na Sistemática de Desinvestimento?

Questão de Auditoria 5: O Termo de Compromisso de Cessação de Prática - TCC firmado com o CADE, e suas condicionantes, foram observados durante as fases de Estruturação e Desenvolvimento do projeto de desinvestimento?

Questão de Auditoria 6: O processo de avaliação dos ativos a serem desinvestidos foi realizado de forma apropriada?

Os exames foram feitos seguindo estritamente as normas de auditoria federais e se basearam em informações fornecidas pela Petrobras mediante solicitações de auditoria, em cumprimento à Lei nº 10.180/2001. Não foram feitos testes de auditoria sobre os sistemas de informação que suportam o projeto Phil.

O objetivo principal do trabalho é imprimir maior segurança ao processo de desinvestimento e verificar sua aderência à sistemática, a determinações de órgãos governamentais afetos e a princípios legais. Não constitui objetivo deste trabalho emitir opinião sobre o valor justo de transações.

Eventos Subsequentes e Não Escopo

Posteriormente à apresentação da versão preliminar do presente relatório de auditoria, a Petrobras atualizou a avaliação interna de valor do *cluster* RLAM, por meio de análise complementar (documento datado de 08.02.2021). O documento, apresentado à CGU em 11.02.2021, informa a seguinte motivação:

- Em 25/06/2020, por meio do DIP DESEMPENHO 128/2020, o DESEMPENHO emitiu o Relatório Interno de Avaliação Econômico-Financeira (RIAEF) para o Projeto Phil – Cluster RLAM. Nesta análise foram consideradas as premissas do PE 2020-2024 Pós-Covid (chamado de PE 2021-2025 na época) para os cenários Resiliência e Base e premissas do PE 2020-2024 para o cenário Crescimento.
- Por solicitação de PORTFOLIO, DESEMPENHO emitiu em 18/12/2020, por meio do PBR-2020-0033263, uma análise complementar ao RIAEF quantificando o impacto das novas condições negociadas para os contratos acessórios, durante o processo de negociação com o primeiro colocado do Phil RLAM, ainda considerando as premissas do PE 2020-2024 Pós-Covid.
- Considerando a aprovação do PE 2021-2025 em 25/11/2020, PORTFOLIO solicitou, por meio do ISA PBR-2021-0005371, uma análise complementar ao RIAEF com as premissas do PE 2021-2025, bem como com as novas condições negociadas para os contratos acessórios, com objetivo de robustecer o pacote de informações para a tomada de decisão no Portão 5.

Não faz parte do escopo do presente relatório a análise da apresentação de *bids* finais para a refinaria RLAM, bem como a atualização da avaliação interna de valor para esse *cluster* (atos de gestão realizados entre dezembro de 2020 e fevereiro de 2021).

Tampouco foi analisado, pela CGU, o processo decisório do CADE para eventuais ajustes de prazo do Termo de Cessação de Conduta celebrado entre a autarquia e a Petrobras para o mercado de refino, posteriores aos fatos descritos no achado nº 5 deste relatório.

RESULTADOS DOS EXAMES

1. DA SELEÇÃO DOS ATIVOS PARA A CARTEIRA DE DESINVESTIMENTO

Verificou-se que a seleção dos ativos do Projeto Phil para a carteira de desinvestimento foi realizada visando a maior aderência do portfólio à estratégia da Petrobras, levando em consideração: (a) alinhamento estratégico; (b) atratividade dos indicadores financeiros; e (c) financiabilidade, em consonância com o item 2.3 da Sistemática, conforme descrito no Anexo I deste relatório.

O relatório de entrada foi emitido antes da aprovação do ingresso do projeto de desinvestimento na Carteira de Desinvestimento, de acordo com o item 2.5 da Sistemática. Em 09.05.2019, a alienação de 100% da participação Petrobras nas refinarias RNEST, RLAM, REPAR, REFAP, REGAP, REMAN, LUBNOR e SIX, com suas respectivas logísticas de suprimento de petróleo e escoamento de derivados associadas, através de processos competitivos individuais de desinvestimento, foi incluída na carteira de Parcerias e Desinvestimentos, mediante aprovação da Diretoria Executiva conforme DIP PORTFOLIO 4/2019, de 03.05.2019 (Ata DE 5.563, item 17, pauta 303), sob a denominação de Projeto Phil.

Verificou-se que há um único relatório de entrada, feito para todos os ativos do projeto Phil. O relatório de entrada contém as informações mínimas obrigatórias previstas no item 2.5.2 da Sistemática da Petrobras:

- (a) Descrição dos ativos;
- (b) Motivação estratégica para o desinvestimento;
- (c) Contribuição do ativo em metas físicas e resultados econômicos para o sistema Petrobras, conforme constantes no Plano Estratégico vigente;
- (d) Condições restritivas e risco do negócio;
- (e) Valor contábil;
- (f) Indicativo de valor;
- (g) Histórico de negociações anteriores.

Os ativos no escopo do projeto de desinvestimento incluem os ativos de logística associados a cada uma das refinarias.

Quadro 01 – Ativos no escopo do processo de desinvestimento.

Refinaria (<i>Cluster</i>)	Estado	Capacidade (kbpd)	Fase do Projeto Phil
RLAM	BA	333	1
RNEST	PE	130	1
REPAR	PR e SC	208	1
REFAP	RS	208	1

Refinaria (Cluster)	Estado	Capacidade (kbpd)	Fase do Projeto Phil
REGAP*	MG e RJ	170	2
REMAN*	AM	46	2
LUBNOR*	CE	9	2
SIX*	PR	5800 t/d	2

Fonte: Relatório de Entrada do Projeto Phil da Petrobras

* Não são escopo da presente auditoria.

Destaca-se, já no relatório de entrada, a dispersão elevada nos indicativos preliminares de valor das refinarias, também observada nos subsequentes relatórios de avaliação econômico-financeira emitidos em consonância com a Sistemática.

2. DA GESTÃO DO PROJETO DE DESINVESTIMENTO

Verificou-se que a gestão do projeto de desinvestimento está efetivamente sendo realizada pela Gerência Executiva de Portfolio, nova denominação da antiga área de Aquisições e Desinvestimentos (A&D), em consonância com o item 3.1 da Sistemática, conforme descrito no Anexo II deste relatório.

Não se efetivou a hipótese prevista nos itens 3.1.1 e 3.2 da Sistemática, visto que a gestão do projeto de desinvestimento não está sendo executada diretamente pela Gerência Executiva Vinculada, que no caso seria a área de negócio de Refino e Gás Natural - RGN. Portanto, não foi necessária a designação de gestor de monitoramento e assessoramento do projeto por parte de Portfolio para monitorar e assessorar essa área, já que as atribuições da gestão do Projeto Phil competem diretamente à área de Portfolio.

3. DA ESTRUTURAÇÃO DO PROJETO DE DESINVESTIMENTO

Verificou-se que a estruturação do Projeto Phil-Fase 1 foi realizada em conformidade com o previsto na Sistemática de Desinvestimento, conforme descrito no Anexo III deste relatório.

O Grupo de Projeto do Desinvestimento dos Ativos foi composto de acordo com as normas vigentes, em consonância com os itens 5.1, 5.1.2, 5.1.3, 5.4 e 5.5 da Sistemática. Houve designação de Comissão de Avaliação (composta exclusivamente por pelo menos 03 profissionais integrantes da Controladoria – atual Desempenho), em consonância com os itens 5.2 e 5.2.1 da Sistemática. Houve designação de Comissão de Alienação, nos termos do item 5.11 da Sistemática.

A Comissão de Avaliação elaborou o documento “Estimativa Preliminar de Valor”, que foi apresentada ao Gestor do Projeto em data anterior ao Relatório de Estruturação, em observância aos itens 5.2.a e 6.6.1 da Sistemática. A Comissão de Avaliação elaborou o documento “Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira – RIPAEF”, sob o ponto de vista do vendedor, emitido antes do evento de abertura de propostas Não-Vinculantes, nos termos dos itens 5.2.b e 6.6.3 da Sistemática.

As áreas técnicas do Grupo do Projeto assinaram Termo de Confidencialidade, em consonância com o item 5.6e da Sistemática, com a ressalva de intempestividade no preenchimento, sobre a qual a Petrobras adotou medidas corretivas após emissão de solicitação de auditoria.

O Fator de Sucesso do Projeto de Desinvestimento foi estimado no início da estruturação, em observância ao item 5.7.2, e atualizado, após solicitação de auditoria, em atendimento ao item 5.7.3 da Sistemática.

Houve a emissão de Relatório de Preparação emitido pela Área de Negócios vinculada, contendo planos de tratamento, em atendimento aos itens 5.9.3 e 5.9.4 da Sistemática. Também, houve a emissão de Relatório de Estruturação, com respectivos anexos, contendo as informações para estruturação do projeto de desinvestimento, em atendimento aos itens 5.10, 5.10.1 e 5.10.6 da Sistemática, com a devida aprovação da Diretoria Executiva, em consonância com o item 5.10.7 da Sistemática.

4. DO DESENVOLVIMENTO DO PROJETO DE DESINVESTIMENTO

Verificou-se que o desenvolvimento do Projeto Phil-Fase 1 foi realizado em conformidade com o previsto na Sistemática de Desinvestimento, até a aprovação de proposta vinculante para o cluster RLAM (Portão 4 da Sistemática) conforme descrito no Anexo IV deste relatório.

A Diretoria Executiva aprovou a passagem do Projeto Phil-Fase 1 pelos portões 2, 3 e 4 no tocante a: (a) Portão 2 – Aprovação dos critérios de Seleção de Potenciais Compradores, da proposta dos critérios objetivos para passagem pelos portões 3 e 4, e da opção pela realização da etapa de propostas não-vinculantes; (b) Portão 3 – Aprovação dos Potenciais Compradores que irão passar para a etapa de propostas vinculantes; (c) Portão 4 – Aprovação do Potencial Comprador que passará para a etapa de negociações para o cluster RLAM.

Em atendimento aos princípios da publicidade e transparência, houve divulgação ao mercado das etapas: (a) divulgação do Teaser; (b) Divulgação do início da fase de propostas não-vinculantes e de *Due Diligence*; (c) Divulgação do início da fase de propostas vinculantes.

Foram definidos critérios de seleção de proponentes objetivos, razoáveis, impessoais, devidamente justificados, comprovados e registrados, com base em fatores mínimos contidos na Sistemática. Houve divulgação de *Teaser* aos potenciais compradores, com ampla publicidade na internet. Os potenciais compradores admitidos a participar do projeto de desinvestimento firmaram Acordo de Confidencialidade e Declaração de Conformidade. Houve o envio de Memorando Descritivo (*Infomemo*), bem como de *Instruction Letter* para todos os potenciais compradores que firmaram o Acordo de Confidencialidade. A lista de potenciais compradores contém no mínimo três empresas participantes em cada processo competitivo da Fase 1, conferindo maior competitividade ao certame.

A Comissão de Alienação adotou os procedimentos descritos no padrão PE-1PBR-00547 – “Verificação e Tratamento dos Riscos de Integridade de Contrapartes em Projetos de Desinvestimento e Parceria Estratégica” com o objetivo de seguir as melhores práticas internacionais de integridade, conformidade e prevenção à fraude e corrupção. Contudo, foi constatada uma fragilidade no referido padrão, que será detalhada no item 4.1 a seguir deste relatório.

As regras para apresentação de propostas não-vinculantes foram observadas pelos potenciais compradores e pela Comissão de Alienação. Quando do recebimento das propostas não-vinculantes, a Comissão de Alienação emitiu relatório contendo requisitos mínimos estabelecidos na Sistemática. Houve a emissão de relatório preliminar de avaliação econômico-financeira para o Projeto Phil-fase 1 contendo: (a) breve descrição do escopo da avaliação; (b) descrição dos cenários analisados; (c) premissas utilizadas nas avaliações, identificadas com fonte e data; e (d) resultados das avaliações e sensibilidades.

A Comissão de Alienação elaborou e promoveu o envio da Carta Convite ou *Process Letter* aos potenciais compradores classificados para apresentação de proposta vinculante para o *cluster* RLAM. Houve a disponibilização de dados técnicos, legais, financeiros e societários pela Comissão de Alienação a estes potenciais compradores, de forma isonômica. A Comissão de Alienação não identificou necessidade de alteração do objeto ou de alteração do escopo do Projeto Phil-Fase 1. Quando do recebimento das propostas vinculantes para o *cluster* RLAM, a Comissão de Alienação emitiu relatório contendo análise e resultado do processo competitivo e submeteu à aprovação da classificação e das condições para o início das negociações à Diretoria Executiva.

Houve a emissão de relatório de avaliação econômico-financeira para o cluster RLAM. As Avaliações Econômico-Financeiras seguiram as orientações previstas nas “Diretrizes para Análise Econômico Financeira de Projetos de Desinvestimento e Aquisições” – Padrão SINPEP DI-1PBR-00170.

A Petrobras utiliza em suas avaliações cenários corporativos: Coral (Resiliência), Cardume (Base) ou Correnteza (Crescimento), que incorporam diferentes projeções de longo prazo para as premissas macroeconômicas, tributárias, de preços e técnicas. Os cenários e as premissas são atualizados periodicamente, a cada ciclo anual de elaboração do plano estratégico quinquenal. A metodologia de avaliação utiliza premissas e cenários econômicos e financeiros vigentes no momento da avaliação, considerando as projeções futuras do preço do petróleo/Brent e de derivados, as margens de valores entre eles, a paridade de importação para os derivados, o risco de desalinhamento de preços do referencial internacional, a Taxa Mínima de Atratividade (TMA), expectativa de mercado e de crescimento do PIB, sinergias, dentre outras.

Para as suas avaliações, a Petrobras utiliza ainda o PLANINV que é um modelo de programação linear, multiperíodo, que simula o sistema de abastecimento do país – refino e transporte – e suas interações com o mercado de petróleo e derivados e a oferta de petróleo. O sistema/simulador apresenta a análise de um projeto ou um conjunto de projetos sob a ótica da otimização dos resultados da Companhia, suportando a análise

econômica integrada de projetos, buscando a economicidade da operação de alocação de óleo e de derivados e realizando análises competitivas.

A contratação, por parte da Petrobras, de outros assessores financeiros para emissão de *Fairness Opinion/Valuation Reports* não foi efetivada até a aprovação de proposta vinculante para o cluster RLAM (Portão 4 da Sistemática), e tem previsão de estar pronta até a aprovação interna para assinatura de contratos (Portão 5 da Sistemática).

4.1. Fragilidade no Tratamento dos Riscos de Integridade de Contrapartes

No caso das proponentes não-vinculantes do Projeto Phil-Fase 1, em que pese a Petrobras ter seguido o padrão PE-1PBR-00547 – “Verificação e Tratamento dos Riscos de Integridade de Contrapartes em Projetos de Desinvestimento e Parceria Estratégica”, observou-se que, no referido padrão, não há tratamento específico para entidades sediadas em países ou dependências cuja legislação interna não permite acesso a informações relativas à composição societária de pessoas jurídicas ou à sua titularidade, na forma definida no art. 1º da Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil (RFB) nº 1.037, de 04.06.2010, transcrito a seguir (original sem grifo):

Art. 1º Para efeitos do disposto nesta Instrução Normativa, consideram-se países ou dependências que não tributam a renda ou que a tributam à alíquota inferior a 20% (vinte por cento) ou, ainda, **cuja legislação interna não permita acesso a informações relativas à composição societária de pessoas jurídicas ou à sua titularidade**, as seguintes jurisdições:

Cumpra estatuir que não há impedimento ou proibição normativa, à luz da Sistemática, para que entidades que estejam sediadas nos países ou dependências relacionados no artigo em tela participem dos processos de desinvestimento, haja vista que se trata primordialmente de uma questão tributária *interna corporis* entre essas entidades e os países ou dependências que as sediam. O aspecto que se deseja ressaltar, em termos de integridade, refere-se à segunda parte do *caput* do art. 1º, que menciona a dificuldade ou impossibilidade de acesso às informações relativas à composição societária de pessoas jurídicas ou à sua titularidade.

Verificou-se que as proponentes não-vinculantes do projeto Phil-Fase 1 são entidades que atenderam a ambos os critérios de elegibilidade (itens 3.1.a e 3.1.b do *Teaser*), ou seja, possuem e operam ativos de Óleo & Gás com a receita mínima estabelecida e têm sob sua gestão ou controle ativos no valor mínimo estabelecido, embora os citados critérios do *Teaser* não sejam exigidos concomitantemente. Em que pese a utilização desses critérios de elegibilidade, observou-se que não há salvaguardas específicas no referido padrão para prevenir a admissão precária, ao processo competitivo, de entidades sediadas em países ou dependências relacionados no art. 1º da IN RFB nº 1.037/2010, que não informem tempestivamente dados precisos sobre a sua composição societária ou titularidade. Essa ausência de salvaguardas específicas pode permitir a admissão precária, ao processo competitivo, de entidades que não informem tempestivamente quem são os *ultimate beneficial owners* (item 2.a das *Instruction Letters*), o que constitui risco no que tange à prevenção de (i) falsidade declaratória, (ii)

lavagem de dinheiro ou de (iii) acesso a informações confidenciais da Petrobras, por parte de tais entidades.

Embora os dois primeiros riscos mencionados possam ser eliminados em fases subsequentes de projetos de desinvestimento até o fechamento do portão 5, por meio da exigência posterior de dados mais precisos para assinatura dos contratos e através da realização do procedimento de *Due Diligence* de Integridade - DDI, permanece o risco de acesso a informações confidenciais da Petrobras, durante a fase de desenvolvimento de projetos de desinvestimento, por parte de tais entidades.

Constata-se, portanto, que embora a fragilidade apontada no referido padrão não tenha afetado o processo de desinvestimento em tela, até o momento, cabe a propositura, por parte da Petrobras, de medidas corretivas no padrão, para mitigar a ocorrência do risco descrito em outros processos de desinvestimento sob sua gestão.

5. DO TERMO DE COMPROMISSO DE CESSAÇÃO DE PRÁTICA – TCC FIRMADO COM O CADE

Em 08.01.2019, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) instaurou o Inquérito Administrativo nº 08700.006955/2018-22 para investigar suposto abuso de posição dominante da Petrobras no segmento de refino. Em 29.03.2019, a Companhia apresentou sua manifestação no referido inquérito, argumentando serem insubsistentes as preocupações que o motivaram e requerendo o seu arquivamento sumário pelo CADE.

Para tanto, a Petrobras realizou tratativas com o CADE para celebração de um Termo de Compromisso de Cessação de Prática (TCC) para o mercado de refino com os objetivos de (i) minimizar os riscos jurídicos fruto do Inquérito Administrativo instaurado pelo CADE, e (ii) mitigar riscos de reprovação da operação envolvendo os ativos do Projeto Phil pelo CADE ao final de um processo de desinvestimento de porte relevante, que envolve 50% da capacidade de refino nacional numa operação que pode levar de 2 a 3 anos para a conclusão.

Em 26.04.2019, a Petrobras divulgou fato relevante ao mercado, informando que aprovou as novas diretrizes para a gestão de portfólios de seus ativos, incluindo a venda de oito refinarias com a respectiva infraestrutura logística associada (Projeto Phil que representa o desinvestimento de 50% da capacidade de refino no Brasil).

No que tange a avaliação por parte de instâncias de tutela ministerial, verificou-se que, em 09.05.2019, em linha com as preocupações do CADE, o Conselho Nacional de Política Energética (CNPE) publicou a Resolução nº 9/2019, apresentando as seguintes diretrizes para o desinvestimento em refino pela Petrobras: (i) venda concomitante dos ativos e respectivos ativos de infraestrutura de movimentação; (ii) transferência de refinarias potencialmente concorrentes para grupos econômicos distintos; (iii) venda dos ativos sem a manutenção de participação societária da Petrobras nos ativos desinvestidos; e (iv) a venda deve ser realizada preferencialmente para empresas desverticalizadas. O

CNPE é órgão de assessoramento do Presidente da República para formulação de políticas e diretrizes de energia (Lei nº 9.478/1997, art. 2º, inciso IX).

Em 27.05.2019 e 29.05.2019, respectivamente, a DE e o CA aprovaram a celebração do TCC entre a Petrobras e o CADE, consoante DIP INP 435/2019.

O posicionamento da Petrobras em relação ao desinvestimento de 50% da capacidade de refino está alinhado às políticas definidas pelo CNPE e busca cumprir acordo firmado com o CADE, que consubstancia os esforços de cooperação entre CADE e Petrobras para execução de um projeto voluntário de desinvestimento na área de refino que a Companhia pretende realizar no Brasil.

Assim, em 11.06.2019, o TCC foi celebrado entre o CADE e a Petrobras, constando que o Inquérito Administrativo não imputou uma conduta ilícita por parte da Petrobras e que esta Companhia, com a assinatura do TCC, não está reconhecendo a prática de qualquer ato ilícito. Portanto, o Termo tem como objeto 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 a que se refere. As principais obrigações assumidas pela Petrobras no TCC são:

a) Executar a totalidade do Projeto Phil considerando os seguintes prazos: (a) *Teaser* até 31.12.2019; (b) assinatura dos Contratos de Compra e Venda (*Signing*) até 31.12.2020; (c) Fechamento das Operações (*Closing*) até 31.12.2021 (com possibilidade de prorrogação de até mais um ano).

b) Os potenciais compradores dos ativos do Projeto Phil devem: (i) ter independência do Sistema Petrobras; (ii) possuir recursos financeiros e incentivos para manter e desenvolver os ativos desinvestidos; (iii) atender à restrição de não adquirir em conjunto os seguintes ativos potencialmente concorrentes: RLAM e RNEST; REPAR e REFAP; e REGAP e RLAM.

c) Garantir que o CADE acompanhe o cumprimento das obrigações e compromissos relacionados ao TCC considerando um *Trustee* de monitoramento a ser contratado pela Petrobras.

d) Caso a Petrobras não execute totalmente o desinvestimento no prazo acordado com o CADE (31.12.2021, com possibilidade de extensão por até mais um ano), deverá pagar multa de 0,1% da receita líquida, no ano de 2018, dos ativos que não foram efetivamente desinvestidos.

Além disso, o TCC elencou algumas hipóteses que, caso ocorram, não seriam consideradas como descumprimento por parte da Petrobras, dentre elas: (i) decisão judicial ou administrativa que impeça o desinvestimento; (ii) eventos de força maior; (iii) ausência de interessados no processo de desinvestimento; (iv) apresentação de propostas com valores inferiores aos constantes das avaliações econômico-financeiras; dentre outras.

Com base nos documentos analisados e exames realizados, constata-se que a estruturação do projeto de desinvestimento Phil-Fase 1 está em conformidade com os compromissos firmados entre a Petrobras e o CADE para alienar integralmente os ativos refinarias e seus respectivos ativos de logísticas de seus insumos e produtos. Bem como, houve observância, durante todo o processo, às restrições acordadas no âmbito do TCC e às disposições emitidas pelo CNPE na Resolução nº 9/2019, principalmente:

i) os pares de ativos (i) RLAM e RNEST; (ii) REPAR e REFAP; e (iii) REGAP e RLAM não poderão ser adquiridos em conjunto por um mesmo comprador ou empresas do mesmo grupo econômico; e

ii) houve na *Process Letter* a inclusão de elementos necessários para elaboração da proposta vinculante relacionada às restrições do TCC firmado com o CADE.

Verifica-se que a Petrobras adotou as medidas necessárias, no âmbito dos documentos do processo competitivo do Projeto Phil-Fase 1, de forma a resguardar o cumprimento dos itens 4.1 e 4.2 do TCC pelos potenciais compradores quanto aos critérios mínimos e requisitos antitruste previstos no Termo de Compromisso firmado com o CADE. Constata-se que houve atendimento às determinações contidas no TCC quanto à publicação dos preços de venda vigentes de derivados comercializados pela Petrobras, por polo, como forma de demonstrar a isonomia competitiva aos demais participantes do mercado destes produtos. Com relação ao *Trustee* de monitoramento, constata-se que houve a elaboração do plano de trabalho detalhado e a emissão de relatórios trimestrais encaminhados ao CADE, em atendimento ao item 5.5 do TCC.

Segundo a Petrobras, o compromisso com o desinvestimento segue inalterado mesmo com a pandemia da COVID-19, porém houve solicitação ao CADE de período adicional para a conclusão dos desinvestimentos, visando justamente permitir a adequação do cronograma aos impactos causados pela pandemia, sendo a dilação uma das possibilidades preconizadas no TCC.

Verifica-se que a situação da pandemia está prejudicando o cronograma do projeto e poderá afetar o interesse nos ativos e as condições de financiamento por parte dos potenciais compradores. No momento, há incertezas quanto aos possíveis impactos causados pela pandemia no processo de desinvestimentos da Petrobras devido à queda de demanda e de investimentos com retração na economia mundial.

Ressalta-se que a posição da Petrobras de ter dado continuidade ao desinvestimento em momento de volatilidade, embora não tenha se caracterizado como inobservância ao TCC, implicou em risco no que tange à redução do valor de venda (*Equity Value*) inicialmente pretendido, conforme tratado no item 6.1 deste relatório em relação ao caso concreto do cluster RLAM.

Por fim, até 11.09.2020, as análises realizadas demonstram que não houve descumprimento por parte da Petrobras do Termo de Compromisso firmado com o CADE.

6. DO PROCESSO DE AVALIAÇÃO DOS ATIVOS A SEREM DESINVESTIDOS.

6.1. Assunção de risco significativo ao dar continuidade ao processo em momento de turbulência econômica (Covid-19).

A Pandemia causada pela Covid-19 e a consequente turbulência econômica atingiram a execução do Projeto Phil, gerando riscos e incertezas quanto ao futuro da indústria do petróleo e ao cenário econômico mundial. Diante disso, a Petrobras optou por dar continuidade ao processo de desinvestimento dos *clusters* RLAM e REPAR com o recebimento das propostas vinculantes e revisou o cronograma dos demais.

Tal opção pode ter gerado impacto tanto no valor da avaliação da RLAM, quanto na aversão ao risco por parte dos compradores, tendo como consequência redução no valor esperado para alienação, conforme demonstrado **nas seguintes argumentações principais:**

6.1.1 Dos efeitos negativos da Pandemia em diversos indicadores econômicos e no RIAEF; e

6.1.2 Do pedido da própria Petrobras ao CADE por dilação dos prazos dos desinvestimentos do Projeto Phil.

6.1.1. Efeitos da Pandemia da Covid-19 em diversos indicadores econômicos e no RIAEF.

Com a evolução da Covid-19 em 2020, os principais indicadores macroeconômicos, que afetam diretamente a avaliação das refinarias, sofreram significativa redução no período da pandemia, a se destacar nos meses de abril a junho de 2020, que foram as datas da maioria das premissas econômicas utilizadas no RIAEF do *cluster* RLAM.

Entre as premissas que, direta e indiretamente, causam mais impacto nos preços e margens dos derivados estão aquelas que representam a expectativa de crescimento do PIB brasileiro (Relatório Focus/Banco Central) pelo mercado e a expectativa de preço futuro do petróleo, no caso, o do tipo *Brent*, que foi o utilizado pela Petrobras nas suas avaliações.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

(...) A COVID-19 impactou severamente a economia global. O preço do petróleo e dos seus derivados, e as expectativas para o crescimento da economia mundial vêm mostrando declínio consistente. Com os impactos econômicos, a demanda global por derivados foi muito afetada no curto prazo, com uma queda em torno de 25 milhões de barris por dia (bpd) durante o período de restrição de circulação.

(...)

Esses eventos levaram a companhia a adotar uma série de medidas visando à preservação da geração de caixa, a fim de reforçar sua solidez financeira e resiliência dos seus negócios, bem como a revisar, e aprovar em Conselho de Administração, algumas de suas premissas-chave de seu Planejamento Estratégico, tais como **preço do Brent, taxa de câmbio, spreads de derivados, dentre outras.**

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Os argumentos para a revisão do cronograma expostos na petição são os seguintes (grifos nossos):

2. A etapa referente à divulgação do *teaser* foi devidamente cumprida em 13/09/2019. Ocorre que em virtude da pandemia causada pelo Corona vírus (COVID-19), situação devidamente reconhecida pelo Decreto Legislativo nº 6, de 20 de março de 2020, como sendo de calamidade pública, ações imprescindíveis para a execução do cronograma de desinvestimento em refino nos termos previsto no TCC celebrado restaram inviabilizadas.

3. Frente aos acontecimentos, os potenciais efeitos da pandemia no cronograma do projeto foram tempestivamente informados ao *Trustee* de Monitoramento, em cumprimento à cláusula 7.4 do TCC.

4. Ressalte-se que a Petrobras não tem poupado esforços para mitigar e eventualmente superar as imensas dificuldades e impeditivos criados pela pandemia de modo a buscar atender ao cronograma do Projeto. Para tanto, o processo de *due diligence* permaneceu ativo, buscando manter o engajamento dos potenciais interessados. Assim, diversas Apresentações Gerenciais e Sessões Técnicas com Especialistas da Petrobras foram conduzidas através de reuniões virtuais, o *data room* virtual seguiu aberto e dúvidas dos compradores seguiram sendo respondidas no procedimento de perguntas e respostas (Q&A).

5. Para frisar ainda o empenho da Petrobras em manter o processo de desinvestimento o mais ativo possível, para as refinarias RLAM e REPAR, considerando que a etapa da *due diligence* de Apresentações Gerenciais e Visitas Técnicas já havia sido concluída para todos os participantes antes do início da pandemia, foram marcadas datas para submissão de ofertas vinculantes. No caso da RLAM inclusive, já foram recebidas ofertas vinculantes e iniciada a fase de negociação com o primeiro colocado.

6. Avançar com o recebimento de ofertas vinculantes para RLAM e REPAR reforça o compromisso da Petrobras com o desinvestimento das refinarias, dando sinalização positiva também para os participantes dos demais processos, mesmo que estes ainda não tenham data definida para as ofertas vinculantes. **É o caso dos demais clusters (REFAP, RNEST, REGAP, REMAN, LUBNOR e SIX). Nestes clusters ainda não foram concluídas as etapas de Apresentação Gerencial e/ou Visitas Técnicas**, e, tais atividades, especialmente as Visitas Técnicas, que são consideradas muito relevantes para a avaliação dos ativos, não puderam ser finalizadas até o momento em razão da imposição do isolamento social. O que trará grande impacto para todo o cronograma.

7. Dessa forma, nada obstante todos os esforços da Petrobras, **as restrições impostas pelo momento pandêmico vêm impedindo de forma incontornável a realização de atividades consideradas imprescindíveis** para a execução do cronograma ajustado com o CADE, tornando assim, inviável a manutenção do atual cronograma estipulado no TCC.

8. Além das constatações práticas de impedimento para a conclusão da etapa de *due diligence* descritas anteriormente, outra dimensão da análise do cronograma dos desinvestimentos em refino **passa por buscar a manutenção do valor e da competitividade dos ativos, em conformidade com a cláusula 3.1 do TCC.**

9. Neste sentido, cabe esclarecer que o segmento de refino é afetado pela volatilidade das margens de refino (diferenciais entre o preço do petróleo e os preços dos derivados). Em função da crise de demanda ocorrida durante os meses de março e abril/2020, estas margens foram afetadas. Neste momento, as margens vêm se estabelecendo em novos patamares. **Uma**

postergação no cronograma dos desinvestimentos visa superar o momento de maior turbulência do mercado e aguardar um cenário onde a Petrobras e demais agentes tenham melhor visibilidade em relação às projeções de preços de petróleo e margens de refino.

(...)

Os itens 2, 6 e 7 da petição se referem à impossibilidade de realizar o *due diligence*, entre outras providências, para os ativos REFAP, RNEST, REGAP, REMAN, LUBNOR e SIX. Isso não ocorreu em relação aos ativos REPAR e RLAM, que tiveram a etapa da *due diligence* concluída. Contudo, os itens 8 e 9 da petição, que tratam da manutenção de valor frente a uma situação inesperada, de força maior, abordam pontos que afetam igualmente todas as refinarias do projeto PHIL, não sendo razão suficiente para manter a fase de negociação o simples recebimento das ofertas vinculantes. A Sistemática de Desinvestimentos da Petrobras e o TCC relatam situações em que essa revisão de cronograma é possível. A situação da impossibilidade de realizar o *due diligence* é uma questão intransponível, mas que não afeta diretamente o valor da empresa. Ao contrário, a questão do contexto da Pandemia da COVID-19, conforme afirmado pela Petrobras nos itens 2, 8 e 9 da petição, traz risco direto à manutenção do valor (item 8) e maior incerteza em relação às projeções de petróleo e margens de refino (item 9), ponto central da valoração desses ativos.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

O item 6.10.5.1 da Sistemática da Petrobras prevê a repetição da etapa de propostas vinculantes caso essa repetição seja vantajosa para a Petrobras. No TCC há previsões claras de situações que desobrigam a Petrobras de prosseguir se houver risco de perda de valor, conforme apontado pela própria Petrobras na referida petição (itens 8 e 9). O CADE, em nenhum momento, exige “empenho” a qualquer custo, tanto que acordou situações nas quais o cronograma pode ser revisto.

Embora o presente relatório se atenha à avaliação do *cluster* RLAM, verifica-se que os mesmos efeitos, com redução de valor, incidem também sobre a REPAR, haja vista que a RLAM, como a REPAR, está no mesmo setor de negócios (refino) e em regiões tão impactadas pela COVID-19 quanto as das demais refinarias. Mesmo que não estivessem, esse é um negócio de alcance global, e a COVID-19 afetou, praticamente, todos os setores da economia mundial.

A possível incoerência da manutenção da fase de negociação da RLAM e recebimento de propostas vinculantes da REPAR é evidenciada pelos argumentos da própria Petrobras na petição que fez ao CADE para a revisão do cronograma e pelos resultados do RIPAEF e RIAEF, que foram realizados pela Petrobras, utilizando premissas, no caso do RIAEF, impactadas fortemente pelo evento COVID-19.

Os itens 6.7.11, 6.8.6 e 6.10.5.1 da Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras preveem a possibilidade de repetição de etapas. No presente caso da RLAM, que já recebeu as propostas vinculantes, o item 6.10.5.1 é o que trata dessa possibilidade:

6.10.5.1. A Comissão de Alienação poderá, motivadamente, recomendar e a Diretoria Executiva poderá aprovar a repetição da etapa de propostas vinculantes caso essa repetição seja vantajosa para a Petrobras, podendo, nesse caso, deliberar pela não repetição da *Due Diligence*.

O Termo de Compromisso de Cessação de Prática (TCC), firmado entre o Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE e a Petrobras, em 11.06.2019, prevê as seguintes situações que desobrigam o cumprimento do TCC (grifos nossos):

(...)

7.3. **Não serão consideradas como descumprimento** às obrigações da PETROBRAS, as hipóteses abaixo descritas:

(...)

b) **evento de força maior, assim entendido o evento que esteja fora do controle da PETROBRAS e que não poderia ser por ela razoavelmente previsto** e que afete materialmente a execução das obrigações previstas neste Termo de Compromisso, **incluindo mas não se limitando** a, greves, atos de sabotagem, paradas não previstas para manutenção de unidades dos Ativos Desinvestidos, fenômenos naturais, disputas de terceiros, alterações legais, desastres ou explosões;

(...)

7.6.1. Caso as circunstâncias que venham a impedir ou atrasar o cumprimento do Projeto de Desinvestimento na Área de Refino, descritas na cláusula 7.3, sejam de natureza transitória e possam ser revertidas, PETROBRAS e CADE negociarão de boa-fé a readequação deste Termo de Compromisso, mediante a celebração de Termo Aditivo, de modo a perseguir as finalidades e objetivos substanciados no presente instrumento.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Em manifestação preliminar ao relatório, a Petrobras afirma discordar da interpretação da CGU sobre a utilização da petição ao CADE como evidência de que a companhia estaria atestando a existência de risco pela continuidade do projeto Phil para todas as refinarias. A empresa informa que o item 9 da petição configura uma linha de

argumentação jurídica secundária ao argumento principal para repactuação do TCC; e que o argumento principal para postergação dos cronogramas seria a inviabilidade a execução de *due diligence* para as demais refinarias, durante o pico da pandemia. Transcreve-se trecho da manifestação:

De fato, causa espécie que uma peça de natureza jurídica, que, além de elementos técnicos, vale-se de argumentação retórico-persuasiva para fundamentar um pleito a uma autoridade pública, possa figurar como um dos principais argumentos de suporte para o achado em questão.

Conferir a trechos de uma linha de argumentação secundária de uma peça jurídica o peso de uma declaração corporativa ou, mesmo, o de uma evidência documental integrante de um processo decisório, redundando em atribuir forçadamente à Petrobras um reconhecimento que a Companhia não fez e nem pretendeu fazer.

Contudo, a análise da petição não permite inferir que a argumentação trazida no item 9 seria secundária, pois conclui o raciocínio do porquê se deve prorrogar o cronograma, como podemos observar da leitura do item 9, já transcrito.

Ademais, entende-se inadequado afirmar que uma peça jurídica, sobre um assunto sensível, dirigida à um órgão regulador, não configura uma declaração corporativa.

Adicionalmente, o item 6.1.3, apresentado a seguir, traz **argumentos acessórios**, que reforçam a fundamentação principal, ainda que não sejam centrais para a evidenciação do achado 6.1.

6.1.3. Diferenças de valor entre o RIPAEF e o RIAEF.

A Petrobras elaborou, conforme previsto na Sistemática, o Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira – RIPAEF referente ao Projeto Phil-Fase 1, em 08.11.2019 (tratado no anexo III deste relatório), e o Relatório Interno de Avaliação Econômico-Financeira – RIAEF para o *cluster* RLAM, em 25.06.2020 (tratado no anexo IV deste relatório). As constatações a seguir se referem especificamente, portanto, ao processo de avaliação feito para o caso concreto do *cluster* RLAM.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

O RIPAEF foi realizado tendo como base as premissas do Plano Estratégico (PE) 19-23 e o RIAEF fez o cálculo utilizando premissas dos dois Planos Estratégicos subsequentes, o PE 20-24 (plano vigente) e o PE 21-25 (este último em elaboração, quando da elaboração do RIAEF). Os cenários aqui indicados como PE 21-25 são também denominados pela companhia como “PE 20-24 pós COVID”, pois foram calculados com o objetivo de utilizar novas premissas corporativas, calculadas em resposta à pandemia da COVID-19 e em decorrência do processo de elaboração do novo plano estratégico.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

As principais causas dessa redução são as alterações nas premissas de preços dos derivativos e respectivas margens, do valor do petróleo tipo *Brent* (referência para os preços da Petrobras) e do aumento da Taxa Mínima de Atratividade (TMA) utilizada para desconto do Fluxo de Caixa Livre para o Valor Presente Líquido (VPL), que foi a metodologia utilizada nas avaliações.

A redução de valor evidencia que, em um momento de maior instabilidade, há risco não apenas de que as propostas recebidas sejam em menor valor, em função da aversão ao risco por parte dos compradores, mas também que haja perda de valor, possivelmente temporária, do ativo.

Diante do exposto nos itens 6.1.1 a 6.1.3, conclui-se que a Petrobras assumiu um risco ao prosseguir com a etapa de propostas vinculantes e manter a fase de negociação no momento de maior turbulência do mercado, e ao não aguardar um cenário onde a Petrobras e demais agentes tenham melhor visibilidade em relação às projeções de preços de petróleo e margens de refino, buscando a manutenção do valor e da competitividade dos ativos.

6.1.4. Razões apresentadas pela Petrobras para prosseguimento do processo da RLAM

A Petrobras, em resposta à Solicitação de Auditoria nº 821876/11-PB-Ref, de 16.06.2020, e a apontamentos preliminares apresentados pela CGU em 19.10.2020, concordou que a Covid-19 impactou severamente a economia global e afirmou que no caso da RLAM a fase de *due diligence* já se encontrava concluída e por isso prosseguiu com o processo, entretanto pontuou fatores estratégicos que, segundo ela, devem ser levados em consideração no processo de desinvestimento em curso (as manifestações na íntegra encontram-se nos Anexos VII e VIII).

Segundo a manifestação, a estratégia adotada de promover o desinvestimento de parte do parque de refino permanece inalterada, de forma a: (i) auxiliar na desalavancagem; (ii) buscar a adequação regulatória (TCC); (iii) viabilizar melhor alocação de capital, em especial nos investimentos relativos ao pré-sal, considerando o valor que o petróleo ainda possui no mercado e a vantagem comparativa da Petrobras no segmento de exploração e produção em água profunda e ultra profunda.

Um componente específico, segundo a própria Petrobras, que reforça a decisão de vender alguns ativos de refino, é o alto nível de alavancagem da empresa (67% na data no fechamento do 1º trimestre/2020). De fato, a dívida da Petrobras é muito superior à de outras empresas do setor. Isso leva a um alto pagamento de juros da dívida.

Nesse sentido, e em razão das incertezas trazidas pela turbulência, a Petrobras decidiu postergar o cronograma de todos os oito processos de desinvestimentos em refino. Inicialmente as ofertas eram esperadas para abril (RLAM), maio (REPAR, REFAP, REMAN, LUBNOR e SIX) e junho (RNEST e REGAP). A revisão visou superar o momento de maior turbulência do mercado e aguardar um cenário onde a Petrobras e demais agentes tivessem melhor visibilidade em relação às projeções de preços de petróleo e margens de refino.

O escalonamento adotado, segundo a Petrobras, permitirá avançar com cautela com os desinvestimentos, avaliando na prática os impactos para o projeto e, eventualmente, realizar ajustes na estratégia para as demais refinarias.

A companhia observou, adicionalmente, que o valor dos ativos não dependeria apenas da situação de momento dos preços de petróleo e derivados, mas também, e principalmente, da expectativa do comportamento desses preços no longo prazo.

6.1.5. Análise das razões apresentadas pela Petrobras

A Petrobras concordou que a pandemia teve forte impacto, mas não explicou por que a RLAM seria diferente das demais refinarias - que tiveram os cronogramas adiados - quanto a esse impacto, conforme explanado pela empresa em sua petição ao CADE:

(...) Uma postergação no cronograma dos desinvestimentos visa superar o momento de maior turbulência do mercado e aguardar um cenário onde a Petrobras e demais agentes tenham melhor visibilidade em relação às projeções de preços de petróleo e margens de refino.

As demais explicações, que a princípio parecem pertinentes e alinhadas com o planejamento estratégico da empresa, careceriam de maior aprofundamento para que a equipe formasse opinião sobre a adequação da venda à estratégia. Contudo, a análise detalhada dos fundamentos das razões estratégicas não faz parte do escopo de auditoria, o que não prejudica os demais apontamentos do presente trabalho.

Como indicativo de quais seriam as informações necessárias para uma futura análise dessas razões estratégicas, que podem ser objeto, inclusive, de maior detalhamento documental nos processos de desinvestimento, citam-se:

- Desalavancagem – custo da dívida a ser abatida pelo projeto de desinvestimento (que pode ser distinto do custo médio da dívida); motivação para o apontamento da desalavancagem como razão estratégica adicional para eventual alienação abaixo do *equity value* (metodologicamente, esse custo já estaria precificado na composição da TMA (WACC), no item custo de capital de terceiros).
- Melhor alocação de capital – análise comparativa de investimentos entre diferentes segmentos e projetos, bem como comparação com projetos de desinvestimento.

6.2. A ampla faixa de valor encontrada no RIAEF e a adoção de premissas de PIB demasiadamente pessimistas no cenário Resiliência, com reflexos nas demais premissas, reduzem a relevância do uso da faixa como principal suporte à tomada de decisão.

A metodologia utilizada na avaliação da RLAM com a adoção, no cenário Resiliência, de algumas premissas demasiadamente pessimistas, sem a devida fundamentação, com reflexos nas demais premissas, em conjunção com o cenário da Pandemia do COVID-19, alargou significativamente a faixa de valor a ser utilizada como suporte à tomada de decisão, prejudicando a sua utilização, conforme será demonstrado nas seguintes **argumentações principais:**

6.2.1 Faixa de valor demasiadamente ampla foi utilizada como principal elemento de tomada de decisão; e

6.2.2 Premissas significativamente pessimistas, sem a devida fundamentação.

Adicionalmente, como **argumentos acessórios**, de reforço à fundamentação principal, mas não essenciais a manutenção do achado, tem-se os seguintes:

6.2.3 *Disclaimers* do RIPAEF e RIAEF; e

6.2.4 Instrução normativa CVM nº 361.

6.2.1. Faixa de valor demasiadamente ampla foi utilizada como principal elemento de tomada de decisão.

Conforme descrito no item 6.1 acima, a Petrobras elaborou o RIPAEF (tratado no anexo III deste relatório), e o RIAEF para o *cluster* RLAM (tratado no anexo IV deste relatório). Ambos os relatórios, em diferentes momentos do processo, apresentam estimativas de valor para o ativo *cluster* RLAM em três diferentes cenários corporativos: Resiliência, Base e Crescimento.

O RIPAEF e o RIAEF, nas respectivas seções de “Notas Importantes”, elencam sucessivos alertas das limitações dessas avaliações, destacando-se o seguinte (grifos nossos): “(...) *Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.*”

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Faixas de valores tão largas não propiciam, isoladamente, suporte à alta administração para tomada de decisão de forma eficiente, não podendo ter peso significativo nela. O efeito da pandemia da COVID-19 no aumento da incerteza e conseqüente volatilidade das premissas econômico-financeiras, já tratado no ponto 6.1.1 deste relatório, foi a justificativa alegada pela Petrobras para revisão dessas premissas, ocasionando forte redução do valor apurado no cenário Resiliência, alargando ainda mais a faixa. Isso reforça o quão arriscado foi dar continuidade à fase de ofertas vinculantes e negociação do *cluster* RLAM, no período de abril a junho de 2020.

O RIPAEF e o RIAEF, como já relatado acima, foram utilizados como base para a aprovação das ofertas não-vinculantes e vinculantes. Portanto, foram usados como suporte à tomada de decisão.

Contudo, com uma faixa de valores tão ampla e com um piso de valor (cenário Resiliência) “rebaixado” no RIAEF, a avaliação perde, consideravelmente, importância como suporte a decisão. *Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.*

Qual o grau de contribuição teria essa avaliação na decisão de compra ou venda?

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Em resposta a apresentação preliminar do presente achado pela CGU, a Petrobras assim se manifestou, em 23.11.2020, sobre esse ponto:

Da especificidade da RLAM: “A Petrobras esclarece, em relação a amplitude das faixas de valores para um determinado ativo, que elas não são uma função exclusiva dos cenários analisados, mas também da natureza operacional única de cada refinaria.

No caso da RLAM, o cenário Resiliência é especialmente impactado em função de dois efeitos: primeiro pela sua menor margem bruta de operação e segundo pelo fato de dentro do portfólio de refino da companhia ela carecer de vantagem relativa, o que faz com que a RLAM seja despriorizada para atender o mercado num cenário recessivo.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Das causas da redução do piso: “Observamos também que a maior parte do efeito de ‘redução do piso’ e ‘ampliação da faixa’ decorrem de ajustes do PE 19-23 para o PE 20-24 e que, em função da clara deterioração da perspectiva macroeconômica, pioraram no **PE 20-24 pós-covid**. Desse modo, entende a companhia que os efeitos estão coerentes com a projeção do preço de Brent e as alterações de volumes observadas para os cenários (de processamento de petróleo, de venda de derivados no mercado interno e de exportação de derivados).”

Em que pese a avaliação (RIAEF) da REPAR, que não é o escopo da presente auditoria, não apresentar faixa de valor tão ampla, e a da RLAM ser mais sensível a alterações de margens, a RLAM apresenta uma faixa de valor significativamente larga. A utilização de cenários com premissas muito pessimistas (item 6.2.2 desse documento), até o momento não fundamentadas, em conjunto com o momento de “stress” dos indicadores econômicos em virtude da pandemia, alargou em demasia a faixa de valor

da RLAM. Sendo um ativo mais sensível, conforme afirmado pela empresa, tem-se a tempestade perfeita: Momento Crítico + Premissas Pessimistas + Alta Sensibilidade das Margens de lucro = Maior Perda de Valor.

Quanto às causas da redução do piso, estão coerentes os efeitos da Pandemia com o resultado das projeções, em consonância com o que se afirmou no item 6.1.1 desse relatório.¹ A outra argumentação de que a redução do piso e a ampliação da faixa decorrem de ajustes do PE 19-23 para o PE 20-24, por mais que esta informação possa ter fundamento, as faixas do PE 20-24 e 21-25 são muito amplas e, portanto, pouco úteis. Além disso, a faixa efetivamente utilizada foi do PE 21-25.

6.2.2. Premissas significativamente pessimistas sem a devida fundamentação.

As premissas utilizadas no cenário Resiliência do RIAEF são acentuadamente pessimistas, distorcendo a relação com as demais premissas macroeconômicas. No Gráfico 09, a Petrobras apresentou as estimativas para o PIB Brasil para os diferentes Planos Estratégicos (PNG 2019-23, PE 2020-24 e PE 2021-25). *Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.*

¹ Depreende-se da do trecho transcrito que a projeção do Brent é uma das causas que explicam a redução do piso, apesar de a Companhia ter afirmado de forma contrária, em outro trecho da resposta ao relatório preliminar enviado em 19/10/2020:

“[...] WTI e Brent estão associados ao preço de correntes de petróleo e, portanto, associados ao custo do produto da refinaria e não necessariamente a margem de lucro do derivado vendido (representado pelo *cracks spread*). Vale ressaltar que recentemente, entre 2015 e 2017, observou-se uma correlação negativa entre o preço do petróleo e o *cracks spread*.”

De acordo com esta manifestação, o preço do Brent não teria relação significativa com a redução do valor obtido em cada cenário, pois as margens de refino não cairiam na mesma proporção. Já no trecho da resposta transcrito neste item, a correlação é direta.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Sobre o processo da elaboração de premissas, a Petrobras assim se manifestou, em 23.11.2020, em resposta a apontamentos preliminares da equipe de auditoria (grifos nossos):

*“O processo de elaboração de premissas é permeado pela monitoração contínua do ambiente externo e tem início com a caracterização da conjuntura econômica, definida pela evolução no tempo de suas principais variáveis **(PIB Global, PIB doméstico, taxa básica de juros dos EUA e do Brasil, câmbio e inflação)**. Esse conjunto de pressupostos econômicas flui para os modelos de demanda, oferta e preços, tendo como resultado distintos conjuntos de premissas associados a cada cenário.”*

Em linha com o acima exposto e de acordo com a apresentação “Evolução das Premissas e Decisões do Projeto Phil” da Petrobras (excertos no Gráfico 10), em decorrência desse baixo crescimento econômico, a demanda por derivados, o Fator de Utilização do Refino (FUT) e as margens dos derivados sofreriam queda semelhante, afetando profundamente o valor do *cluster* RLAM para o Cenário Resiliência, que é o piso da faixa do valor do RIAEF, o qual foi utilizado na aprovação das ofertas vinculantes.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Ademais, a utilização de situações mais extremas, <Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012>, causa várias distorções na consistência das demais premissas. Para que se considere uma queda de tal magnitude por um período tão prolongado (Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012), seria necessário, além da justificativa e do cálculo da probabilidade de sua ocorrência, a previsão dos impactos nas demais premissas, em especial na composição da TMA (Taxa Mínima de Atratividade). Os principais componentes da TMA, tais como a taxa livre de risco, o beta, o risco-país, o custo da dívida e o prêmio de risco estratégico, sofreriam grande volatilidade, sendo quase impossível estimá-los nessa situação. Como a TMA é crucial na estimativa de valor por Fluxo de Caixa Descontado, um cenário tão extremo fica prejudicado como suporte à tomada de decisão.

6.2.3. Disclaimers do RIPAEF e RIAEF.

Tanto no RIPAEF quanto no RIAEF do *cluster* RLAM são feitas alertas quanto às limitações dos cenários Resiliência e Crescimento. No item 2, de ambos os relatórios, tem-se o seguinte (grifos nossos):

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Em desacordo com as boas práticas, as projeções para os cenários Resiliência e Crescimento, realizadas com premissas operacionais do cenário base, sem a respectiva quantificação do impacto, traz a possibilidade de uma solução não ótima ou mesmo inconsistente, afetando negativamente a confiabilidade do modelo de valoração nesses cenários.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Em resposta a apontamentos preliminares da equipe de auditoria, a Petrobras assim manifestou, em 23.11.2020, sobre esse ponto:

(...) Por fim, enfatizamos que o *disclaimer* destacado nos itens 6.2.1 e 6.3.2.1 é apenas reflexo de que pode existir algum ajuste pontual de aprimoramento de valor naquele cenário apontado, sendo que isso de forma alguma implica em reconhecimento de “inconsistência nas premissas” ou fragilidade do uso dos valores nos diferentes cenários, como apontado no relatório preliminar.

A partir da leitura desses *disclaimers*, depreende-se que as premissas foram utilizadas, inequivocamente, com inconsistências. Não é possível deduzir, do apresentado no RIAEF e no respectivo *disclaimer*, se essas inconsistências tiveram um impacto significativo na avaliação, seja qual for esse impacto. Caberia à Companhia explicar quão distante poderia ser essa “solução não ótima” de uma valoração calculada com as premissas dos respectivos cenários.

6.2.4. Instrução normativa CVM nº 361.

Quanto ao que seria uma faixa razoável de valor, para não ficar apenas no campo da “impressão” e do bom senso, menciona-se a Instrução nº 361 da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), de 05.03.2002, que dispõe, entre outras coisas, sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta e que detalha as metodologias de avaliações a serem utilizadas, que é, primordialmente, a de fluxo de caixa descontado, a mesma utilizada para a valoração do ativo RLAM exposta no RIPAEF e RIAEF.

No capítulo que trata sobre o Laudo e Avaliação, tem-se (grifos nossos):

(...) II – **O laudo de avaliação da companhia objeto** refletirá a opinião do avaliador **quanto ao valor ou intervalo de valor razoável** para o objeto da oferta na data de sua elaboração e deverá ser constituído de uma análise fundamentada de valor, nos termos estabelecidos neste Anexo, (...)

XIII – O laudo de avaliação deverá apresentar: a) a descrição dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados, acompanhados de uma análise da aplicabilidade de cada um dos critérios referidos no item XII; b) a indicação da data de confecção do laudo, em que os valores apurados serão considerados válidos, salvo indicação em sentido contrário; c) o critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que for considerado pelo avaliador como o mais adequado na definição do preço justo ou intervalo de valor, se for o caso; e **d) na hipótese de a avaliação em uma faixa de valores mínimo e máximo, a justificativa para tal intervalo, que não poderá ultrapassar 10%, tendo como base o maior valor.**

(...)

Apesar de essa instrução normativa não ser aplicável diretamente ao caso de desinvestimento de ativos e à elaboração do RIPAEF e do RIAEF da RLAM, o racional por trás dessa regra é perfeitamente aplicável. Um laudo de avaliação necessita apresentar um valor ou intervalo de valor razoável e, com esse fim, a CVM definiu esse intervalo em 10% do maior valor. Não obstante não haver um limite específico para o que é razoável,

<Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012>, claramente, não é razoável como principal suporte à tomada de decisão.

Em resposta, a Petrobras assim manifestou sobre esse ponto:

(...) Nesse cenário, caso a companhia utilizasse um critério na linha daquele que foi apontado pela CGU, de limitar as avaliações a uma faixa de 10% de incerteza, tendo como base nosso ativo mais volátil, praticamente anularíamos qualquer incerteza associada aos demais ativos, correndo sério risco de não refletir de forma adequada a incerteza nas nossas avaliações. Ainda enfatizamos que, caso as avaliações de todos os ativos tivessem incertezas compatíveis com o valor da faixa de 10% mencionados na referida instrução, não veríamos com relativa facilidade variações anuais nos valores de empresas (que já são muito mais diversificadas que um ativo) em grandezas superiores.

O critério da instrução normativa CVM nº 361, como relatado, foi mencionado de forma a não ficar apenas no campo da “impressão” e do bom senso a respeito do que seria um intervalo de valor razoável. Frisou-se que essa instrução normativa não é aplicável diretamente ao caso, mas que o racional por trás de dessa regra é perfeitamente aplicável. O objetivo, nesse ponto, foi demonstrar que < Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012>, claramente, não é razoável como suporte à tomada de decisão. A afirmação de que essa diferença não é razoável não foi contestada pela Companhia.

6.3. Fragilidade da Utilização de Cenários para definir a faixa de valor como principal suporte à tomada de decisão.

A metodologia de Cenários utilizada na avaliação das refinarias do projeto Phil não se mostrou adequada para definir a faixa de valor como suporte à tomada de decisão, prejudicando a sua utilização, conforme será demonstrado a partir das seguintes **argumentações principais**:

6.3.1 Dificuldade de realizar tratamento probabilístico em Cenários distintos do Cenário Referência; e

6.3.2 Petrobras indica que o cenário base é a referência na negociação.

Adicionalmente, como **argumentos acessórios**, de reforço a fundamentação principal, mas não essenciais a manutenção do achado, tem-se os seguintes:

6.3.3 Metodologia não utilizada até o momento na avaliação de estatais para venda no Brasil;

6.3.4 Metodologia do PND;

6.3.5 O Processo de análise econômica de E&P da Petrobras; e

6.2.4 Instrução normativa CVM nº 361 (fundamentação já apresentada no item 6.2 desse documento).

O item 6.2.4, sobre a IN CVM nº 361, é aqui citado como exemplo adicional de como poderiam ser estabelecidos os limites de faixa razoável de valor, não considerando a utilização de cenários.

6.3.1. Dificuldade de realizar tratamento probabilístico em cenários distintos do Cenário Referência.

Ao se recorrer ao uso de cenários, além de utilizar premissas e parâmetros razoáveis e coerentes, é da maior importância definir as probabilidades desses cenários ocorrerem e, ponderando o resultado de cada cenário com as respectivas probabilidades, calcular o valor esperado do ativo.²

Sobre a mensuração dessas variações e a probabilidade de ocorrerem, existem ferramentas, já consagradas pela academia e pelo uso prático, que podem ser usadas para auxiliar na tomada de decisão, ferramentas essas que permitem avaliar o impacto das diversas fontes de incerteza sobre o Valor Presente Líquido (VPL) da análise por fluxo de caixa descontado, que foi a técnica de valoração utilizada no RIAEF e RIPAEF do *cluster* RLAM. A compreensão das variáveis mais importantes do projeto e uma melhor visão da sensibilidade do empreendimento quanto a estas variáveis possibilitam que o gestor tome decisões mais embasadas e, portanto, mais acertadas. Dentre esses métodos, encontram-se a Análise de Sensibilidade e a Simulação de Monte Carlo, essa última mais voltada a determinar a distribuição de probabilidades.

De acordo com Carlos P. Samanez em “Gestão de Investimentos e Geração de Valor [2007]”, a essência da Simulação de Monte Carlo é simular caminhos para a evolução de um fenômeno até que seja encontrada uma aproximação que o explique satisfatoriamente. Textualmente, ele afirma o seguinte (grifos nossos):

(...) A SMC pode ser definida como um método de ensaios estatísticos, em que os valores são estabelecidos por meio de uma seleção aleatória, na qual **a probabilidade de escolher determinado resultado entre todos os possíveis é obtida a partir de uma amostragem aleatória de identificação de eventos.**

Richard Brealey e Stewart Myers, em “Princípios de Finanças Corporativas”, afirmam o seguinte sobre a Simulação de Monte Carlo (grifos nossos):

(...) A Simulação, embora dispendiosa e complicada, tem o mérito obvio de **obrigar o autor das previsões e a pessoa que toma as decisões a enfrentar a incerteza e as interdependências.**

(...)

² Utiliza-se aqui a expressão “ocorrência de cenários” para indicar a probabilidade de que as projeções se aproximem dos valores do cenário, quando comparada com a probabilidade de que se aproximem dos valores dos outros dois cenários. A utilização de análises de sensibilidade e métodos estocásticos permite, adicionalmente, estabelecer distribuições de probabilidade em torno do cenário Base.

A Simulação de Monte Carlo é um instrumento que permite considerar todas as combinações possíveis. Por conseguinte, **permite-lhe examinar a distribuição completa dos resultados do projeto.**

No RIPAEF e RIAEF do *cluster* RLAM foram apresentadas análises de sensibilidades, contudo não se avançou na estimativa de probabilidade desses riscos identificados ocorrerem e, por consequência, a probabilidade dos cenários estudados se efetivarem.

Assim sendo, a excessiva largura da faixa de valor apresentada, conforme já demonstrado, poderia ter sido sanada com a definição dessas probabilidades, utilizando, dentre outras ferramentas, a Simulação de Monte Carlo.

Contudo, para tanto, conforme mencionado acima, seria necessário utilizar premissas e parâmetros razoáveis e coerentes para todos os cenários estudados, assunto tratado no item 6.2 desse documento.

Em resposta a apontamentos preliminares da equipe de auditoria, a Petrobras assim manifestou sobre esse ponto:

(...) Acerca das referências bibliográficas citadas no relatório preliminar, no tocante à simulação de Monte Carlo, Samanez (2007) há clara referência a um exercício estatístico que embora útil em alguns casos, onde distribuições das principais variáveis estejam disponíveis, é de utilização mais restrita para avaliação de ativos industriais. A dificuldade nessa ferramenta é referenciada em Brealey & Myers, que aponta que *“A Simulação, embora dispendiosa e complicada, tem o mérito obvio de obrigar o autor das previsões e a pessoa que toma as decisões a enfrentar a incerteza e as interdependências”*. No entanto, entendemos que quando se trabalha ambientes estruturalmente distintos (como por exemplo mudanças de hábitos de consumo ou mudanças que alterem o ambiente institucional) as correlações históricas são alteradas e as interdependências mencionadas pelo autor não podem ser corretamente estimadas. Assim, a Petrobras utiliza a técnica de cenários para contornar esse problema.

A Petrobras aqui faz referência ao trecho do Relatório Preliminar (Brealey & Myers) onde se alerta da dificuldade de se realizar a Simulação de Monte Carlo para determinar a distribuição probabilística. Contudo, a utilização da técnica de Cenários não impede que se realize a simulação para definir a distribuição probabilística, haja vista que já é regularmente utilizada pela Petrobras nas suas decisões de investimentos de E&P. Este tema será abordado na sequência, no ponto 6.3.5 deste relatório.

Os cenários são utilizados normalmente em situações onde se consegue calcular a sensibilidade dos fatores críticos e estimar a probabilidade de ocorrerem com algum grau de precisão (desvio-padrão, intervalo de confiança, simulação de Monte Carlo). Quando não se configura essa situação - especialmente em setores tão complexos como O&G, onde a grande volatilidade de variáveis intrínsecas ao negócio prejudica o cálculo da probabilidade de cenários distintos do cenário de referência (Base), muitas vezes resultando em faixas demasiadamente largas - a utilização de cenários perde a relevância como suporte à tomada de decisão.

Em casos como o da RLAM, do setor de O&G, onde a metodologia utilizada é a do fluxo de caixa descontado a uma TMA que segue a estrutura de custo de capital WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), os riscos não diversificáveis - como, por exemplo, mudanças nas taxas de juros, alterações no PIB, variações na inflação, transformações jurídicas e políticas internas, **pandemias**, relações internacionais, incluindo guerras, conflitos, acordos - se encontram precificados pelo Beta ajustado do setor, pelo prêmio de risco de mercado, pelo risco país e pelo prêmio de risco estratégico. Assim sendo, em situações como essa aqui relatada, agravada pela situação pandêmica, onde as incertezas crescem muito, pode-se considerar duas opções: (1) ou se aguarda o cenário futuro se estabilizar e aí se realiza uma nova avaliação ou (2) se faz um cenário único, ajustando as premissas operacionais e de preços, utilizando, por exemplo, mercados futuros, com uma taxa de desconto atualizada que irá refletir as incertezas do mercado e do setor no momento de pandemia através do Beta e dos demais indicadores de risco.

Essa segunda opção foi calculada, de forma consistente, no cenário Base, restando calcular a faixa de valor razoável para a tomada de decisão, utilizando, entre outras, as ferramentas de análise e simulação aqui comentadas. Essa última opção é amplamente utilizada em avaliações de empresas dos mais diversos setores econômicos.

Conforme demonstrado no item 6.2.1 desse documento, a utilização da metodologia de cenários, sem tratamento probabilístico, para determinar uma faixa de valor como suporte à tomada de decisão, tem como uma das consequências faixa de valores excessivamente larga.

6.3.2. Petrobras indica que o cenário base é a referência na negociação

A confirmar que a utilização de cenários não é apropriada para determinar uma faixa de valor como principal suporte – nem mesmo entre os principais – para tomada de decisão, apresenta-se a seguinte afirmação da empresa, manifestada em 23.11.2020 em resposta a apontamentos preliminares da equipe de auditoria (grifos nossos):

“(…) afigura-se como possível a **hipótese** em que a **visão de valor do mercado** para um determinado ativo seja atestada como “justa” por instituições financeiras independentes, por meio de *fairness opinions*, e, simultaneamente, **enquadre-se em patamar distinto do cenário base no range de valor** constante da avaliação econômico-financeira da Petrobras. (...) esse fato, por si só, não implica necessariamente na inviabilidade da alienação. No entanto, **é imprescindível** que a Companhia seja capaz de **avaliar as possíveis razões para as diferenças de visão vendedor e a visão de mercado para o ativo em questão, bem como registrar, de forma justificada e transparente, se restam mantidos os fundamentos estratégicos e comerciais para a alienação e, por consequência, a vantajosidade da oferta.**”

Essa afirmação está de acordo com o indicado na metodologia de análise econômica de projetos de E&P (argumento acessório; item 6.3.5 desse documento), onde a faixa, efetivamente, é dada pelo tratamento probabilístico das variáveis principais do cenário Base.

Caso a empresa fundamente, já na aprovação dos portões da sistemática de desinvestimentos, as assimetrias de valor em relação ao cenário Base, em vez de decidir pela aprovação baseada na faixa de cenários, torna-se mais robusta a tomada de decisão final pela venda.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

6.3.3. Metodologia não utilizada até o momento na avaliação de estatais para venda no Brasil.

A definição da faixa de valor utilizando cenários, para efeito de privatização, em nenhum momento foi usada em privatizações federais no Brasil, em qualquer setor de negócios, nos últimos 30 anos, pelo menos. Não se encontrou uso dessa técnica nem mesmo no caso de concessões de aeroportos e rodovias. Foram vendidas até 2011, pelas regras do PND (Programa Nacional de Desestatização), 26 empresas do setor química e petroquímica, sendo que, em nenhuma delas, essa metodologia foi utilizada.

A Petrobras, em resposta a outro apontamento, diz que a Metodologia de Cenários é amplamente utilizada no setor de O&G para realização de planejamento de médio e longo prazo. Contudo, até o momento, não foi apresentado nenhum caso de avaliação, realizado por outras empresas do setor, utilizando essa técnica para determinar a **faixa de valor como suporte à tomada decisão de venda**. Vários autores (Schoemaker, Botteon, CEPAL etc.) discorrem sobre a utilização de cenários, atribuindo-lhes probabilidades, mas admitindo a dificuldade de fazê-lo. Em ampla pesquisa não foram encontrados casos sem o cálculo da probabilidade de ocorrerem. Nesses casos, a variação dos cenários era bem menos brusca e continha premissas razoáveis e coerentes entre si.

6.3.4. Metodologia do PND.

Na metodologia do PND (Programa Nacional de Desestatização), os processos de privatização foram feitos da seguinte forma: o BNDES escolhia, mediante licitação pública, duas firmas de consultoria, a primeira era responsável pela avaliação da empresa e a recomendação de um preço mínimo de venda (Serviço A), já a segunda realizava não só as mesmas atividades da primeira, como também analisava os obstáculos à privatização, indicava possíveis soluções, identificava potenciais investidores, sugeria a forma de venda e era responsável por operacionalizar grande parte do processo de privatização (Serviço B). Quando havia uma diferença entre as avaliações de mais de 20%, uma 3ª avaliação era contratada. Além disso, havia uma firma de auditoria responsável pelo acompanhamento de todo o processo, que tinha como objetivo emitir um relatório completo das atividades, dando total transparência aos procedimentos.

Em síntese, são realizadas 2 avaliações independentes, sem cenários. A faixa é dada pela diferença das 02. O BNDES realizou 26 avaliações (figura 02) do Setor Química e

Petroquímica, onde a maior faixa encontrada - entre a maior e a menor avaliação - foi de 32,86%, e a diferença média encontrada foi de **8,63%**, múltiplas vezes menor que a faixa encontrada para a RLAM (fonte: Relatório BNDES - PND 2011).

Figura 02 - Valores de avaliação PND, até 2011, do Setor Química e Petroquímica

Quadro 8 – Valores de avaliação (serviços A e B)

Setor	Empresa	Valores de avaliação – 100% do capital			
		Valor econômico ajustado			Valor fixado pelo CDN (em US\$ milhões)
		Serviço A	Serviço B	Serviço C	
Siderurgia	1 Usiminas	1.650,2	1.819,6	-	1.844,7
	2 CSN	1.730,7	1.462,8	-	1.587,9
	3 Açominas	346,4	320,0	-	346,4
	4 Acesita	417,0	476,6	-	476,6
	5 Cosipa	229,0	201,0	-	229,0
	6 CST	350,0	400,0	-	400,0
	7 Piratini	33,2	42,9	-	42,9
	8 Cosinor	8,5	9,0	-	12,4
Química e petroquímica	9 Copesul	675,8	784,1	-	784,0
	10 PQU	524,6	555,6	-	559,2
	11 Copene	1.817,0	1.536,6	-	1.927,9
	12 Petroflex	179,0	169,3	-	180,0
	13 Poliolefinas	274,8	276,3	-	276,5
Química e petroquímica	14 Álcalis	79,6	83,8	-	80,0
	15 PPH	221,1	225,8	-	226,0
	16 Polisul	145,2	170,8	-	178,8
	17 Oxiteno	350,9	355,6	-	355,6
	18 Nitriflex	65,0	62,5	-	64,4
	19 CBE	47,4	45,8	-	47,4
	20 Acrinor	61,0	57,0	-	68,5
	21 Coperbo	92,0	100,0	-	112,4
	22 Politenor	143,0	160,0	-	180,2
	23 Ciquine	67,0	63,0	-	75,5
	24 Polialden	109,0	100,0	-	122,6
	25 CPC	384,6	382,1	-	384,6
	26 Salgema	317,3	328,2	-	328,2
	27 CQR	(35,4)	(39,4)	-	0,03
	28 Nitrocarbono	118,0	114,7	-	163,9
	29 Pronor	166,0	191,1	-	191,1
	30 CBP	0,0	0,0	-	0,1
31 Polipropileno	219,3	219,5	-	237,6	
32 Koppol	(27,3)	(31,6)	-	6,3	
33 Polibrasil	327,0	368,1	-	386,7	
34 EDN	37,2	28,0	51,0	49,8	
35 Deten	171,0	155,5	-	181,5	

Fonte: BNDES - Relatório Final – PND 2011

6.3.5. Utilização de tratamento probabilístico no processo de análise econômica de E&P da Petrobras.

Como afirmado pela empresa em resposta a apontamentos preliminares da equipe de auditoria (trecho transcrito no item 6.3.1 desse documento), a Petrobras alega a

dificuldade de se realizar a Simulação de Monte Carlo para determinar a distribuição probabilística. Contudo, a utilização da técnica de cenários não impede que se realize a simulação para definir a distribuição probabilística, pois já é regularmente realizado pela Petrobras nas suas decisões de investimentos de E&P, que utilizam a mesma ferramenta “Planinv” utilizada por ocasião do processo de desinvestimentos. Na apresentação da Petrobras intitulada “17-Análise Econômica dos projetos de E&P”, na seção de “Gerenciamento de Riscos de Projetos de Investimento” este é assim definido (grifos nossos):

“O Gerenciamento de Riscos em projetos de investimento é um processo cíclico e contínuo que tem como objetivo atuar sobre a **probabilidade e impacto** dos riscos, de forma a maximizar os efeitos dos riscos positivos (oportunidades) e minimizar os efeitos dos riscos negativos (ameaças).”

As diversas probabilidades são assim calculadas, conforme demonstrado na figura a seguir (destaques nossos em amarelo):

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Ressalta-se que a distribuição de probabilidade do VPL (viabilidade econômica) só é realizada no cenário Base, tendo como consequência advir deste cenário o valor real de referência para tomada de decisão, em consonância como o indicado no item 6.3.1 deste relatório: se faz um cenário único, ajustando as premissas operacionais e de preços, utilizando, por exemplo, mercados futuros, com uma taxa de desconto atualizada que irá refletir as incertezas do mercado e do setor no momento de pandemia através do Beta e dos demais indicadores de risco. Essa opção foi calculada, de forma consistente, no cenário Base, restando calcular a faixa de valor razoável para a tomada de decisão, utilizando, entre outras, as ferramentas de análise e simulação aqui comentadas.

RECOMENDAÇÕES

1 – Em relação ao Achado nº 4.1 (Fragilidade no Tratamento dos Riscos de Integridade de Contrapartes), recomenda-se a propositura, por parte da Petrobras, de medidas corretivas no padrão PE-1PBR-00547 – “Verificação e Tratamento dos Riscos de Integridade de Contrapartes em Projetos de Desinvestimento e Parceria Estratégica”, para mitigar o risco de admissão precária, ao processo competitivo, de entidades sediadas em países ou dependências relacionados no art. 1º da IN RFB nº 1.037/2010 que não informem tempestivamente dados precisos sobre a sua composição societária ou titularidade.

2 – Em relação aos Achados nº 6.1 (Assunção de risco significativo ao dar continuidade ao processo em momento de turbulência econômica) e nº 6.2 (A ampla faixa de valor encontrada no RIAEF e a adoção de premissas de PIB demasiadamente pessimistas no cenário Resiliência, com reflexos nas demais premissas, reduzem a relevância do uso da faixa como principal suporte à tomada de decisão), recomenda-se à Petrobras:

2.1. Adotar providências para documentar, no processo de tomada de decisão, quais as ações adotadas para mitigar o risco assumido de dar continuidade ao processo de desinvestimento em 2020, evidenciando que os benefícios superam os riscos;

2.2. Informar, para os tomadores de decisão, as principais razões para as diferenças entre a visão vendedor (Cenário Base) e a proposta vinculante mais vantajosa para a RLAM, quando da abertura da propostas vinculantes, de acordo com art. 32 do Decreto 9.188/2017, justificando a vantajosidade da oferta de venda aceita, mesmo por um valor significativamente abaixo à avaliação do Cenário Base.

3 – Em relação ao Achado nº 6.3 (Fragilidade da Utilização de Cenários para definir a faixa de valor como relevante suporte à tomada de decisão), recomenda-se que a Petrobras, nas avaliações próximas e nas ainda em curso, utilize técnicas probabilísticas, para se ter mais uma alternativa de estimativa de incerteza de valor. Para tanto, sugere-se que a empresa avalie a adoção das técnicas de forma incremental, utilizando-as, preferencialmente, para projetos de maior materialidade, nos quais o custo adicional é justificável.

CONCLUSÃO

A seleção dos ativos do projeto Phil – Fase 1 para a carteira de desinvestimento foi realizada visando a maior aderência do portfólio à estratégia da Petrobras, levando em consideração: (a) alinhamento estratégico; (b) atratividade dos indicadores financeiros; e (c) financiabilidade. A gestão do projeto de desinvestimento foi realizada em conformidade com as normas de governança do Sistema Petrobras, em consonância com o previsto na Sistemática para Desinvestimento de Ativos. A “Fase 1 – Estruturação” foi realizada em conformidade com o previsto na Sistemática. A “Fase 2 – Desenvolvimento do Projeto” foi realizada em conformidade com o previsto na Sistemática, até o recebimento de propostas vinculantes para o *cluster* RLAM, tendo sido identificada uma oportunidade de melhoria para redução de risco de integridade, conforme achado nº 4.1. O Termo de Compromisso de Cessação de Prática - TCC firmado com o CADE, e suas condicionantes, foi observado durante as fases de Estruturação e Desenvolvimento do projeto de desinvestimento, até o recebimento de propostas vinculantes para o *cluster* RLAM.

Contudo, em que pese a Petrobras ter seguido a sua própria Sistemática e respectivos padrões, o processo de avaliação do *cluster* RLAM não foi realizado de forma apropriada, ocasionando risco de impacto negativo no resultado financeiro do desinvestimento, conforme achado nº 6.1. A Petrobras incorreu em fragilidade na utilização da avaliação econômico-financeira como principal suporte à decisão, devido à utilização de cenários de contorno sem o adequado tratamento probabilístico, nos termos dos achados nº 6.2 e 6.3.

Espera-se, como benefício da auditoria realizada, a adoção de medidas corretivas na verificação e tratamento dos riscos de integridade de contrapartes e a mitigação do risco de impacto negativo no resultado financeiro do desinvestimento.

ANEXOS

ANEXO I – DA SELEÇÃO DOS ATIVOS PARA A CARTEIRA DE DESINVESTIMENTO

1. Do Histórico do Projeto de Desinvestimento

A partir de 2012, a Petrobras instituiu a Sistemática para Desinvestimentos de Ativos e Empresas do sistema Petrobras, que se encontra atualmente em sua 6ª revisão, objetivando proporcionar uniformidade de procedimento, transparência, rastreabilidade e melhor governança nos processos de desinvestimentos pelo Sistema Petrobras.

A sistemática se baseia em fases e portões de controle, com requisitos e procedimentos para a passagem pelos portões e prosseguimento das fases do processo.

Os projetos de desinvestimento são compostos pelas seguintes fases, conforme figura a seguir:

(a) Fase 1 - Estruturação: destina-se ao planejamento do Projeto de Desinvestimento.

(b) Fase 2 - Desenvolvimento: destina-se à realização do Processo Competitivo. Compõe-se de uma fase de consulta ao mercado sucedida pelo Processo Competitivo.

(c) Fase 3 - Encerramento: destina-se à obtenção das aprovações externas, implementação das condições precedentes e o Fechamento do Projeto de Desinvestimento.

Portão 0: A área de Aquisições e Desinvestimentos (A&D), atualmente designada Portfólio, responsável pela gestão do projeto de desinvestimento, submete à Diretoria Executiva proposta para composição e revisão da carteira de desinvestimentos;

Portão 1: Aprovação de passagem para a Fase 2 (Desenvolvimento), após estruturação da Transação / Planejamento de preparação para venda;

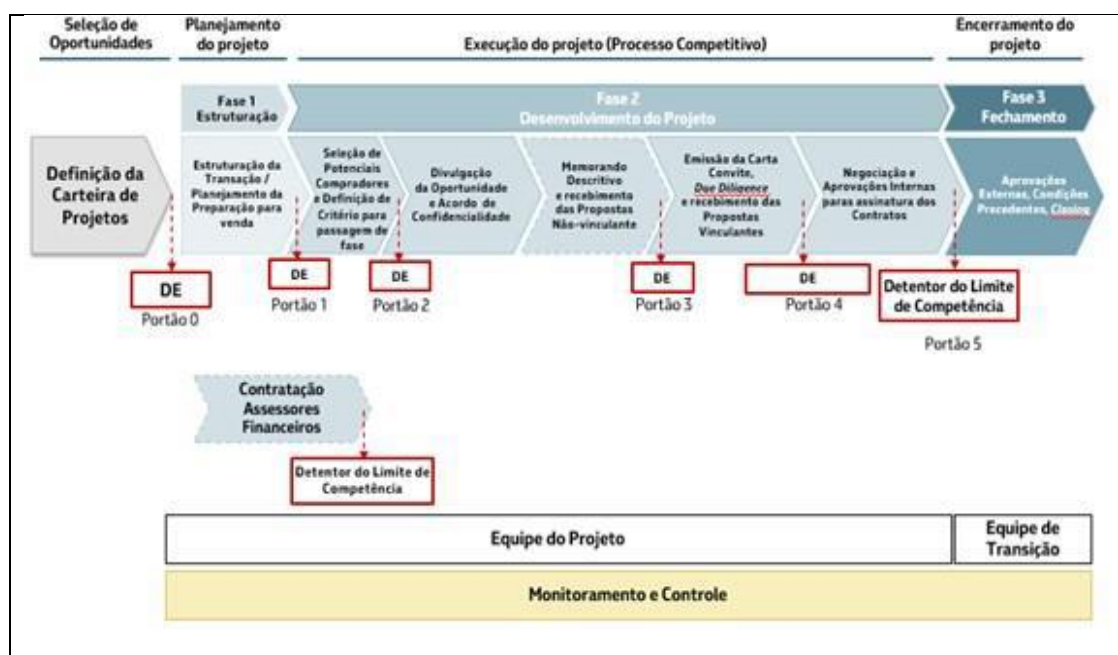
Portão 2: Aprovação de passagem para etapa competitiva, após definição dos critérios de seleção de potenciais compradores e de critério para passagem de fase;

Portão 3: Aprovação dos potenciais compradores não-vinculantes, após divulgação da oportunidade e Acordo de Confidencialidade, Memorando Descritivo, e recebimento de propostas não-vinculantes;

Portão 4: Aprovação do potencial comprador vinculante, após emissão de Carta-Convite, *Due Diligence*, e recebimento de propostas vinculantes;

Portão 5: Aprovações internas para assinatura dos contratos, após negociação.

Figura 1 – Fases de projeto de desinvestimento Petrobras.



Fonte: Sistemática de Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras – 6ª revisão, parte integrante do padrão SINPEP PP-1PBR-00258-H

Desde 2015 a Petrobras vem estudando alternativas em desinvestimento em *downstream*, tendo sido aprovado em abril de 2018, pela Diretoria Executiva e pelo Conselho de Administração, consoante proposições do DIP A&D 102/2018, uma Estrutura de Transação (Portão 1) para o projeto e sua Divulgação ao Mercado (Portão 2), conforme Sistemática de Desinvestimentos.

O modelo de negócio definido considerava a alienação de participação majoritária, com cessão de controle ao parceiro e manutenção de participação de 40% pela Petrobras, em dois subsistemas de refino regionais (*clusters*), um no Nordeste, denominado Projeto Bandeira, e outro no Sul, denominado Projeto Quintana. Juntos, os projetos eram denominados Projeto Poetas.

O Projeto Bandeira, *cluster* Nordeste, compreendia as refinarias RLAM (BA) e RNEST (PE), bem como os ativos de logística (dutos e terminais) operados pela Transpetro (Petrobras Transporte S.A., subsidiária integral da Petrobras) e integrados a essas refinarias.

O projeto Quintana, *cluster* Sul, compreendia as refinarias REFAP (RS) e REPAR (PR), bem como os ativos de logística (dutos e terminais) operados pela Transpetro e integrados a essas refinarias.

Os principais motivadores para a inclusão do Projeto Poetas na carteira de desinvestimentos da Petrobras foram (i) a redução do nível de alavancagem financeira da companhia, (ii) a promoção de preços competitivos alinhados com o mercado internacional, e (iii) a geração de liquidez para a companhia.

Adicionalmente, o Projeto Poetas estava aderente ao reposicionamento estratégico da Petrobras no segmento de refino, transporte e logística do PNG 2018-2022, vigente à época, que previa o estabelecimento de parcerias e desinvestimentos como uma das principais iniciativas para mitigação de riscos, agregação de valor, compartilhamento de conhecimentos, fortalecimento da governança corporativa e melhora da financiabilidade da companhia.

Em 27.04.2018, a Petrobras divulgou, por meio de fato relevante, o *Teaser* ao mercado com a oportunidade de desinvestimento dos Projetos Bandeira e Quintana. Adicionalmente, o Citigroup, assessor financeiro da Petrobras para os projetos, contactou 117 empresas mapeadas como potenciais compradores para apresentar as duas oportunidades de negócio.

Em 21.05.2018, foi deflagrada no país a greve dos caminhoneiros, que tinha como um de seus principais pleitos a redução do preço do diesel.

Em 23.05.2018, a pressão decorrente da greve levou a Diretoria Executiva da Petrobras a decidir pela redução do preço do diesel em 10% por um período de 15 dias. Tal decisão teve como objetivo permitir que o governo e os representantes dos caminhoneiros tivessem tempo para negociar um acordo definitivo para a greve e, ao mesmo tempo, evitar impactos negativos para a população e para as operações da empresa. À época, a Petrobras se posicionou publicamente, através de fato relevante, sobre a necessidade de haver uma discussão acerca da redução da carga tributária federal e estadual incidente sobre o diesel, por ser esta uma das maiores parcelas na formação de preço do produto. Posteriormente, em 28.05.2018, o Governo Federal lançou o Programa Temporário de Subvenção do Preço do Diesel (Programa), que tinha o objetivo de incentivar agentes que atuavam na comercialização de diesel a reduzir seus preços por período predeterminado, com posterior ressarcimento pela União. O Programa foi encerrado em 31.12.2018, tendo a Petrobras sido ressarcida num total de R\$ 6 bilhões (até 30.04.2019) referente à defasagem de preço de diesel praticada.

Com isso, incertezas quanto à capacidade da Petrobras em manter uma política competitiva de preços de derivados aumentaram a percepção de risco para potenciais investidores, fazendo com que a interação das empresas para participar do Projeto Poetas diminuísse consideravelmente, conforme reportado pelo assessor financeiro Citigroup, contratado para o projeto.

Em 03.07.2018, o Projeto Poetas foi suspenso, tendo em vista decisão cautelar monocrática proferida pelo Supremo Tribunal Federal (STF), no âmbito da ADI nº 5624 MC/DF, que questionava dispositivos da Lei das Estatais (Lei nº 13.303/2016) no que se refere à alienação de controle de empresas estatais ou de economia mista sem licitação e aval legislativo.

Na data de suspensão do projeto, após período superior a dois meses de lançamento do *Teaser*, e apesar do universo amplo de 117 empresas convidadas, apenas 5 acordos de confidencialidade haviam sido assinados por empresas interessadas em participar do processo, indicando a sua baixa atratividade.

Em 05.12.2018, a Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP) em conjunto com o Departamento de Estudos Econômicos (DEE) do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) emitiram a Nota Técnica nº 37/2018 apontando que o modelo proposto pela Petrobras, que considerava o desinvestimento de 60% de participação em dois *clusters* de refino regionais, não era capaz de gerar um ambiente concorrencial de fato, uma vez que (i) implicava na transferência de monopólio estatal regional para um monopólio regional privado, e (ii) a manutenção de participação relevante da Petrobras não fomentaria a competição do parceiro nos referidos *clusters*. Além dessa crítica, a Nota Técnica em questão indicava eventual abuso de posição dominante pela Petrobras no mercado de refino brasileiro, onde possui 98% de participação.

Em 08.01.2019, fruto dos indicativos da Nota Técnica acima, o CADE instaurou o Inquérito Administrativo nº 08700.006955/2018-22 para investigar suposto abuso de posição dominante da Petrobras no segmento de refino. Em 29.03.2019, a companhia apresentou sua manifestação no referido inquérito, argumentando serem insubsistentes as preocupações que o motivaram e requerendo o seu arquivamento sumário pelo CADE. Posteriormente, foi celebrado com o CADE um Termo de Compromisso de Cessação, que será detalhado em item específico deste relatório.

Após parecer favorável da Advocacia Geral da União (AGU) e aprovação da Diretoria Executiva em 16.01.2019, a Petrobras retomou os processos competitivos que resultavam em alienação de controle. Contudo, incertezas quanto ao modelo de negócio proposto voltaram a ser debatidas e o Projeto Poetas permaneceu suspenso. Segundo a Petrobras, dentre os aprendizados com o lançamento de Poetas pode-se destacar:

- (i) Menor interesse do mercado que o esperado (117 empresas convidadas e apenas 5 acordos de confidencialidade assinados);
- (ii) Pareceres, internos e externos, indicavam incerteza se o movimento do Projeto Poetas, que correspondia à venda do controle de cerca de 40% do mercado de diesel e gasolina do país, era suficiente para gerar um ambiente concorrencial que levasse à prática de preços competitivos;
- (iii) A interação com as empresas reduziu após a greve dos caminhoneiros devido à percepção por parte de potenciais compradores do risco da prática de preços não competitivos, sem alinhamento com mercado internacional;
- (iv) A formação de parceria em clusters regionais restringia a participação de alguns agentes com cultura operacional distinta da Petrobras, mas que manifestaram interesse pelo projeto, a exemplo das *trading companies*; e
- (v) O modelo de negócio definido, onde a Petrobras permanecia com 40% de participação nos dois *clusters* regionais, não endereçava preocupações de órgãos reguladores relacionadas ao monopólio da Petrobras.

1.1 Das orientações de portfólio para o Plano Estratégico 2020-2024.

Verificou-se que, durante os meses de fevereiro e março de 2019, considerando a primeira etapa do processo de elaboração do Plano Estratégico 2020-2024, o portfólio de *downstream* foi avaliado, levando em consideração três motivadores estratégicos para a Petrobras: (i) alocação de capital em segmentos de maior rentabilidade; (ii) promoção de dinâmica competitiva de preços e movimento de desinvestimento em linha com a orientação regulatória, e (iii) necessidade de aumento da resiliência da companhia frente a cenários de menores preços de petróleo.

A partir desses motivadores estratégicos, verificou-se que o movimento de desinvestimento em refino está aderente à estratégia de longo prazo aprovada para o Plano Estratégico 2040 pelo CA, constante desde 2018 na Carta Anual de Políticas Públicas e Governança Corporativa, no que diz respeito a "maximizar o valor da Petrobras por meio de uma gestão ativa do portfólio de refino, logística, comercialização e petroquímica integrados às atividades de produção de óleo e gás nacionais". Também está aderente ao PE 2020-2024 no que tange a: redução do custo de capital mediante trajetória contínua de desalavancagem; maximização do retorno sobre o capital empregado com foco em ativos em que a Petrobras é o dono natural; investimento prioritário em projetos que apresentam maior retorno, em especial em E&P – Exploração e Produção do Pré-sal. O desinvestimento está ainda de acordo com a demanda do CADE para alienação de 50% da capacidade de refino e visa permitir que a empresa opere competitivamente em RGN - Refino e Gás Natural com foco nas operações do Sudeste.

Verificou-se que a definição do portfólio dos ativos de refino a serem alienados levou em consideração as lições aprendidas com o processo de desinvestimento do Projeto Poetas, e adicionalmente a classificação dos ativos de refino quanto à aderência à separação física e, por consequência, ao desinvestimento, comparado com sua performance econômica e operacional integrada ao parque de refino da Petrobras. Tal avaliação de portfólio, consoante DIP ESTRATÉGIA 59/2019, foi feita conjuntamente com análise de portfólio dos demais segmentos de negócio da Companhia, resultando na proposta de alienação integral e de forma individual de oito refinarias (RNEST, RLAM, REPAR, REFAP, REGAP, REMAN, LUBNOR e SIX, com suas respectivas logísticas associadas), o que representa cerca de 50% da capacidade de refino da Petrobras.

Em 26.04.2019, a Petrobras divulgou comunicado ao mercado anunciando a aprovação das novas diretrizes para a gestão de seu portfólio, listando, entre outras iniciativas, a intenção de venda integral das oito refinarias citadas.

Em 06.06.2019, o plenário do STF reverteu decisão cautelar concedida monocraticamente na ADI nº 5624, na parte em que condicionava as operações de venda de controle acionário de subsidiárias e controladas de empresas estatais à prévia autorização legislativa e à licitação.

2. Do Relatório de Entrada

Verificou-se que, em 09.05.2019, a alienação de 100% da participação Petrobras nas refinarias RNEST, RLAM, REPAR, REFAP, REGAP, REMAN, LUBNOR e SIX, com suas respectivas logísticas de suprimento de petróleo e escoamento de derivados associadas, através de processos competitivos individuais de desinvestimento, foi incluída na carteira de Parcerias e Desinvestimentos, mediante aprovação da Diretoria Executiva (Ata DE 5.563, item 17, pauta 303) conforme DIP PORTFOLIO 4/2019, de 03.05.2019, sob a denominação de Projeto Phil. O Relatório de Entrada do Projeto Phil foi assinado pelos Gerentes Executivos de Integração de Negócios e Participações (INP), como proponente, e Estratégia, Portfólio e Riscos como validadores.

Tal inclusão está em conformidade aos itens 2.5 e 2.5.1 da Sistemática, que estabelecem que o projeto de Desinvestimento deve contar com um Relatório de Entrada elaborado pela Área de Negócio Vinculada, validado conjuntamente pela Estratégia e por Portfólio e emitido anteriormente a aprovação do ingresso do projeto de desinvestimento na Carteira de Desinvestimentos. Também está em consonância com os itens 2.6 e 2.7 da Sistemática, que estabelecem que compete a Portfólio em conjunto com Estratégia submeter à Diretoria Executiva proposta para composição e revisão da Carteira de Desinvestimentos, incluindo a proposição de novos Projetos de Desinvestimento.

Cabe registrar que o Relatório de Entrada engloba as oito refinarias componentes do Projeto Phil, contudo os apontamentos a seguir tratam das refinarias componentes da Fase 1 do projeto, haja vista o escopo dos exames se restringir a essa fase.

2.1. Descrição dos Ativos

Verificou-se que há descrição, suficiente para os objetivos do relatório de entrada, dos ativos no escopo do projeto de desinvestimento, da qual destacam-se, a título de informação, os tópicos a seguir:

Quadro 01 – Ativos no escopo do processo de desinvestimento.

Refinaria	Estado	Capacidade (kbpd)	Fase do Projeto Phil
RLAM	BA	333	1
RNEST	PE	130	1
REPAR	PR e SC	208	1
REFAP	RS	208	1
REGAP*	MG e RJ	170	2
REMAN*	AM	46	2
LUBNOR*	CE	9	2
SIX*	PR	5800 t/d	2

Fonte: Relatório de Entrada do Projeto Phil da Petrobras.

* Não são escopo da presente auditoria.

A capacidade de processamento dessas oito refinarias é de 1.089 kbpd de petróleo, mais 5.800 t/d de xisto, o que representa cerca de 48% da capacidade de refino da Petrobras,

atualmente com 13 refinarias no território brasileiro. Considerando-se a conclusão do segundo trem de refinaria da RNEST (+130 kbpd), previsto para 2023, a capacidade de processamento destas oito refinarias atingiria 50% da capacidade de refino da Petrobras, estando, portanto, o desinvestimento aderente a este aspecto, nos objetivos estratégicos definidos no PE 2020-2024. A produção das oito refinarias atende 47% do mercado de diesel rodoviário e 42% do mercado de gasolina. Os ativos de logística de utilização exclusiva das referidas refinarias para recebimento de petróleo e escoamento de derivados estão incluídos na transação. Os principais ativos de logística são:

Quadro 02 - Ativos de logística associados.

Refinaria	Terminais**	Dutos
RLAM	1 TA – Madre de Deus; 3 TT – Candeias, Itabuna e Jequié (BA)	1 Poliduto – ORSUB (RLAM Jequié-Itabuna); Dutos de petróleo e derivados que conectam a RLAM aos terminais de Madre de Deus e Candeias (1 de petróleo e 25 de derivados)
RNEST	1 TA – Suape (público)	Dutos de petróleo e derivados que conectam RNEST e Suape (1 de petróleo e 10 de derivados)
REPAR	2 TA – Paranaguá (público) e S. F. do Sul; 3 TT – Guaramirim, Itajaí e Biguaçu	1 petróleo: OSPAR (S.F. do Sul – REPAR); 2 polidutos: OLAPA (Paranaguá-REPAR) e OPASC (REPAR – Terminais Terrestres)
REFAP	2 TA – Tramandaí e Niterói	1 petróleo: OSCAM 22” (Tramandaí – REFAP); 4 derivados: OSCAM 16” (Tramandaí – REFAP), ORNIT (REFAP-Niterói), ORSUL 10” e ORSUL 6” (REFAP – Braskem)
REGAP*	-	1 petróleo: ORBEL I (TECAM-REGAP); 1 derivados: ORBEL I (REGAP-TECAM)
REMAN*	1 TA – Manaus (AM)	Dutos de petróleo e derivados que conectam REMAN e o TA
LUBNOR*	1 TA - Mucuripe (CE)	Dutos de petróleo e derivados que conectam LUBNOR e Mucuripe
SIX *	-	-

Fonte: Relatório de Entrada do Projeto Phil da Petrobras

* Não são escopo da presente auditoria.

** TA – Terminal Aquaviário; TT – Terminal Terrestre.

2.2 Da motivação estratégica para o desinvestimento

Verificou-se que há motivações para o desinvestimento, aderentes ao PE 2020-2024, conforme resumo a seguir:

i) Busca de melhor alocação de capital, aumentando a participação em segmentos com maior vantagem competitiva e maior rentabilidade.

ii) Orientação dos órgãos reguladores visando promover dinâmica competitiva de preços. Demonstrou-se que o refino no Brasil se concentra em cerca de 99% com a Petrobras, ao contrário de outros segmentos da cadeia do petróleo: E&P (78%), Importação (32%), Distribuição (31%), havendo diretrizes do MME, CADE e ANP no sentido da desconcentração e ampliação da competição no que tange ao refino;

iii) Necessidade de geração de recursos para a redução do nível de alavancagem da Companhia, tornando-a mais resiliente à variação de preços do *Brent*. Demonstrou-se

que, em relação às empresas pares do setor de óleo e gás, a Petrobras possui uma razão Dívida/(Dívida + Patrimônio Líquido), ou *Debt/(Debt+Equity)*, de 49%, enquanto a média do setor é de 29%, o que torna a Companhia excessivamente vulnerável à cenários de preços do petróleo mais baixos.

Neste contexto, verificou-se que o reposicionamento proposto para o segmento de refino (Projeto Phil) está alinhado com o PE 2020-2024, com o Plano Estratégico PE 2040 – que estabelece: “maximizar o valor da Petrobras por meio de uma gestão ativa de portfólio de refino, logística, comercialização e petroquímica integrados às atividades de produção de óleo e gás nacionais” – e com as orientações de órgãos reguladores e de tutela ministerial.

Conforme já relatado no item 1.1 deste anexo, verificou-se que a definição do portfólio dos ativos de refino a serem alienados levou em consideração as lições aprendidas com o processo de desinvestimento do Projeto Poetas, e adicionalmente a classificação dos ativos de refino quanto à aderência à separação física e, por conseguinte, ao desinvestimento, comparado com sua performance econômica e operacional integrada ao parque de refino da Petrobras. Tal avaliação de portfólio, consoante DIP ESTRATÉGIA 59/2019, foi feita conjuntamente com análise de portfólio dos demais segmentos de negócio da Companhia, resultando na proposta de alienação integral e de forma individual de oito refinarias (com sua logística associada) RNEST, RLAM, REPAR, REFAP, REGAP, REMAN, LUBNOR e SIX, o que representa cerca de 50% da capacidade de refino da Petrobras.

2.3 Da contribuição dos ativos em metas físicas e resultados econômicos para o sistema Petrobras, conforme constantes no Plano Estratégico vigente

Verificou-se que houve análise, em nível macro, de diversos impactos do desinvestimento no sistema Petrobras, dentre os quais frisa-se os seguintes, em resumo:

- a) Desoneração do *Capex* para a Petrobras, estimada em US\$ 1,4 bilhões para as quatro refinarias da Fase 1 no período 2021-2023, transferido para os compradores.
- b) Desoneração nos gastos operacionais gerenciáveis (GOG), estimada em US\$ 2,5 bilhões para as quatro refinarias da Fase 1 no período 2021-2023, transferidos para os compradores.
- c) Impactos na operação da Petrobras como um todo (escoamento de petróleo e derivados, armazenamento, distribuição, operação de outros ativos). Com a realização do projeto Phil, a Petrobras deixará de deter 99% do refino nacional e a otimização de seu parque de Refino, Transporte e Comercialização - RTC, atualmente compreendida dentro de uma única Unidade Geradora de Caixa - UGC, deverá ser reformulada, com a perda de diversas sinergias até então existentes.

2.4 Das condições restritivas e riscos do negócio

Registra-se que, segundo a Sistemática, a análise de riscos é realizada na fase de estruturação dos projetos. A Petrobras revisitou, contudo, temas identificados com maior severidade no descontinuado projeto Poetas, de modo a robustecer a análise do relatório de entrada. Destacam-se os seguintes aspectos:

a) Dificuldade na alocação de óleos não especificados: alguns óleos produzidos pela Petrobras não possuem qualidade para exportação e atualmente são processados nas refinarias do projeto Phil. *Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.*

b) Redução no preço do óleo combustível: A entrada de novos competidores no mercado de refino tende a diminuir o patamar de preços, <*Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012*>.

c) Incremento nas exportações de petróleo: é possível que parte do petróleo consumido pelas refinarias de Phil não seja comprado da Petrobras pelos novos proprietários, aumentando o volume de petróleo exportado pela Petrobras. Esse incremento nas exportações gera desconto no preço do óleo ofertado também exige o uso de logísticas mais caras para sua exportação. *Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.*

d) Redução no resultado da Transpetro: é possível que o novo proprietário das refinarias não opte por manter a Transpetro como operadora dos ativos de logística, <*Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012*>.

e) Garantias judiciais: é possível que as entidades sindicais não deem anuência para substituição dos estoques (petróleo e derivados) das refinarias envolvidas no projeto Phil dados em garantia no Termo de Compromisso Financeiro (TCF) celebrado entre Petrobras, enquanto patrocinadora, e a Fundação Petros *Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.*

2.5 Do valor contábil

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Os registros contábeis de todas as refinarias da Petrobras e sua logística associada são tratados conjuntamente em uma única unidade geradora de caixa (com exceção da SIX e do segundo trem da RNEST que são tratados em unidades geradoras de caixa próprias), e os valores da tabela acima representam um recorte desse conjunto, feito pela Petrobras com vistas ao desinvestimento. A existência de uma única unidade geradora de caixa incluindo as refinarias e a logística associada decorre do fato da Petrobras otimizar e planejar a operação do seu parque de forma integrada.

Cabe consignar que a Sistemática de Desinvestimento não prevê o uso dos valores patrimoniais contábeis dos ativos para a avaliação econômico-financeira, prevendo somente a sua inserção no relatório de entrada como parâmetro informativo. Os métodos usuais são o fluxo de caixa descontado, dentro de cenários projetados, e valoração relativa (por múltiplos).

2.5.1 *Impairment* de ativos de refino

Verificou-se que os registros contábeis patrimoniais dos ativos de refino apresentam grande amplitude de valores entre si, mesmo entre refinarias com capacidade de refino similar, conforme Tabela – Valor contábil dos ativos, constante do relatório de entrada. Tal fato decorre de investimentos anteriores em determinadas refinarias (com destaque para RNEST), que contabilmente são registrados como valor acrescido ao ativo imobilizado, embora não correspondam ao real valor econômico-financeiro da unidade, intrinsecamente associado à capacidade de geração de fluxo de caixa livre.

Para corrigir esse desalinhamento, existe a previsão legal do teste de *impairment* (art. 183, § 3º da Lei 6.404/1976). *Impairment* é uma palavra em inglês que significa, em sua tradução literal, deterioração ou imparidade de valor registrado. É uma regra segundo a qual a companhia deverá efetuar, periodicamente, análise sobre a recuperação dos valores registrados no imobilizado e no intangível. Tecnicamente trata-se da redução do valor recuperável de um bem ativo. Na prática, quer dizer que as companhias terão que avaliar, periodicamente, os ativos que geram resultados antes de contabilizá-los no balanço.

Cada vez que se verificar que um ativo esteja avaliado por valor não recuperável no futuro, ou seja, toda vez que houver uma projeção de geração de caixa em valor inferior ao montante pelo qual o ativo está registrado, a companhia terá que fazer a baixa contábil da diferença. O ajuste para perdas por desvalorização decorre da obrigação de avaliar os ativos, no mínimo anualmente, para ajustá-los a valor de sua realização, caso este seja inferior ao valor contábil.

O valor contábil é o montante pelo qual o ativo está reconhecido no balanço depois da dedução de toda respectiva depreciação, amortização ou exaustão acumulada e ajuste para perdas. Dentre outras situações, por exemplo, o ativo precisa ser avaliado em decorrência da obsolescência ou de dano físico, ou em decorrência do valor presente

esperado do ativo (fluxo de caixa futuro descontado por uma taxa de retorno) ser menor que o valor contábil.

Esse teste de redução ao valor recuperável pode ser executado a qualquer momento no período de um ano, desde que seja executado, todo ano, no mesmo período, conforme normas contábeis que estipulam metodologias para avaliação da recuperação de ativos, no caso a NBC TG 01, aprovada pela Resolução CFC nº 1.292, de 20.08.2010.

No caso dos ativos de refino, observou-se que houve execução de testes de *impairment* em exercícios anteriores, conforme exposto no relatório de entrada: A UGC de refino e logística teve seu último teste de *impairment* apresentado em 2015. Desde então, segundo registrado pela Petrobras no relatório de entrada, que data de 01.05.2019, não houve indicativo de desvalorização e, portanto, não teria sido necessária a elaboração do teste. O 2º trem da RNEST foi testado pela última vez no 4º trimestre de 2018 e apresentou *impairment* de R\$ 83 milhões. A SIX foi testada pela última vez no 4º trimestre de 2017 e não houve indicação de *impairment*. Desde então, segundo registrado pela Petrobras no relatório de entrada, não teria havido indicativo de desvalorização e, portanto, não teria sido necessária a elaboração do teste.

Com o avanço do processo de desinvestimento em refinarias, concomitante à redução de preços internacionais de petróleo e derivados, verificou-se que houve uma redução no valor presente esperado dos ativos de refino, por ora ainda não ajustado por meio de *impairment*. De fato, o registro de perdas por *impairment* nos ativos só pode ser feito quando comprovado que esses ativos não são capazes de produzir resultados suficientes para recuperação do valor, nos termos do art. 183, § 3º da Lei 6.404/1976:

“§ 3º A companhia deverá efetuar, periodicamente, análise sobre a recuperação dos valores registrados no imobilizado e no intangível, a fim de que sejam: (Redação dada pela Lei nº 11.941, de 2009)

I – registradas as perdas de valor do capital aplicado quando houver decisão de interromper os empreendimentos ou atividades a que se destinavam ou quando comprovado que não poderão produzir resultados suficientes para recuperação desse valor; ou (Incluído pela Lei nº 11.638, de 2007)

II – revisados e ajustados os critérios utilizados para determinação da vida útil econômica estimada e para cálculo da depreciação, exaustão e amortização. (Incluído pela Lei nº 11.638, de 2007)”

Pondera-se que a realização do *impairment* de ativos de refino, imediata e anteriormente ao desinvestimento desses ativos e sem a comprovação efetiva de que não poderão produzir resultados suficientes para recuperação de seu valor, poderia sinalizar previamente aos eventuais ofertantes a magnitude das avaliações de valor desses ativos por parte da Petrobras, impactando as eventuais ofertas e não sendo por isso desejável do ponto de vista econômico-financeiro. Ademais, o ajuste de valores patrimoniais de ativos por *impairment* só se registra se o valor presente esperado do ativo se tornar inferior ao valor histórico contábil.

Frisa-se que a Sistemática de Desinvestimento não prevê o uso dos valores patrimoniais contábeis dos ativos, históricos ou ajustados por *impairment*, para a avaliação econômico-financeira, prevendo somente a sua inserção no relatório de entrada como parâmetro informativo. A eventual realização do *impairment*, portanto, não afeta o valor para venda (*Equity Value*) dos ativos de refino, embora implique em efeitos tributários no resultado da Companhia, que escapam aos objetivos da presente auditoria.

2.6 Do indicativo de valor

O relatório de entrada contém um indicativo preliminar de valor em que são usadas diversas metodologias, essencialmente baseadas nos métodos usuais: fluxo de caixa descontado, dentro de cenários projetados, e valoração relativa (por múltiplos). Destaca-se que os valores resultantes são estimativas preliminares de valoração econômica dos ativos a partir dessas metodologias, sendo a avaliação econômico-financeira dos mesmos conduzida em fase posterior, nos termos da Sistemática. As metodologias utilizadas foram as seguintes:

Metodologias de Fluxo de Caixa Descontado

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Não há demonstrações financeiras auditadas específicas para os ativos de refino (refinaria), que são consolidados em uma unidade geradora de caixa, sob a diretoria de RGN (Refino e Gás Natural), conforme já mencionado. Contudo, a Petrobras gerou um resultado gerencial das refinarias, que não representa um recorte de seus demonstrativos contábeis. A visão gerencial de resultados por refinaria foi apresentada conforme tabela a seguir, e foi ressaltado que para custos logísticos e *overhead* não há nenhuma métrica de rateio, por isso eles não são apresentados. Além disso, tributos, depreciação e amortização também não são alocados às unidades.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

No que tange ao tratamento da logística associada, o relatório de entrada informa que o valor gerado pelos ativos de logística associados às refinarias já é capturado pelo fluxo de caixa da refinaria. Sugere uma abordagem alternativa para a valoração desses ativos, a ser considerada na elaboração dos relatórios de avaliação econômico-financeira, no sentido de solicitar à Transpetro os fluxos de caixa projetados para cada ativo de logística do projeto. Menciona que, nessa abordagem alternativa, poderia se considerar também um potencial resultado adicional decorrente da prestação de serviços para terceiros ou da utilização dos terminais para importação de derivados. Contudo, esse cenário alternativo de valoração não foi considerado no Relatório Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira - RIPAEF, que manteve a premissa de que o valor gerado pelos ativos de logística associados às refinarias já é capturado pelo fluxo de caixa da refinaria. Tal premissa não é inválida, podendo ser utilizada para valoração de ativos complementares associados ao ativo principal, haja vista que, de fato, o fluxo de caixa do ativo principal já reflete a operação dos ativos complementares.

Não obstante, a Petrobras foi questionada a esse respeito, por meio da SA 821876/11-PB-Ref, de 16.06.2020, tendo apresentado respostas e justificativas incorporadas no Anexo VII deste relatório, e verificou-se que, na subsequente elaboração do Relatório de Avaliação Econômico-Financeira – RIAEF do *cluster* RLAM, a valoração dos ativos de logística foi feita de forma segregada, conforme sugerido no relatório de entrada.

2.6.1 Dispersão elevada nos indicativos preliminares de valor

Verificou-se a ocorrência de dispersão elevada nos indicativos preliminares de valor obtidos a partir das metodologias de fluxo de caixa descontado, conforme exposto na Tabela 02 – Indicativo preliminar de valor dos ativos (US\$ Milhões). A análise foi feita para os ativos da Fase 1 do projeto de desinvestimento, por serem o escopo da auditoria, gerou os demonstrativos a seguir:

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Observou-se que os menores valores, de forma geral, são os obtidos pela metodologia Marginal – Operação e Mercado, o que o próprio relatório de entrada endereça da seguinte forma: “por considerar o ativo sempre marginal aos demais, esta metodologia tende a reduzir a percepção de valor para o Sistema.” E observou-se que os maiores valores, de forma geral, são os obtidos pela metodologia *Stand Alone*, o que o próprio relatório de entrada assim aborda: “o valor (obtido da metodologia) tende a ser maximizado pois o ativo deixa de se sacrificar pelo todo e não sofre efeitos da competição com os demais”.

Ambas são metodologias de fluxo de caixa descontado (FCD). Sobressai dos seus resultados a delimitação de larga faixa de valores estimados para as refinarias.

A consequência é que a metodologia de avaliação relativa, amplamente utilizada em transações de ativos³, adquire relevância nesse contexto.

A avaliação relativa por múltiplos é utilizada de forma adicional ao FCD, geralmente no balizamento, e usualmente de forma a confrontar e validar os valores obtidos mediante FCD⁴. No presente caso, haja vista a elevada dispersão de valores, constata-se que a avaliação por múltiplos reveste-se de importância no balizamento dos valores obtidos via FCD, indicando os valores mais aceitáveis dentro da dispersão, e revela-se parâmetro fundamental para a elaboração dos relatórios posteriores da Sistemática, quais sejam, o Relatório Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira (RIPAEF) e o Relatório de Avaliação Econômico-Financeira (RIAEF).

2.7 Do histórico de negociações anteriores

O registro de negociações anteriores consta do relatório de entrada, em suma resumindo-se a um acordo de permuta de ativos, já descontinuado, com a empresa Repsol YPF, em que a REFAP foi um dos ativos envolvidos; e ao já mencionado projeto Poetas.

³ Segundo Damodaran (Investment Valuation, 3rd Edition, Chapter 17): *“The use of relative valuation is widespread. Most equity research reports and many acquisition valuations are based on a comparison of a company to comparable firms, using a multiple such as Price-Earnings as the basis.”*

⁴ Segundo Assaf Neto (Valuation, 1^a Edição, Capítulo 10): *“A avaliação de empresas por múltiplos, ou avaliação relativa, procura descobrir o valor corrente dos ativos através da sua comparação com outros valores de empresas entendidas como comparáveis. Com isso, a empresa em avaliação replica a forma como as empresas comparáveis foram avaliadas, admitida como correta. (...) Entende-se por empresa comparável (ou similar) aquela que atua no mesmo setor de atividade e apresenta porte, riscos e retorno similares àquela que está em avaliação. A avaliação relativa é um método bastante popular no mercado, principalmente pela simplicidade, rapidez e intuição de seus resultados. No entanto, deve-se registrar que os múltiplos apresentam certas dificuldades práticas, como as de identificar empresas comparáveis e selecionar os múltiplos mais recomendados para avaliação, trazendo por isso algumas imprecisões nos seus resultados. Apesar de sua popularidade no mercado, os múltiplos são utilizados na avaliação de empresas como uma medida adicional, visando confrontá-la com o método FCD, metodologia mais consagrada e adotada pela teoria e prática de avaliação de empresas. É uma informação útil para a avaliação, porém não definitiva.”*

ANEXO II – DA GESTÃO DO PROJETO DE DESINVESTIMENTO

Verificou-se que a gestão do projeto de desinvestimento está efetivamente sendo realizada pela Gerência Executiva de Portfolio, nova denominação da antiga área de Aquisições e Desinvestimentos (A&D), cuja titular designou o grupo de projeto, por meio do DIP Portfolio 9/2019, de 10.05.2019, e a comissão de alienação, por meio do DIP Portfolio 17/2019, de 16.05.2019, referentes ao desinvestimento do Projeto Phil, em consonância com o previsto no item 3.1 da Sistemática, transcrito a seguir: “3.1. Compete a PORTFOLIO realizar a gestão dos Projetos de Desinvestimento.”.

Verificou-se que não se efetivou a hipótese prevista nos itens 3.1.1 e 3.2 da Sistemática, transcritos a seguir:

3.1.1 A Diretoria Executiva poderá, em caráter excepcional e observadas especificidades do Projeto de Desinvestimento (como, por exemplo, a expectativa de baixo retorno financeiro), determinar que a gestão do Projeto de Desinvestimento seja executada diretamente pela Gerência Executiva Vinculada, e não pela Gerência Executiva de Portfolio. Nesta hipótese, devem ser observadas as normas desta Sistemática e as demais normas aplicáveis.

3.2. Na hipótese do item 3.1.1, o Gerente Executivo de Portfolio deverá designar um “Gestor de Monitoramento e Assessoramento do Projeto”, integrante de Portfolio, para o referido Projeto de Desinvestimento, que terá como atribuições:

- (a) monitorar os marcos do Projeto de Desinvestimento;
- (b) atualizar o Fator de Sucesso do Projeto;
- (c) assessorar o Grupo do Projeto e a Comissão de Alienação.

Ou seja, a gestão do projeto de desinvestimento não está sendo executada diretamente pela Gerência Executiva Vinculada, que no caso seria a área de negócio de Refino e Gás Natural - RGN. De modo que não foi necessária a designação de gestor de monitoramento e assessoramento do projeto por parte de Portfolio, para monitorar e assessorar essa área. Essas atribuições competem, portanto, diretamente a Portfolio, em consonância com o item 3.1 da Sistemática.

ANEXO III – DA ESTRUTURAÇÃO DO PROJETO DE DESINVESTIMENTO

1. Das Designações

1.1. Grupo de Projeto

A Sistemática preconiza a constituição formal de um Grupo de Projeto, com atribuições específicas para coordenar, estruturar e realizar as atividades atinentes ao projeto de desinvestimento, em conjunto com a comissão de avaliação e comissão de alienação. Verificou-se que o grupo de projeto foi designado por meio do DIP Portfolio 9/2019, de 10.05.2019 e alterado por meio de despachos anexos a esse DIP em 27.06.2019, 03.07.2019 e 06.09.2019. O DIP Portfolio 51/2020, de 10.02.2020, alterado por meio de despacho anexo em 13.02.2020, substituiu o DIP Portfolio 9/2019, alterando a composição do grupo de projeto e ratificando todos os atos emitidos até então. O grupo de projeto foi composto por:

- (a) Gerente Geral do Projeto;
- (b) Gerente do Projeto;
- (c) Coordenador do Projeto;
- (d) Representante(s) do Jurídico;
- (e) Representante(s) de Desempenho;
- (f) Representante(s) da CONTRIB;
- (g) Representante(s) de Riscos Empresariais;
- (h) Representante(s) da Área de Negócios Vinculada;
- (i) Representante(s) da Estratégia;
- (j) Representante(s) de Finanças;
- (k) Representante(s) da Conformidade.

A designação está em conformidade com o previsto nos itens 5.1, 5.1.2 e 5.1.3 da Sistemática, e o grupo de projeto tem atuado, até o presente marco do projeto (Portão 3), em conformidade com as atribuições previstas nos itens 5.4 e 5.5, ressalvados os apontamentos porventura feitos neste relatório. Verificou-se que, embora membros do grupo de projeto componham a comissão de avaliação e a comissão de alienação - o que não é vedado pela Sistemática – isso ocorreu de forma distinta, ou seja, não houve designação sobreposta entre a comissão de alienação e a comissão de avaliação, o que preserva a segregação de funções entre as comissões.

1.2. Comissão de Avaliação

A Sistemática determina a constituição formal de uma Comissão de Avaliação, com vistas à elaboração de estimativa preliminar de valor dos ativos a serem alienados e de

Relatórios Internos de Avaliação Econômico-financeira, sob o ponto de vista do vendedor, que devem ser emitidos antes do evento de abertura das propostas não-vinculantes e das propostas vinculantes e ser enviados a Comissão de Alienação após tal evento de abertura. Verificou-se que a comissão de avaliação foi designada pelo Gerente Executivo de Controladoria (atualmente Desempenho) por meio do DIP Controladoria 100/2019, de 03.06.2019, e alterada por meio do DIP Desempenho/AEGV/AEAD 17/2019, de 05.12.2019 e de despacho nesse DIP, em 11.03.2020. A comissão foi composta exclusivamente por profissionais de Desempenho e contém ao menos três integrantes, em conformidade com os itens 5.2 e 5.2.1 da Sistemática.

1.3. Comissão de Alienação

A Sistemática estabelece que o responsável por conduzir o processo competitivo através da fase de desenvolvimento do projeto de desinvestimento, até o portão 5, é a Comissão de Alienação. A titular da Gerência Executiva de Portfolio designou a comissão de alienação, por meio do DIP Portfolio 17/2019, de 16.05.2019. Posteriormente, por meio do DIP 154/2019, de 02.09.2019, a comissão de alienação foi alterada, sendo dividida em duas, respectivamente designadas para Projeto Phil-Fase 1 e Projeto Phil-Fase 2, de forma a refletir a separação do desinvestimento em dois conjuntos de refinarias. O DIP Portfolio 76/2020, de 02.03.2020, substituiu o DIP 154/2019, alterando a composição da comissão de alienação do Projeto Phil-Fase 1, ratificando todos os atos emitidos até então.

Cabe consignar que, conforme permitido pelo item 5.11 da Sistemática, foram identificados pela Petrobras, no relatório de entrada, elementos suficientes para que a estruturação do projeto de desinvestimento fosse concluída juntamente com a seleção dos potenciais compradores, a definição dos critérios para passagem de fase (Portão 2) e a opção por solicitar as propostas não-vinculantes, de modo que a constituição da comissão de alienação se deu logo após a entrada do projeto na carteira de desinvestimentos. De acordo com essa hipótese e nos termos do item 5.11.1 da Sistemática, a comissão interagiu com o Grupo de Projeto de modo a elaborar o relatório previsto no item 6.4.7 (critérios para aceitação das propostas não-vinculantes) concomitantemente ao Relatório de Estruturação, de modo que ambos puderam ser submetidos a Diretoria Executiva na mesma oportunidade (Portões 1 e 2 concomitantes).

Verificou-se que os DIP PORTFOLIO 154/2019 e 76/2020 mencionam que os atos praticados até a data de suas alterações pela Comissão de Alienação, em suas composições anteriores, permanecem válidos para todos os fins. Isso significa que as alterações na comissão não tiveram por finalidade modificar atos praticados por membros desta e sim apenas adequar a sua composição em função das modificações internas ocorridas na composição da equipe responsável por conduzir o procedimento de alienação das Fases 1 e 2 do Projeto Phil.

Compete ainda a Comissão de Alienação informar ao Gerente Geral do Projeto e ao Titular da Estrutura Geral Responsável a situação do Projeto de Desinvestimento, bem como indicar a necessidade de eventual alteração de seu escopo, observada a

autoridade competente para tanto. A Comissão deve apresentar ao Gerente Geral do Projeto, ao final das etapas intermediárias do Projeto de Desinvestimento (os portões 2, 3 e 4), relatório com o histórico do projeto, suas conclusões até o momento, e as proposições a serem encaminhadas para o Titular da Estrutura Geral Responsável e posterior deliberação pela Diretoria Executiva.

A Comissão de Alienação deve emitir o Relatório Final do Processo Competitivo relativo ao Projeto Phil no portão 5, contendo todo o histórico do projeto e indicando a melhor Proposta Vinculante, contemplando as condições obtidas e os riscos associados.

1.4. Termos de Confidencialidade

Diversas medidas de resguardo das informações atinentes ao projeto de desinvestimento são elencadas na Sistemática, dentre elas a necessidade de zelar pela confidencialidade de informações estratégicas e de firmar termo específico, por parte de empregados diretamente envolvidos, conforme a seguir:

5.5. O Gerente do Projeto será designado pelo Titular da Estrutura Geral Responsável e deverá atuar de forma matricial com as demais áreas da Companhia, buscando um eficiente planejamento e execução do projeto em questão, tendo como principais atribuições:

(...)

(h) Zelar pela confidencialidade de informações estratégicas e protegidas por sigilo legal da Companhia, ou relacionadas ao Projeto de Desinvestimento e a Empresa/Ativo (...) e assegurar que todos os participantes do Grupo de Projeto firmem o Termo de Confidencialidade, conforme Anexo 1;

5.6. As áreas técnicas participantes do Grupo do Projeto possuem as seguintes atribuições:

(...)

(e) Assinar o Termo de Confidencialidade nos moldes do Anexo 1 e solicitar que outros o assinem caso seja necessário reportar-lhes informações estratégicas e protegidas por sigilo legal ou contratual, sejam elas da Companhia ou relacionadas ao Projeto de Desinvestimento.

1.4.1. Fragilidade no preenchimento de Termos de Confidencialidade

O Termo de Confidencialidade previsto nos itens 5.5h e 5.6e da Sistemática foi constituído na forma prevista no anexo 1 da mesma, em forma de lista coletiva com assinaturas individuais. Contudo, os nomes foram preenchidos manualmente por cada componente, nem sempre de forma completa, e encontravam-se, em princípio, desatualizados. Em cotejamento entre os DIPs de designação e respectivos despachos e os Termos de Confidencialidade (datados de 27.03.2019), apresentados em resposta às solicitações de auditoria nº SA 821876/02-PB-Ref a SA 821876/09-PB-Ref, de 04.03.2020, identificou-se que há membros do Grupo de Projeto, da Comissão de Avaliação, da Comissão de Alienação e do Comitê Diretivo que não constaram dos citados Termos de Confidencialidade. De acordo com análise procedida nos documentos

apresentados até 16.06.2020, o índice de preenchimento do Termo de Confidencialidade apresentou-se conforme a seguir:

Quadro – Preenchimento de Termos de Confidencialidade.

Grupo	Instrumento (s) de Designação	Data (s) dos Instrumentos de Designação	Total de membros (incluindo atuais e anteriores, conforme instrumentos citados)	Índice de preenchimento dos Termos de Confidencialidade conforme documentos apresentados até 16.06.2020
Grupo de Projeto	DIP Portfolio 9/2019 e despachos; DIP Portfolio 51/2020 e despachos.	10.05.2019; 10.02.2020.	63	57%
Comissão de Avaliação	DIP Controladoria 100/2019; DIP Desempenho/AEGV/AEAD 17/2019 e despachos.	03.06.2019; 05.12.2019.	11	45%
Comissão de Alienação	DIP Portfolio 17/2019; DIP Portfolio 154/2019; DIP Portfolio 76/2020.	16.05.2019; 02.09.2019; 02.03.2020.	6	67%
Comitê Diretivo*	DIP DRGN 48/2019	09.05.2019	19	32%

Fonte: DIPs citados e Termos de Confidencialidade apresentados em resposta às solicitações de auditoria nº SA 821876/02-PB-Ref a SA 821876/09-PB-Ref.

* Não está previsto na Sistemática, contudo consta aqui em caráter informativo, já que foi constituído.

A Petrobras foi questionada a esse respeito, por meio da SA 821876/11-PB-Ref, de 16.06.2020, tendo se manifestado em 15.07.2020, conforme a seguir:

Encontram-se pendentes algumas atualizações nos Termos de Confidencialidade em função da dispersão dos participantes e da pandemia. Com as medidas de isolamento social, houve uma descontinuidade na assinatura do Termo de Confidencialidade. No entanto, foi implementada, em 25/06/2020, uma solução para permitir assinatura eletrônica deste documento por todos os participantes, o qual encontra-se em fase de assinaturas. Vale destacar, porém, que a ausência de assinatura do Termo de Confidencialidade não constitui por si só um risco à confidencialidade das informações relativas ao Projeto Phil. As obrigações de confidencialidade são inerentes à atuação de todos os empregados da Companhia e o termo visa tão somente reforçar essas obrigações. Com relação aos membros do Comitê Diretivo que é composto basicamente por Diretores e Gerentes Executivos, além da obrigação de confidencialidade, estes também estão atentos ao sigilo de informações estratégicas de forma intrínseca às suas atividades. De toda forma, como mencionado, as Comissões de Alienação atuaram para regularização da situação, tendo tido, nessa data 201 assinaturas no Termo de Confidencialidade enviado virtualmente para os participantes, conforme demonstra o arquivo disponibilizado no iDeals. Os Termos de

Confidencialidade foram enviados virtualmente para equipes internas, da Petrobras, e usuários externos, da Transpetro.”

Não obstante a correção implementada pela Petrobras, registra-se que a causa da ocorrência foi a inobservância ou intempestividade na observância dos itens 5.5h e 5.6e da Sistemática, e a consequência foi uma fragilidade na confidencialidade das informações relativas ao projeto Phil.

2. Dos Relatórios da Comissão de Avaliação

2.1. Estimativa Preliminar de Valor

Foi elaborado o Relatório de Estimativa Preliminar de Valor, da fase 1, constando no DIP Controladoria 110/2019, de 18.06.2019, e abordando a identificação de alavancas de valor e assimetrias entre comprador e vendedor, que dependem das premissas do modelo de negócios, quantificando suas ordens de grandeza.

Foram abordados os seguintes temas: Alocação de capital; Ambiente regulatório; aumento da resiliência; fonte das premissas; data base e fator de desconto; margem dos derivativos; mercado brasileiro de derivativos; volumes; despesas; outras receitas e despesas; capital de giro; Capex; premissas tributárias; perpetuidade; e outros.

Destaca-se do relatório a elaboração e apresentação de uma estimativa de valor da visão comprador para as refinarias, reproduzida a seguir:

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

2.2. Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira

Foi elaborado o Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira (RIPAEF), da fase 1, constando no DIP Desempenho 100/2019, de 08.11.2019. O relatório foi elaborado considerando o conceito de valor *Investment Value* – Visão Petrobras, método de valoração Fluxo de Caixa Descontado (FCD) <*Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012*>.

Em resumo, foram apresentadas avaliações para as refinarias nos três cenários corporativos, variando-se a TMA em 1 ponto percentual, reproduzidas a seguir:

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Também foi elaborada análise de sensibilidade com base nas premissas do PE 20-24, a partir das minutas disponibilizadas no PLANINV, para os cenários Base e Resiliência, reproduzidas a seguir:

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

3. Do Relatório de Preparação

O Relatório de Preparação foi elaborado em 18.06.2019, nos termos do DIP INP/PRNRTC 3/2019, visando consolidar informações relevantes a respeito dos ativos das refinarias da Fase 1 (RLAM, RNEST, REFAP e REPAR), constantes do processo de desinvestimento do Projeto Phil, contendo planos de tratamento, em atendimento aos itens 5.9.3 e 5.9.4 da Sistemática.

Verificou-se ainda que o Relatório de Preparação apresenta as especificações dos ativos e passivos, inclusive detalhes sobre o modelo de gestão de pessoas, contratos, sistemas de TI, transferência de autorizações de operação, licenças ambientais, logística, contingências e outros aspectos a serem conduzidos no processo de desinvestimento.

4. Do Relatório de Estruturação

O Relatório de Estruturação deve ser preparado ao final da Fase 1 do Projeto de Desinvestimento pelos Gerentes e Coordenador do Projeto Phil e um representante da Área de Negócio da RGN, contendo as informações necessárias para a estruturação do Projeto.

Na Fase 1 – Estruturação, os projetos são avaliados e são estudadas as alternativas de modelo de negócio, como a configuração aplicável e a estratégia de venda (total ou parcial). Nesta fase são requeridas a Estimativa Preliminar de Valor (EPV), a análise de

riscos, a elaboração do cronograma, a elaboração do Relatório de Preparação do ativo e a conclusão do Relatório de Estruturação.

O Relatório de Estruturação da Fase 1 (Refinarias RNEST, RLAM, REPAR e REFAP) foi emitido em 21.06.2019 e submetido à apreciação da Diretoria Executiva por meio do DIP PORTFOLIO 54/2019, na citada data. O Relatório de Estruturação foi aprovado em 27.06.2019 pela Diretoria Executiva (Ata DE 5.576, item 22, pauta 460) de acordo com a proposta apresentada por aquele DIP. Verificou-se que o Relatório de Estruturação foi assinado pelo Coordenador do Projeto, Gerente do Projeto, Gerente Geral do Projeto e, ao menos, um Representante da Área de Negócios Vinculada (da Integração de Negócios e Participações – INP, vinculada à Área de Refino e Gás Natural).

Constata-se que o Relatório de Estruturação submetido à apreciação da Diretoria Executiva contém os elementos exigidos para sua avaliação, incluindo a análise emitida pela Comissão de Avaliação e a Estimativa Preliminar de Valor com base em premissas e cenários econômicos e financeiros. Verificou-se ainda que o Relatório de Estruturação apresentou a análise, emitida pela Estratégia, contendo avaliação de impacto no portfólio integrado da Companhia, bem como o Mapa de Riscos do projeto identificando e classificando as principais ameaças e oportunidades, com os planos de ação para mitigar os riscos. Foram anexados ao Relatório de Estruturação todos os documentos exigidos pela Sistemática.

Verificou-se que a nova estruturação do projeto de desinvestimento denominado Phil está de acordo com a Resolução nº 9/2019, de 09.05.2019, do Conselho Nacional de Política Energética – CNPE, que estabelece diretrizes para a promoção da livre concorrência na atividade de refino no País. O artigo 1º desta norma estabelece como de interesse da Política Energética Nacional que a decisão de desinvestimentos observe as seguintes diretrizes:

(...)

I - alienação concomitante de refinarias e respectivos ativos de infraestrutura necessários para a movimentação de seus insumos e produtos;

II - transferência de refinarias potencialmente concorrentes para grupos econômicos distintos;

III - transferência de ativos de refino sem a manutenção de participação societária do alienante nesses empreendimentos; e

IV - transferência de ativos de movimentação de insumos e produtos preferencialmente para grupos econômicos desverticalizados, considerando o mercado relevante, observada a regulação da ANP para o acesso de terceiros.

§ 1º No caso de compartilhamento de infraestrutura por mais de um usuário, poderá ser dispensado o atendimento ao inciso I.

(...)

Em 11.06.2019, a Petrobras celebrou com o CADE um Termo de Compromisso de Cessação (TCC) com objetivo de incentivar a entrada de novos agentes econômicos no mercado de refino, além de minimizar os riscos jurídicos do Inquérito Administrativo

instaurado pelo CADE e mitigar riscos de reprovação da operação envolvendo os ativos do Projeto Phil pelo CADE ao final do processo de desinvestimento.

Verificou-se também que a estruturação do projeto de desinvestimento Phil está em conformidade com os compromissos firmados entre a Petrobras e o CADE, no citado TCC, para alienar integralmente os ativos das oito refinarias e seus respectivos ativos de transporte de seus insumos e produtos.

5. Do Fator de Sucesso do Projeto de Desinvestimento

O Fator de Sucesso previsto para o projeto faz parte do conteúdo a ser apresentado no Relatório de Estruturação. Neste documento, o Fator de Sucesso foi calculado em maio de 2019, considerando o modelo de negócio com a venda dos ativos das refinarias com suas respectivas logísticas associadas, as condições favoráveis e desfavoráveis ao sucesso da venda. O Fator de Sucesso foi estimado em “médio” para os ativos RNEST, REPAR e REFAP. No caso da RLAM, tendo em vista a situação tributária quanto ao recolhimento do imposto ICMS (estorno de crédito), estimou-se Fator de Sucesso “baixo” para este *cluster* específico.

Haja vista a previsão de atualização do fator de sucesso constante no item 5.7.3 da Sistemática, a Petrobras foi questionada a esse respeito, por meio da SA 821876/11-PB-Ref, de 16.06.2020, e fez a atualização, tendo apresentado a seguinte justificativa:

Primeiramente, cumpre ressaltar que o processo de atualização dos fatores de sucesso em projetos de desinvestimento não possui uma periodicidade definida na Sistemática de Desinvestimentos da Petrobras, cabendo aos gestores do projeto (Gerente, Coordenador e Gerente Geral) avaliarem eventuais mudanças que justifiquem tal atualização. Sendo assim, as tabelas apresentadas abaixo ilustram a evolução do indicador entre a estruturação do processo de venda e o momento atual.

De acordo com o item 5.7.2 da Sistemática, o Fator de Sucesso do Projeto deve ser estimado de acordo com fatores intrínsecos e externos do ativo/empresa, tais como:

- (a) interesse do mercado em ativos de natureza e porte semelhantes;
- (b) percepção de valor por terceiros, semelhante ou melhor que a da Petrobras;
- (c) qualidade financeira do Empresa/Ativo;
- (d) riscos de mercado, tais como alterações relevantes no ambiente macroeconômico global e local;
- (e) riscos político-regulatórios, tais como regime de concessão, normas oriundas do agente regulador;
- (f) riscos contratuais;
- (g) riscos tributários;
- (h) riscos de construção, no caso de ativos ou empresas com empreendimentos que ainda estejam em etapa de construção e montagem, e que não estejam operacionais;
- (i) quantidade de potenciais compradores interessados; e

(j) exigência pela contraparte de condições contratuais que dificultem a alienação.

Ainda, de acordo com o item 9.2 da Sistemática, as atividades de monitoramento e controle do desinvestimento incluem o acompanhamento da evolução do Fator de Sucesso e dentre outros indicadores do Projeto.

Os projetos da Carteira de Desinvestimentos têm seu fator de sucesso avaliado a partir da seguinte régua que afixa a probabilidade de ocorrência do desinvestimento: Baixo (1 e 2), Médio (3) e Alto (4 e 5). Esta graduação de fator de sucesso tem como principal finalidade subsidiar o planejamento financeiro da companhia de forma a permitir sensibilidades como a ocorrência ou não dos desinvestimentos de forma a permitir que a Petrobras defina suas estratégias de financiabilidade, seja com recursos próprios, geração de caixa de desinvestimentos ou captações.

Dito isso, para o 3º trimestre de 2020, foi feita uma revisão do Fator de Sucesso das refinarias, conforme se detalhará a seguir, observando os itens listados acima e observando as seguintes premissas:

- No caso da RNEST, a alteração do Fator de Sucesso de 3 para 2 considerou o menor interesse dos potenciais compradores na etapa de due diligence e sinalização de dificuldade na valoração do Trem 2 da refinaria.

- No caso da RLAM, a alteração do Fator de Sucesso de 2 para 3 considerou a manutenção de interesse da maioria dos participantes, bem como não ter sido demonstrada qualquer escassez de recursos por estes potenciais compradores.

- No caso da REPAR, o Fator de Sucesso foi mantido em 2, pois apesar dos potenciais interessados permanecerem engajados no processo, este ativo tem um valor muito alto, o que poderia diminuir o interesse em um cenário de maior escassez de recursos.

- No caso da REFAP, foi mantido o Fator de Sucesso de 3, pois os potenciais compradores continuam engajados na fase de due diligence e o valor do ativo é mais razoável a ser perseguido em um cenário de escassez de recursos.

- No caso da REGAP, o Fator de Sucesso foi alterado de 3 para 2, considerando a percepção de interesse mediano dos potenciais compradores durante o processo de due diligence, principalmente em razão da solução para suprimento de óleo estar atrelada à Petrobras.

- No caso da REMAN, o fator de Sucesso foi alterado de 2 para 3, pois, por meio do recebimento das propostas não vinculantes, pudemos perceber uma boa percepção de valor do ativo pelos potenciais compradores.

- No caso da LUBNOR, o fator de sucesso foi mantido em 3, pois, por meio do recebimento das propostas não vinculantes, pudemos perceber uma boa percepção de valor do ativo pelos potenciais compradores.

- No caso da SIX, o fator de sucesso foi mantido em 2, em razão da incerteza regulatória envolvendo o passivo de royalties do ativo que vem travando a assinatura de um contrato de concessão com a ANP.

Vale destacar que nossa avaliação dos fatores de sucesso foi também pautada nas informações do Citi, assessor financeiro do projeto de venda das refinarias, que realiza periodicamente contato com os potenciais compradores dos ativos para verificar seu engajamento, bem como a existência de quaisquer óbices para a realização de uma oferta vinculante.

Assim, segue abaixo de maneira mais didática a demonstração de como estavam os fatores de sucesso na estruturação do Projeto e como estão os fatores de sucesso atuais.

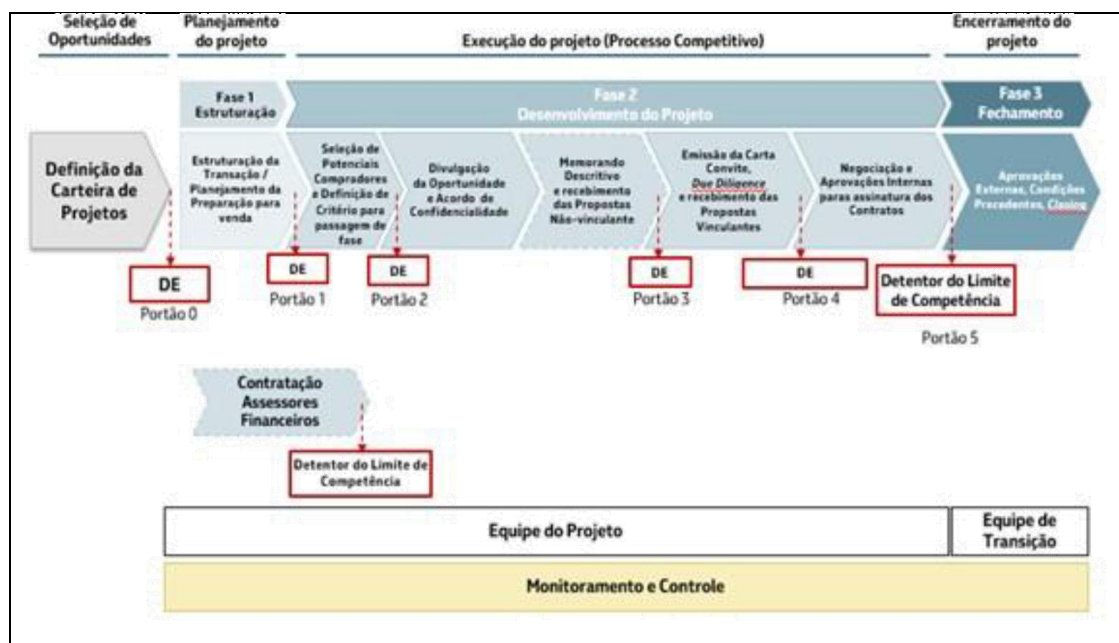
Fator de Sucesso	1º Trimestre 2020	2º Trimestre 2020
Grupo 1 – RNEST	3	2
Grupo 1 – RLAM	2	3
Grupo 1 – REPAR	2	2
Grupo 1 – REFAP	3	3
Grupo 2 – REGAP	3	2
Grupo 2 – REMAN	2	3
Grupo 2 – LUBNOR	3	3
Grupo 2 – SIX	2	2

ANEXO IV – DO DESENVOLVIMENTO DO PROJETO DE DESINVESTIMENTO

1. Das Aprovações de Passagem nos Portões

A estruturação do Projeto de Desinvestimento, preconizada na Sistemática da Petrobras, determina a aprovação de etapas intermediárias do processo de desinvestimento pela Diretoria Executiva dos portões 0, 1, 2, 3 e 4, conforme Figura a seguir:

Figura - Processo de condução e aprovação dos desinvestimentos.



Fonte: Sistemática de Desinvestimentos de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras - 6ª revisão, parte integrante do padrão SINPEP PP-1PBR-00258-H

Quanto ao portão 0, compete à área de PORTFOLIO em conjunto com a área de Estratégia submeter à Diretoria Executiva proposta para composição e revisão da Carteira de Desinvestimentos, incluindo a proposição de novos Projetos ou a exclusão de Projetos na Carteira de Desinvestimentos.

Por meio do DIP ESTRATÉGIA 59/2019, de 15.04.2019, a respeito do Plano Estratégico 2020-2024, houve a definição do portfólio dos ativos de refino a serem incluídos na carteira de Parcerias e Desinvestimentos, aprovada pela Diretoria Executiva (Ata DE 5.563, item 17, pauta 303, de 09.05.2019), conforme DIP PORTFOLIO 4/2019, de 03.05.2019, sob a denominação de Projeto Phil. Dessa forma, houve a aprovação do portão 0 com a inclusão de oito refinarias (RNEST, RLAM, REPAR, REFAP, REGAP, REMAN, LUBNOR e SIX) com suas respectivas logísticas de suprimento de petróleo e escoamento de derivados associadas.

Mediante o DIP PORTFOLIO 54/2019, de 21.06.2019, foi solicitada autorização da Diretoria Executiva para aprovação do Portão 1 (estruturação do projeto) e do Portão 2

(critérios de seleção de Potenciais Compradores e a definição dos critérios objetivos para passagem pelos portões 3 e 4) referente ao grupo de refinarias que compõem o Projeto Phil-Fase 1. A Diretoria Executiva aprovou os Portões 1 e 2 referentes ao grupo de refinarias do Projeto Phil-Fase 1 (Ata DE 5.576, item 22, pauta 460, de 27.06.2019) de acordo com a proposta apresentada no DIP PORTFOLIO 54/2019, de 21.06.2019, bem como os critérios de seleção de Potenciais Compradores e a definição dos critérios objetivos para a passagem pelos portões 3 e 4.

O modelo de estruturação aprovado foi o de criação de novas empresas (subsidiárias 100% Petrobras), uma para cada refinaria e logística associada. Tais subsidiárias receberão os ativos a serem desinvestidos, com posterior transferência integral das ações desta subsidiária para os compradores. A partir do momento em que os ativos das refinarias forem aportados nas subsidiárias até o fechamento das transações, serão implementadas medidas e mecanismos contratuais que permitam às refinarias operarem com relativa autonomia operacional.

Definiu-se ainda a opção por realizar a fase de propostas não-vinculantes para restringir acesso a *due diligence* somente aos investidores com potencial para aquisição dos ativos e permitir tempo adequado para as divulgações necessárias e para que os interessados planejem adequadamente as suas propostas. Foi considerada a aceitação de todas as propostas que estejam de acordo com as regras estabelecidas e que atendam aos critérios aprovados no Portão 2 (conforme DIP PORTFOLIO 54/2019).

De acordo com Sistemática itens 6.2.2 e 6.4.9, a Diretoria Executiva deve aprovar a passagem do Projeto de Desinvestimento pelos portões 2, 3 e 4, sendo que:

- Portão 2 – Aprovação dos critérios de Seleção de Potenciais Compradores, da proposta dos critérios objetivos para passagem pelos portões 3 e 4, e da opção pela realização ou não da etapa de Propostas Não-vinculantes;
- Portão 3 – Aprovação dos Potenciais Compradores que irão passar para a etapa de propostas vinculantes; e
- Portão 4 – Aprovação do Potencial Comprador que passará para a etapa de negociações.

O DIP PORTFOLIO 240/2019, de 14.11.2019, apresentou a documentação necessária para solicitar à Diretoria Executiva a aprovação do portão 3 (classificação das ofertas não-vinculantes e passagem para a fase de ofertas vinculantes) do Projeto Phil-Fase 1, conforme estabelecido na Sistemática de Desinvestimentos. Os critérios de seleção dos potenciais compradores e de classificação e ranqueamento de propostas aplicáveis a todos os ativos incluídos no Projeto Phil-Fase 1 foram assim definidos:

- (a) Empresas do setor de óleo de gás que possuam ou operem ativos de produção, refino, transporte, logística, varejo, comercialização ou distribuição de petróleo e derivados cuja receita bruta anual em 2018 tenha sido de no mínimo US\$ 3 bilhões; ou
- (b) Investidores financeiros e outros grupos econômicos que possuam ativos sob administração ou gestão de no mínimo US\$ 1 bilhão.

Além disso, os potenciais compradores devem atender aos critérios de conformidade da Petrobras e não estar presentes em listas de empresas impedidas de transacionar com a companhia, conforme normas estabelecidas para a verificação e tratamento da integridade de potenciais compradores em projetos de desinvestimentos e de parcerias estratégicas. A Diretoria Executiva aprovou o Portão 3 referente ao grupo de refinarias do Projeto Phil-Fase 1 (Ata DE 5.614, item 18, pauta 801, de 21.11.2019) de acordo com a proposta apresentada no DIP PORTFOLIO 240/2019, de 14.11.2019.

Destaca-se que em virtude da pandemia do COVID-19 os cronogramas previstos para o Projeto Phil foram revisados em função dos fatores: (i) impossibilidade de realizar as etapas de *Due Diligence* previstas no processo em relação às visitas técnicas presenciais aos ativos; e (ii) oportunizar aos potenciais compradores se estruturarem financeiramente para formalizar uma proposta vinculante em tempo adequado.

Dessa forma, a apreciação pela Diretoria Executiva do Portão 4 – Aprovação do Potencial Comprador que passará para a etapa de negociações, se deu conforme proposta do DIP PORTFOLIO 182/2020, de 03.07.2020, (Ata DE 5.698, item 20, pauta 385, de 08.07.2020), somente para o *cluster* RLAM, tendo sido postergada essa aprovação para as demais refinarias.

2. Das Publicações

A Sistemática para Desinvestimento de Ativos e Empresas do Sistema Petrobras estabelece que o processo deverá ser pautado pelos princípios da Administração Pública (legalidade, publicidade, competitividade, impessoalidade, moralidade, isonomia, eficiência e economicidade), adotando como regra a transparência do Projeto de Desinvestimento e admitindo-se o sigilo somente em procedimentos e situações excepcionais devidamente justificados, nos termos da legislação.

De acordo com a Sistemática, em atendimento aos princípios da publicidade e transparência, deverá haver divulgação ao mercado das etapas:

- *Teaser*, instrumento de divulgação de informações públicas sobre a oportunidade de desinvestimento aos Potenciais Compradores selecionados conforme critérios objetivos previamente aprovados pela Diretoria Executiva;
- Carta-convite ou *Process Letter*, instrumento enviado pela Petrobras que convoca os participantes para a etapa de *Due Diligence* e apresentação das Propostas Vinculantes no Processo Competitivo.

Além destes instrumentos, a Petrobras deve efetuar a divulgação de: i) início da fase de propostas Não-Vinculantes e de *Due Diligence*; ii) início da fase de Propostas Vinculantes; iii) aprovação da transação pelos órgãos diretivos da Petrobras e assinatura dos contratos; e iv) conclusão do Projeto de Desinvestimento.

2.1. Divulgação dos “Teasers”

Em 26.04.2019, a Petrobras divulgou comunicado ao mercado anunciando a aprovação das novas diretrizes para a gestão de seu portfólio, listando, entre outras iniciativas, a intenção de venda de ativos de refinarias. A matéria informa que as novas diretrizes consideram a venda integral dos ativos das oito refinarias incluídas no Projeto Phil, totalizando a capacidade de refino de 1,1 milhão de barris por dia. Além de divulgar o reposicionamento do portfólio da companhia em ativos de maior rentabilidade e o entendimento de que o programa de desinvestimento poderá dar maior competitividade e transparência ao segmento de refino no Brasil. Informou ainda que os projetos seguirão a Sistemática de Desinvestimentos da Petrobras e terão suas principais etapas divulgadas oportunamente ao mercado.

Segundo a Sistemática, o *Teaser* deverá ser enviado por correio eletrônico aos Potenciais Compradores, selecionados e aprovados na etapa anterior e, em respeito ao princípio da publicidade, o seu inteiro teor deve ser disponibilizado na *internet* em conjunto com o Fato Relevante ou comunicado ao mercado referente ao início do Projeto de Desinvestimento.

Desse modo, em 28.06.2019, a Petrobras divulgou que foi iniciada a etapa de divulgação de quatro oportunidades de desinvestimentos (*Teaser*), referentes à alienação de participação em refino e logística: RLAM, RNEST, REPAR e REFAP. Cabe ressaltar que a divulgação da oportunidade deve ocorrer após a aprovação pela Diretoria Executiva do Portão 1 (estruturação do projeto) e do Portão 2 (critérios de seleção de Potenciais Compradores e a definição dos critérios objetivos para passagem pelos portões 3 e 4). Segundo o DIP PORTFOLIO 240/2019, em 27.06.2019, a Diretoria Executiva aprovou os Portões 1 e 2 referentes ao grupo de refinarias do Projeto Phil-Fase 1 (Ata DE 5.576, item 22, pauta 460).

Verificou-se que o *Teaser* publicado no Portal da Petrobras (www.investidorpetrobras.com.br) apresenta a descrição da oportunidade com a relação dos ativos que compreendem as refinarias, terminais e conjuntos de oleodutos, o modelo de venda de participação de 100% em uma empresa que englobará todos os ativos, a visão geral do processo, os critérios de elegibilidade e os procedimentos para formação de oferta. A divulgação informa que qualquer participante que atende todos os critérios de elegibilidade pode participar do Processo notificando formalmente ao assessor financeiro Citigroup sobre seu interesse em receber os documentos necessários para participar do Processo: Acordo de Confidencialidade e Declaração de Conformidade, estando também sujeito à análise jurídica e de conformidade.

Verificou-se que há informação nos *Teasers* permitindo a realização de ofertas conjuntas através da formação de consórcios para a participação no processo de desinvestimento. O consórcio poderia ser formado ou alterado conforme regras e prazos estabelecidos na *Instruction Letter* da fase não-vinculante e na *Process Letter* da fase vinculante, se resguardando a Petrobras a prerrogativa de avaliar a conveniência da formação do consórcio dentro das regras internas definidas. Por outro lado, constatam-se nos *Teasers* regras impeditivas a participação no processo de entidades sujeitas a quaisquer

sanções econômicas, financeiras ou comerciais, sanções regulatórias, medidas ou listas restritivas, impostas ou aplicadas por instituições e agências governamentais de qualquer país ou instituição mencionado no informe. Além de mencionar que, durante o processo, a Petrobras realizaria análises de prevenção de risco de acordo com a Lei Anticorrupção e o Programa Petrobras de Prevenção de Corrupção (PPPC) para verificar a conformidade de suas práticas e condutas com a Lei Anticorrupção.

Quanto ao encaminhamento do *Teaser* por correio eletrônico aos Potenciais Compradores, a Comissão de Alienação, com apoio do Assessor Financeiro Citigroup, comprovou o envio do *Teaser* por e-mail em 28.06.2019, para potenciais compradores nacionais e internacionais com as informações gerais referentes aos ativos da Fase 1 (RLAM, RNEST, REPAR e REFAP). Esclarecendo ainda que os ativos seriam vendidos individualmente, de acordo com critérios específicos explicado nos respectivos documentos de transação, e apresentando orientações de como o interessado poderia receber um Memorando de Informações Confidenciais (“CIM”) e instruções sobre como participar do processo.

Foram confirmadas as publicações do dia 28.06.2019 referentes aos *Teasers*, que foram disponibilizados no *site* de investidores da Petrobras, em conjunto com o Comunicado de Fato Relevante referente ao início do projeto de desinvestimento, conforme preconiza a Sistemática. Os *Teasers* foram enviados aos potenciais compradores identificados por meio do correio eletrônico.

2.2. Divulgação das Etapas de Propostas Não-Vinculantes e de Propostas Vinculantes

Em 12.07.2019, a Comissão de Alienação deliberou pela realização de processo de perguntas e respostas durante a fase não vinculante, em função da grande quantidade de dúvidas verificadas com relação ao negócio de refino no Brasil, manifestadas nas interações realizadas entre o assessor financeiro, Citigroup, e os potenciais interessados. A Comissão entendeu que em prol da competitividade e isonomia do processo, estas questões deveriam ser objeto de avaliação interna já na fase não-vinculante.

No comunicado do dia 15.07.2019, a Petrobras informou o início da fase não-vinculante referente à venda de ativos das refinarias RLAM, RNEST, REPAR e REFAP e que os potenciais compradores habilitados para essa fase receberiam um memorando descritivo contendo informações mais detalhadas sobre os ativos, além de orientações para elaboração e envio das propostas não-vinculantes. A partir deste anúncio, o Citigroup, assessor financeiro do projeto, enviou a *Instruction Letter* e o Infomemo às empresas que assinaram o Acordo de Confidencialidade e Declaração de Conformidade.

A *Instruction Letter* é o instrumento que convoca os participantes para a etapa de análise do Memorando Descritivo e apresentação das propostas não-vinculantes e o Infomemo ou Memorando Descritivo (“*Confidential Information Memorandum*” or “*CIM*”) é o instrumento que fornece aos potenciais compradores informações mais detalhadas que

o *Teaser* no processo competitivo. Os prazos e condições para realização deste processo e disponibilização das informações foram definidos na *Instruction Letter*.

Verificou-se que as minutas do Memorando Descritivo e da *Instruction Letter* foram submetidas à análise do Jurídico da Petrobras, conforme determina a Sistemática de Desinvestimento, para que os documentos fossem encaminhados aos potenciais compradores do Projeto Phil-Fase 1. E que o Memorando Descritivo e a *Instruction Letter* contêm as informações e instruções necessárias à apresentação das propostas não-vinculantes, conforme critérios previamente aprovados pela Diretoria Executiva da Petrobras. Os potenciais compradores que assinaram os documentos necessários para participar do Projeto Phil-Fase 1 receberam correios eletrônicos contendo o Memorando Descritivo e da *Instruction Letter*.

Segundo o DIP PORTFOLIO 240/2019, alguns potenciais compradores sinalizaram ao Citigroup a necessidade de prazo adicional para a manifestação de interesse, o que levou a Comissão de Alienação a postergar a data para manifestação de interesse de 16.08.2019 para 16.09.2019, sem prejuízo da data final estabelecida para assinatura do Acordo de Confidencialidade e Declaração de Conformidade, que permaneceu em 27.09.2019. Com isso, a Petrobras comunicou ao mercado em 30.08.2019 que estendeu o prazo de notificação para participar nos processos de venda de ativos de refino em relação ao Projeto Phil-Fase 1 para 16.09.2019.

Verificou-se que tal postergação está em consonância ao princípio de fomento da competitividade estabelecido no item 6.4.6.1 da Sistemática de Desinvestimentos. Desse modo os *Teasers* refletindo esta modificação proposta foram republicados através de novo Comunicado ao Mercado no site de investidores da Petrobras em 30.08.2019. O envio da *Instruction Letter* e do Memorando Descritivo (*Infomemo*) foi efetuado pelo assessor financeiro Citigroup às empresas que assinaram o Acordo de Confidencialidade (NDA - *Non-disclosure Agreement*) e a Declaração Prévia de Conformidade (CC - *Compliance Certificate*). Os prazos e condições para realização das propostas não-vinculantes foram disponibilizadas na *Instruction Letter*, sendo que a data definida para envio foi fixada em 11.10.2019.

Contudo, a Comissão entendeu que o prazo originalmente estipulado para submissão das propostas não-vinculantes na *Instruction Letter* deveria ser revisto, em virtude da complexidade dos ativos e dos valores potenciais envolvidos nas transações em questão, dentre outras. Isso objetivando fomentar o recebimento de maior número de propostas competitivas e propiciar a habilitação de maior número de potenciais compradores para a fase de propostas vinculantes. A nova data para o recebimento das propostas não-vinculantes para os ativos do Projeto Phil-Fase 1 foi estabelecida em 08.11.2019, conseqüentemente, o Citigroup enviou em 12.09.2019 uma circular aos participantes do processo informando a nova data para o envio das ofertas não-vinculantes.

Verificou-se o atendimento à Sistemática da Petrobras, a qual determina, em caso de necessidade de extensão do prazo para apresentação de propostas não-vinculantes, seja por iniciativa da Petrobras, seja por solicitação dos Potenciais Compradores, antes da data estabelecida na *Instruction Letter* ou nas Circulares de esclarecimento que forem

emitidas, que a nova data deverá ser igualmente informada a todos os Potenciais Compradores que firmaram o Acordo de Confidencialidade, por meio do envio por correio eletrônico de Circular de Esclarecimentos pelo Assessor Financeiro ou pelo Gerente Geral, ou ainda, pelo Gerente do Projeto.

De acordo com o DIP PORTFOLIO 240/2019, em 27.09.2019, na data limite de assinatura dos documentos para participar dos processos de desinvestimentos, houve a manifestação de 23 potenciais compradores que assinaram Acordo de Confidencialidade e a Declaração Prévia de Conformidade. Das 23 empresas que prosseguiram no processo, três identificaram a oportunidade pelo site da Petrobras e foram admitidas no processo após verificação pela Comissão de Alienação do seu enquadramento nos critérios de seleção de participantes.

Verificou-se ainda que para os ativos desta Fase foram enviados 144 Teasers, sendo 91 a investidores estratégicos e 53 a investidores financeiros, que resultou na assinatura de 23 Acordos de Confidencialidade e na apresentação de 17 propostas não-vinculantes por 6 grupos de potenciais compradores. Estas propostas não-vinculantes foram distribuídas da seguinte forma: 5 para REPAR; 4 para REFAP; 4 para RNEST; e 4 para RLAM.

A Comissão de Alienação definiu ser adequada a realização da etapa de propostas não-vinculantes para restringir acesso a *Due Diligence* somente aos investidores com potencial para aquisição dos ativos. De acordo com o Relatório da Comissão de Alienação, esta entendeu ser suficiente para elaboração de propostas não-vinculantes a disponibilização de informações gerais sobre os ativos através do Memorando Descritivo, não havendo a necessidade de disponibilizar informações mais detalhadas que serão objeto da etapa de proposta vinculante por meio de *Due Diligence*.

Assim, não houve a disponibilização de documentos para realização de *Due Diligence* Preliminar por meio de *Data Room* virtual para a realização da fase de proposta não-vinculante. Além disso, a realização desta fase propiciaria uma organização mais adequada da *Due Diligence* de cada processo, notadamente dos *Data Rooms* Virtuais a serem disponibilizados e das *Management Presentations* a serem realizadas.

Quanto aos aspectos de confidencialidade e segurança da informação, constou na *Instruction Letter* que as informações contidas no “Memorando de Informações Confidenciais” ou “CIM” e quaisquer informações subsequentes que lhe possam ser fornecidas são confidenciais e são fornecidas estritamente com base no Acordo de Confidencialidade assinado e nos termos de responsabilidade do Memorando.

Ainda, o tratamento dado aos documentos emitidos (*Instruction Letters* e Memorando Descritivo) para realização das propostas não-vinculantes em relação à confidencialidade envolveu:

- envio destes documentos por correio eletrônico, a fim de garantir a segurança na disponibilização de informações, bem como a rastreabilidade dos acessos;
- para recepção das propostas não-vinculantes, foi utilizada solução desenvolvida pela área de TIC corporativa da Petrobras, por meio da abertura de chave de correio

criptografada, cujo endereço foi indicado aos potenciais compradores na *Instruction Letter*;

- acesso ao endereço das propostas não-vinculantes concedido, via sistema de correio eletrônico utilizado pela Petrobras, somente após o término do prazo para recebimento das ofertas.

Segundo a Sistemática da Petrobras, a Comissão de Alienação, com apoio do Assessor Financeiro quando este for contratado, deverá praticar todas as medidas para garantir que o sistema eletrônico adotado para o recebimento das propostas não-vinculantes não identifique previamente o emissor, valores e condições dessas propostas até o evento de sua abertura, nem permita o recebimento destas em data e horários discrepantes, conforme dispuserem as instruções contidas no Memorando Descritivo. E, após este evento, a Comissão de Alienação deve obter o Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira, elaborado pela Comissão de Avaliação e emitido antes do mencionado evento.

De acordo com o exposto no relatório da Comissão de Alienação, de 18.11.2019, sobre as propostas não-vinculantes recebidas para as refinarias do Projeto Phil-Fase 1, somente foi solicitado acesso ao endereço das propostas não-vinculantes após o término do prazo para recebimento das propostas não-vinculantes. Com relação a isso, a Petrobras disponibilizou correio eletrônico datado de 08.11.2019, às 19h12min concedendo acesso às caixas das propostas não-vinculantes.

Após o recebimento das propostas não-vinculantes, em continuidade ao processo de desinvestimento dos ativos, em 22.11.2019, houve o comunicado da Companhia a respeito do início da fase vinculante referente à primeira etapa da venda de ativos em refino e logística associada, informando aos potenciais compradores classificados para essa fase (apresentação de propostas vinculantes) que receberiam carta-convite com instruções detalhadas e orientações para a realização de *due diligence* e para o envio das propostas vinculantes.

Quanto à possibilidade de antecipação da etapa de *Due Diligence* relativa às propostas vinculantes pelos potenciais compradores classificados na etapa não-vinculante, para a situação em que seja importante o início da *Due Diligence* da fase vinculante antes do envio da *Process Letter*, a Comissão de Alienação entendeu não ser necessária essa antecipação. Desse modo, o início da *Due Diligence* para os ativos do Projeto Phil-Fase 1 somente ocorreu após o envio da *Process Letter*.

Com a aprovação do Portão 3 pela Diretoria Executiva (Ata DE 5.614, item 18, pauta 801, de 21.11.2019), inicia-se o processo competitivo, sendo que o Assessor Financeiro Citigroup enviou Carta-convite ou *Process Letter* aos potenciais compradores cujas propostas não-vinculantes foram classificadas. Por meio do envio de *Process Letter*, houve a convocação aos participantes para a etapa de *Due Diligence* e apresentação das propostas vinculantes no processo competitivo.

Verificou-se que há na Carta-Convite ou *Process Letter* orientações a respeito da realização da *Due Diligence*, informando que a documentação, como dados técnicos,

legais, financeiros e societários, foi disponibilizada aos potenciais compradores de modo a garantir o acesso a todas as informações necessárias à avaliação da Empresa/Ativo e à apresentação da proposta vinculante pelos potenciais compradores. Verificou-se ainda que houve duas postergações de prazo para apresentação das propostas vinculantes, uma ocorreu em 23.01.2020 e a outra em 19.03.2020. Assim, houve o envio de Circulares de Esclarecimento a respeito da extensão do prazo para apresentação das propostas vinculantes, informando a nova data a todos os potenciais compradores que receberam a *Process Letter*.

Devido às medidas de prevenção ao coronavírus, por meio do comunicado de 20.03.2020, a Petrobras informou a postergação do recebimento de ofertas vinculantes nos processos de desinvestimento em refino e seus respectivos ativos logísticos, de forma a assegurar a efetiva realização da *Due Diligence* por parte dos potenciais compradores. Assim, houve alteração do cronograma previsto para o Projeto Phil, o que acarretou no adiamento das propostas vinculantes e, por consequência, da etapa de divulgação prevista para: (d) Concessão de exclusividade para negociação, quando for o caso; (e) Aprovação da transação pelos órgãos diretivos da Petrobras e assinatura dos contratos; e (f) Conclusão do Projeto de Desinvestimento.

Com base nas análises e nos testes realizados, verificou-se que houve por parte da Petrobras o atendimento aos princípios da publicidade e transparência, bem como a divulgação ao mercado das etapas previstas na Sistemática até a aprovação das propostas não-vinculantes do processo de desinvestimento do Projeto Phil-Fase 1 (Portão 3), e até a aprovação de proposta vinculante para o cluster RLAM (Portão 4).

3. Da Contratação de “Fairness Opinion”

Para assessorar a Petrobras no processo competitivo do desinvestimento no Projeto Poetas, foi contratado como assessor financeiro o Citigroup Global Markets Assessoria Ltda (Citigroup). Por meio de termos aditivos, houve alteração do prazo deste contrato e a inclusão do Projeto Phil na abrangência da assessoria do Citigroup. Cabe mencionar que o projeto de desinvestimento pode contar com dois tipos de assessoria financeira: i) Assessor Financeiro para apoiar a Petrobras no projeto; e ii) Assessor Financeiro para elaboração de *Fairness Opinion/Valuation Reports*.

Cabe ao Gerente Geral do Projeto avaliar a pertinência e, caso assim entenda, solicitar a contratação do Assessor Financeiro, que se destina a auxiliar a Petrobras na execução e acompanhamento do Projeto de Desinvestimento. A assessoria envolve as atividades do processo competitivo: prospecção e contato com potenciais compradores, elaboração dos documentos pertinentes ao projeto de desinvestimento (*Teaser*, *Memorando Descritivo*, *Management Presentation* e *Instruction Letter*), dar suporte a preparação do Data Room; e elaborar Carta-convite/*Process Letter* e *Fairness Opinion* e *Valuation Report*, se for o caso.

Por outro lado, cabe ao Gerente do Projeto solicitar a contratação de, no mínimo, uma *Fairness Opinion* para projetos de desinvestimento que tenham Valor de Firma, para empresas, ou Valor de Venda do Ativo, para ativos, inferior a US\$ 1 bilhão, emitida por

entidade distinta do Assessor Financeiro. No caso de valores superiores a estes, há necessidade de contratação de 2 (duas) *Fairness Opinions* para Projetos de Desinvestimento por entidade distinta do Assessor Financeiro.

Segundo o item 6.3.7 da Sistemática, a contratação das modalidades de assessoria financeira – do Assessor Financeiro e de *Fairness Opinion/Valuation Report* - deve: (a) Observar todas as regras previstas na legislação aplicável bem como nas demais normas corporativas aplicáveis; (b) Ser instruída com a documentação específica que embasara a contratação; (c) Sempre que possível, perseguir a rotatividade da escolha do assessor, tomando como base para a identificação inicial dos eventuais prestadores os *rankings* publicados e periodicamente atualizados por instituições especializadas; (d) Caso seja identificada hipótese de negociação direta conforme o item 4.1.1, esta hipótese deve ser previamente analisada pelo Jurídico com base em fatos e fundamentos a serem encaminhados pelo Gerente do Projeto ou pelo órgão responsável pela contratação; (e) Ser submetida a(s) autoridade(s) competente(s) para aprovação, conforme autonomia e limite de competência vigentes.

Destaca-se que os assessores financeiros do Projeto de Desinvestimento contratados pela Petrobras, bem como empresas do mesmo grupo econômico desses assessores, não poderão ser admitidos como Potenciais Compradores no âmbito dos Projetos de Desinvestimento para o qual foram contratados, seja individualmente ou em conjunto com outros Potenciais Compradores, nem prestar assessoria financeira aos Potenciais Compradores também no âmbito do Projetos de Desinvestimento para o qual foram contratados.

Não obstante, a Petrobras foi questionada a esse respeito, por meio da SA 821876/10-PB-Ref, de 07.05.2020, no sentido de informar se o assessor financeiro contratado (Citigroup) representa a contratada que, após a fase de negociação dos ativos das refinarias, atestará o valor justo das alienações sob o ponto de vista econômico-financeiro, bem como informar se houve ou haverá contratação de segundo assessor financeiro para atestar o valor justo da alienação (*fairness opinion*) sob o ponto de vista econômico-financeiro (valor justo da transação). Em resposta, em 22.05.2020, a Petrobras informou o seguinte:

Sim, de acordo com o contrato firmado com o Citigroup, ele fará a avaliação do valor justo de dois clusters do Projeto Phil, sendo que, em todos os clusters, além da avaliação do Citi, ainda haverá uma ou duas *fairness opinion* adicionais (a depender do caso e do valor da transação), emitidas por outros assessores financeiros a serem contratados, conforme item 6.3.5 da Sistemática de Desinvestimentos. O processo de licitação para contratação das *fairness opinions* adicionais está em curso (propostas já recebidas), e, de modo a atender ao disposto na Sistemática, estará concluído para a ocasião de aprovação do Portão 5.

Ao longo do processo de desinvestimento, a Petrobras foi novamente questionada a esse respeito, por meio da SA 821876/12-PB-Ref, de 05.08.2020, no sentido de disponibilizar, caso já houvessem sido feitas, a avaliação do valor justo de dois *clusters* do Projeto Phil contratada junto ao assessor financeiro Citigroup e a documentação referente à contratação de outros assessores financeiros que realizarão uma ou duas

fairness opinion adicionais (a depender do caso e do valor da transação). Em resposta, em 14.08.2020, a Petrobras informou o seguinte:

Em resposta ao item 3.1, esclarecemos que nenhum ativo à venda no âmbito do Projeto Phil atingiu a etapa de avaliação do valor justo (que integra o pacote de apoio à decisão do Portão 5 – *Signing*). No que se refere à contratação de outros assessores financeiros para a realização de *fairness opinion*, esclarecemos que a licitação está neste momento em fase final, devendo ser submetida à aprovação das autoridades competentes ainda no corrente mês de agosto, após a elaboração do Relatório Final da Comissão de Licitação.

Verificou-se que, nas propostas vinculantes apresentadas para o *cluster* RLAM (Portão 4 da Sistemática), conforme exigido pela *Process Letter*, os proponentes informaram quem são seus “*external advisors*”, os quais são distintos do assessor financeiro contratado pela Petrobras no âmbito do Projeto Phil (Citigroup). Não obstante a contratação ainda não efetivada de outros assessores financeiros para a realização de *fairness opinion*, constata-se, portanto, em relação ao Citigroup, que não foi identificado conflito de interesse no que tange à elaboração de *valuation/fairness opinion*, até a aprovação de proposta vinculante para o *cluster* RLAM.

4. Dos Critérios de Seleção de Potenciais Compradores

No que tange aos critérios de seleção de potenciais compradores e critérios de aceitação de propostas, dispostos nos itens 6.4.6 e 6.4.7 da Sistemática, verificou-se que, por ocasião da aprovação dos portões 1 e 2, em 27.06.2019, formalizada por meio da Ata DE 5.576, Item 22, Pauta 460 com base no DIP Portfolio 54/2019, de 21.06.2019, a Comissão de Alienação emitiu o Relatório de Critérios de Seleção dos Potenciais Compradores e de Classificação e Ranqueamento de Propostas, em que definiu os seguintes critérios de seleção de potenciais interessados aplicáveis a todos os ativos incluídos no Projeto Phil-Fase 1:

- (a) Empresas do setor de óleo de gás que possuam ou operem ativos de produção, refino, transporte, logística, varejo, comercialização ou distribuição de petróleo e derivados cuja receita bruta anual em 2018 tenha sido de no mínimo US\$ 3 bilhões; ou
- (b) Investidores financeiros e outros grupos econômicos que possuam ativos sob administração ou gestão de no mínimo US\$ 1 bilhão.

Com estes critérios, o assessor financeiro Citigroup identificou 147 potenciais interessados para participação do processo competitivo, sendo 94 empresas de Óleo e Gás e 53 investidores financeiros (14 fundos soberanos e 39 fundos de investimentos). Como resultado preliminar da verificação de critérios de integridade e restrições a empresas, por meio da aplicação do padrão SINPEP PE-1PBR-00547, conforme descrito em item específico deste anexo, restaram 144 potenciais compradores habilitados a receber o *Teaser*.

Não obstante, conforme previsto na Sistemática de Desinvestimento, após a publicação do *Teaser* no Portal da Petrobras, qualquer empresa que atendesse aos critérios de seleção poderia participar do processo mediante manifestação de interesse.

A Comissão de Alienação definiu ser adequada a realização de fase não-vinculante como forma de restringir acesso a *Due Diligence* somente aos investidores com potencial para aquisição dos ativos.

Para etapa não-vinculante, a Comissão de Alienação propôs a aceitação de todas as propostas que estivessem de acordo com as regras estabelecidas nas *Instruction Letters* e que atendam aos critérios abaixo, conforme aprovado no Portão 2:

(a) Seriam aceitas propostas que atinjam, no mínimo, 60% do valor do menor dos cenários corporativos - Coral (também denominado Resiliência), Cardume (Base) ou Correnteza (Crescimento) - do Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira (RIPAEF), a ser fornecido pela Controladoria (atual Desempenho) antes do recebimento das propostas não-vinculantes;

(b) propostas que não atingirem o mínimo de 60% do menor cenário corporativo, mas que apresentarem uma diferença de até 10% da menor proposta qualificada através do item (a), passariam para a próxima fase;

(c) caso fosse recebida uma única proposta enquadrada nos itens (a) e (b) acima, seria também classificada a segunda melhor proposta recebida, independentemente do valor apresentado, como forma de manter a tensão competitiva ao longo do projeto considerando ao menos dois potenciais compradores para cada transação.

Para a etapa vinculante, a Comissão de Alienação propôs que fossem aceitas todas as propostas válidas. Para tanto, tais propostas devem estar em conformidade com as disposições contidas nas *Process Letters* enviadas no início da etapa vinculante. Adicionalmente, deveriam ser observadas, durante todo o processo, as restrições acordadas no âmbito do Termo de Compromisso de Cessão de Prática celebrado entre a Petrobras e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), bem como as disposições emitidas pelo CNPE na Resolução nº 9/2019.

Constata-se, portanto, que tais critérios buscaram conjugar a maximização da competitividade com a preocupação de garantir participação apenas de empresas com capacidade financeira para concretizar o negócio, e levaram em consideração a baixa competitividade esperada para o projeto, face aos resultados obtidos em 2018 no processo competitivo do descontinuado Projeto Poetas, que contemplava os mesmos ativos do Projeto Phil-Fase 1, onde apesar de 117 empresas terem sido convidadas, apenas 5 assinaram Acordo de Confidencialidade para seguir no processo. Os critérios adotados permitiram ampla participação, porém o interesse de potenciais compradores não foi amplo, resultando em número reduzido de propostas não-vinculantes. Tal interesse reduzido ocasionou uma alteração posterior nos critérios com vistas a admitir um mínimo de três propostas não-vinculantes ao processo competitivo.

5. Do Tratamento dos Riscos de Integridade de Contrapartes

A Sistemática prevê, em seu item 6.4.6.4, a utilização dos procedimentos descritos no padrão PE-1PBR-00547 – “Verificação e Tratamento dos Riscos de Integridade de Contrapartes em Projetos de Desinvestimento e Parceria Estratégica”, com o objetivo

de seguir as melhores práticas internacionais de integridade, conformidade e prevenção à fraude e corrupção.

Verificou-se, quanto às empresas que participaram do Projeto Phil-Fase 1 até a aprovação de proposta vinculante para o cluster RLAM (Portão 4 da Sistemática), que a Petrobras adotou procedimentos de verificação de eventual presença dessas empresas em listas restritivas, como o Cadastro de Empresas Inidôneas e Suspensas (CEIS), o Cadastro Nacional de Empresas Punidas (CNEP), o cadastro de empresas proibidas de transacionar com a Petrobras e listas de outros organismos internacionais como a OFAC (Agência de Controle de Ativos Estrangeiros dos EUA).

Conforme previsto no citado padrão, foi feito preliminarmente o procedimento denominado Primeiro *Screening*, em relação a potenciais compradores aos quais deveria ser enviado o *Teaser*. Nesse procedimento, foi verificada a eventual presença, nas listas citadas, dos potenciais compradores selecionados com o auxílio do assessor financeiro (147 empresas), considerados aptos por atenderem pelo menos um dos critérios de elegibilidade exigidos no *Teaser*, quais sejam:

3.1 Para participar deste Processo, o Potencial Comprador deve atender a pelo menos um dos critérios descritos abaixo (“Critérios de Elegibilidade”):

a. Empresas do Setor de Óleo e Gás: empresas com receita anual, em 2018, acima de US\$ 3,0 bilhões que possuem e operem ativos de produção, refino, transporte, logística, comércio, *trading* ou distribuição de petróleo e/ou seus derivados.

b. Investidores Financeiros e Outros: investidor ou grupo econômico deve ter pelo menos US\$ 1,0 bilhão em Ativos sob Gestão ou Controle.

Cabe notar que, em consonância com as restrições contidas no padrão PE-1PBR-00547, foram estipuladas no *Teaser* as seguintes condições para admissão de potencial comprador ao processo de desinvestimento:

3.2 Nenhum Potencial comprador nem nenhuma de suas subsidiárias pode:

a) Estar sujeito, ser detido ou controlado por uma pessoa ou entidade sujeita a (i) quaisquer sanções econômicas, financeiras ou comerciais, (ii) sanções regulatórias, (iii) medidas restritivas, todas relacionadas com atividades de distribuição de combustíveis (pessoa sancionada) e que foram administrados, promulgados, impostos ou aplicados pelo Banco Mundial, o Conselho de Segurança das Nações Unidas, os Estados Unidos da América, o Canadá, o Reino Unido, a União Europeia, a Holanda, o Brasil, e as respectivas instituições e agências governamentais de qualquer país ou instituição mencionado anteriormente;

b) Ser localizado, ter sido constituído, incorporado, organizado ou residente em um país sujeito a quaisquer (i) sanções econômicas, financeiras ou comerciais, (ii) sanções regulamentares, (iii) embargos ou (iv) medidas restritivas, todas relacionadas a atividades no setor de energia (país sancionado) e que foram administrados, promulgados, impostos ou executados pelo Banco Mundial, o Conselho de Segurança das Nações Unidas, os Estados Unidos da América, o Reino Unido, a União Europeia, os Países Baixos, o Brasil e as respectivas instituições e agências governamentais de qualquer país ou instituição mencionado anteriormente;

c) Ter parte predominante de seu respectivo negócio com pessoas ou em países sujeitos a quaisquer sanções.

Como resultado do Primeiro *Screening*, foram apontadas as seguintes contrapartes como impedidas de participar do processo competitivo por força de sanções comerciais existentes, conforme lista da OFAC: *<Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012>*.

Desta forma, ficaram habilitados a prosseguir no processo 144 potenciais compradores, aos quais foi enviado o *Teaser*, que também foi disponibilizado no sítio internet de investidores da Petrobras. Como resultado, 23 potenciais compradores - 3 dos quais identificaram a oportunidade pelo sítio internet da Petrobras e foram admitidos após um Segundo *Screening* por parte da Comissão de Alienação, a saber: *<Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012>* assinaram o Acordo de Confidencialidade, firmaram o Certificado de Compliance e receberam as *Instruction Letters* com a orientação para a apresentação de propostas não-vinculantes e o *Infomemo* com informações técnicas detalhadas sobre as refinarias. Destes, 6 apresentaram efetivamente propostas não-vinculantes para o grupo de refinarias do Projeto Phil-Fase 1, conforme quadro a seguir:

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Cabe consignar que estão previstos mais dois *Screenings*, antes da assinatura do contrato (Portão 5) e antes do *Closing* da transação, conforme previsto pelo padrão PE-1PBR-00547, bem como a emissão, por parte da área de Conformidade, do relatório de *Due Diligence* de Integridade - DDI referente aos potenciais compradores que tiveram proposta vinculante aprovada.

6. Do Relatório da Comissão de Alienação sobre as Propostas Não-Vinculantes

Nos termos do item 6.7.12 da Sistemática, a Comissão de Alienação apresentou, em 18.11.2019, relatório sobre as propostas não-vinculantes recebidas para as refinarias do Projeto Phil-Fase 1. Segundo este relatório, para a recepção das propostas não-vinculantes, foi utilizada solução desenvolvida pela área de TIC corporativa da Petrobras, através da abertura de chave de correio criptografada, cujo endereço foi indicado aos Potenciais Compradores por meio das *Instruction Letters*, e para a qual só foi solicitado acesso após o término do prazo para recebimento das ofertas não-vinculantes.

Cumpram-se destacar que no Portão 2 foram aprovados os critérios objetivos para passagem de fase na etapa não-vinculante, quais sejam, aceitação de todas as propostas que estejam de acordo com as regras estabelecidas nas *Instruction Letters* e que atendessem aos seguintes critérios:

- (a) Seriam aceitas propostas que atinjam, no mínimo, 60% do valor do menor cenário corporativo do RIPAEF, a ser fornecido pela Controladoria (atual Desempenho) antes do recebimento das propostas não vinculantes;
- (b) Propostas que não atingissem o mínimo de 60% do menor cenário corporativo, mas que apresentassem uma diferença de até 10% da menor proposta qualificada através do item (a), passariam para a próxima fase;
- (c) Caso fosse recebida uma única proposta enquadrada nos itens (a) e (b) acima, seria também classificada a segunda melhor proposta recebida, independentemente do valor apresentado, como forma de manter a tensão competitiva ao longo do projeto considerando, ao menos, dois potenciais compradores para cada transação.

(i) Cluster REFAP

Para o cluster REFAP foram recebidas quatro propostas não-vinculantes, que atenderam aos requisitos formais estabelecidos na *Instruction Letter*. Aplicando-se os critérios de aceitação de propostas aprovados no Portão 2, duas propostas foram consideradas aptas a serem classificadas. A Comissão de Alienação analisou e classificou as propostas recebidas para o ativo, chegando ao seguinte ranking:

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

(ii) *Cluster REPAR*

Para o cluster REPAR foram recebidas cinco propostas não vinculantes, que atenderam aos requisitos formais estabelecidos na *Instruction Letter*. Aplicando-se os critérios de aceitação de propostas aprovados no Portão 2, duas propostas foram consideradas aptas a serem classificadas. A Comissão de Alienação analisou e classificou as propostas recebidas para o ativo, chegando ao seguinte ranking:

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

6.1. Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

<Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012> apresentaram declaração de oferta conjunta para REPAR, REFAP e RNEST, conforme procedimento estabelecido nas respectivas

Instruction Letters. Nessa oportunidade, foi também informado que a <Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.> seria a empresa líder da Oferta Conjunta. Após avaliação, a Comissão de Alienação concluiu que a solicitação de Oferta Conjunta cumpre os requisitos estabelecidos no *Teaser* e na *Instruction Letter*.

6.2. Acordos de Confidencialidade e Declarações de Conformidade

Para que informações sobre a Empresa/Ativo sejam mantidas confidenciais e melhor preservar os interesses da Petrobras, além da necessidade de cumprimento das obrigações de Integridade pela Petrobras e a obtenção de propostas mais vantajosas para a Companhia, os Potenciais Compradores deverão firmar com a Petrobras um Acordo de Confidencialidade e uma Declaração de Conformidade.

Assim, o Acordo de Confidencialidade é instrumento que visa a proteger e preservar o sigilo de informações confidenciais, estratégicas e sensíveis, bem como aquelas protegidas por sigilo legal, relacionadas à Petrobras, à Empresa/Ativo, ao Projeto de Desinvestimento e, em determinados casos, ao Potencial Comprador, estabelecendo os direitos e obrigações de cada uma das partes integrantes da relação.

Pela Declaração de Conformidade o potencial comprador afirma possuir conhecimento do Código de Ética do Sistema Petrobras, do Guia de Conduta do Sistema Petrobras e da Política de Responsabilidade Social da Petrobras. O potencial comprador declara que não estar sujeito a sanções comerciais impostas pelo governo brasileiro ou por entidades estrangeiras, ou estar sujeito a sanções impostas, porém especificando a natureza das sanções e as razões pelas quais entende que elas não impedem a sua participação no Projeto de Desinvestimento.

O *Teaser* publicado pela Petrobras apresentou os critérios de elegibilidade e os procedimentos para participação do Projeto Phil. Qualquer participante que atende todos os critérios de elegibilidade pode participar do processo notificando formalmente ao assessor financeiro Citigroup sobre seu interesse em receber os documentos necessários: Acordo de Confidencialidade e Declaração de Conformidade. A data final estabelecida para assinatura do Acordo de Confidencialidade e Declaração de Conformidade foi em 27.09.2019.

Verificou-se que, nesta data, houve a manifestação de 23 potenciais compradores que assinaram o Acordo de Confidencialidade e a Declaração de Conformidade para participar do Projeto Phil-Fase 1, que envolve os ativos das refinarias RNEST, RLAM, REPAR e REFAP e seus respectivos ativos logísticos.

6.3. Obtenção do Mínimo de Três Potenciais Compradores.

Segundo a Sistemática de Desinvestimento (item 6.7.10), ao final da etapa de apresentação das propostas não-vinculantes, a Comissão de Alienação deve classificá-las aplicando os critérios adotados e previamente aprovados pela Diretoria Executiva. A

Comissão de Alienação deverá realizar as avaliações necessárias para garantir, quando possível, que possam participar da próxima etapa (de proposta vinculante) aos menos três potenciais compradores. Caso este mínimo não seja alcançado, o Jurídico deverá ser previamente consultado para verificação da possibilidade de realização do Processo Competitivo.

Para a classificação das propostas não vinculantes recebidas, a Comissão de Alienação aplicou os critérios definidos quando da aprovação da passagem do projeto pelo Portão 2, conforme já detalhado neste relatório. Adicionalmente, nos casos em que a aplicação dos critérios previamente definidos não resultou na classificação de no mínimo três empresas para a fase vinculante (REPAR, REFAP e RLAM), e considerando o dispositivo de competitividade mínima disposto no item 6.7.10.1 da Sistemática, a Comissão propôs classificar também a terceira melhor proposta recebida para participar da fase vinculante de cada processo, considerando as justificativas a seguir:

(a) a Sistemática, no item 6.7.10.1, estabelece que a Comissão de Alienação deve realizar as avaliações necessárias para garantir, quando possível, que possam participar da próxima fase ao menos três Potenciais Compradores. Adicionalmente, o item 6.7.10.1.1 estabelece que, excepcionalmente, caso o mínimo acima mencionado não seja alcançado, a área jurídica deverá ser previamente consultada para verificação da possibilidade de realização de Processo Competitivo;

(b) O objetivo da Comissão de Alienação, ao estabelecer os critérios de passagem de fase, foi de privilegiar a competitividade de cada processo, de forma a manter a tensão competitiva entre os Potenciais Compradores, no intuito de obter condições econômicas mais vantajosas para a Petrobras;

(c) O TCC (Termo de Compromisso de Cessação de Prática) com o CADE estabelece que os pares de ativos (i) RLAM e RNEST; (ii) REPAR e REFAP; e (iii) REGAP e RLAM não poderão ser adquiridos em conjunto por um mesmo comprador ou empresas do mesmo grupo econômico;

(d) Nos casos da REPAR e REFAP, aplicando-se os critérios previamente definidos, observou-se apenas dois Potenciais Compradores classificados para a fase vinculante, sendo que um deles é a mesma pessoa jurídica para ambas as refinarias. Por consequência, devido às restrições impostas no TCC celebrado com o CADE, pode ser que tal Potencial Comprador tenha que abandonar um dos processos, restando apenas um Potencial Comprador em uma dessas refinarias, o que seria prejudicial à competitividade do processo.

Em todas as propostas recebidas e classificadas, foi verificado o cumprimento das regras e requisitos formais definidos nas *Instruction Letters*. As 17 propostas não-vinculantes recebidas pela Petrobras em relação aos ativos do Projeto Phil-Fase 1 foram classificadas conforme os critérios de aceitação aprovados no Portão 2 e apresentaram alta dispersão de valores em relação aos ativos concorridos. Contudo, seguindo os critérios estabelecidos e aprovado pela Diretoria Executiva, apenas dois potenciais compradores seriam classificados para participarem da próxima etapa de proposta vinculante por refinaria e ainda, considerando as regras restritivas contidas no TCC do CADE, que estabelece que os pares de ativos RLAM e RNEST; REPAR e REFAP; e REGAP e RLAM não poderão ser adquiridos em conjunto por um mesmo comprador ou empresas do mesmo

grupo econômico, haveria o risco de ter apenas um potencial comprador em relação a um destes ativos.

Assim, foi realizada a aplicação, pela Comissão de Alienação, do dispositivo previsto no item 6.7.10.1 da Sistemática, em complemento aos critérios de classificação de propostas não-vinculantes previamente definidos. A Comissão propôs classificar também a terceira melhor proposta recebida para participar da etapa vinculante de cada processo. Isso foi necessário, visto que a aplicação direta dos critérios previamente definidos não resultou na habilitação de no mínimo três potenciais compradores para RLAM, REFAP e REPAR. Em observância à Sistemática, a Comissão de Alienação solicitou análise jurídica em relação à ampliação dos critérios de classificação para garantir a participação de ao menos três potenciais compradores na etapa vinculante. Considerando a situação exposta, a assessoria jurídica concluiu:

Assim, entendemos possível, do ponto de vista jurídico, no caso concreto, que sejam classificados para a próxima etapa, no mínimo, 3 (três) potenciais interessados em cada cluster, sendo recomendável, no entanto, que no Portão 3 sejam levados à aprovação da Diretoria Executiva os nomes dos potenciais interessados que passaram para a etapa vinculante, juntamente com o detalhamento de que um dos critérios previamente estabelecidos e aprovados pela Diretoria no Portão 2 não está sendo observado para possibilitar a maior competitividade, em linha com o que está estabelecido no item 6.7.10.1 da Sistemática.

A Comissão de Alienação destacou que a aceitação de propostas que não satisfaçam integralmente os critérios de classificação previamente definidos, por estar aquém dos valores apontados no Relatório Interno Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira, justifica-se como forma de (i) promover a competitividade do processo, com objetivo de maximizar os valores ofertados por todos os potenciais compradores na fase vinculante, e (ii) permitir a oportunidade de diminuição da assimetria de informação durante a etapa de *Due Diligence*, de forma que os potenciais compradores apresentem ofertas vinculantes mais alinhadas às avaliações econômico-financeiras internas da Petrobras. Dessa forma, a habilitação destas empresas para a fase vinculante do processo não denota avaliação positiva da Comissão de Alienação com relação aos valores ofertados pelos Potenciais Compradores nesta fase. A Comissão de Alienação propôs que fossem classificadas para a fase vinculante as três maiores propostas de cada cluster, em termos de valor, na seguinte ordem:

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

O quadro a seguir apresenta o resultado consolidado das empresas habilitadas para a Fase Vinculante:

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Portanto, constata-se que, apesar de haver propostas não-vinculantes com valores aquém do *valuation* interno, a modificação dos critérios originais de aceitação de propostas e classificação para etapa seguinte de oferta vinculante se deu com respaldo jurídico com vistas a assegurar que a lista de potenciais compradores contivesse no mínimo três empresas participantes do processo competitivo. Tal fato teve por objetivo conferir maior competitividade ao certame, aumentar o valor das propostas na etapa vinculante para a faixa de valor da Petrobras e obter condições econômicas mais vantajosas para a Companhia.

7. Do Relatório de Avaliação Econômico-Financeira

Foi elaborado o Relatório de Avaliação Econômico-Financeira referente ao Projeto Phil para o *cluster* RLAM, constando no DIP Desempenho 128/2020, de 25.06.2020 e complementado por solicitação da área de Portfolio, por meio do DIP Desempenho 134/2020, de 05.07.2020.

O relatório foi elaborado em atendimento ao item 6.6.11 da Sistemática da Petrobras, contendo os itens mínimos, a saber: (a) breve descrição do escopo da avaliação; (b) descrição dos cenários analisados; (c) premissas utilizadas nas avaliações, identificadas com fonte e data; e (d) resultados das avaliações e sensibilidades.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Seguindo a mesma estrutura do Relatório Preliminar de Avaliação Econômico-Financeira, o documento detalha as premissas utilizadas na projeção do fluxo de caixa operacional para estimativa de valor do *Business Enterprise Value* (BEV) e do *Equity Value*, a partir do BEV, acrescido dos ativos não operacionais e descontado da dívida e demais passivos não operacionais.

Perspectiva de Valor Contemplada no BEV

A estimativa do BEV foi desenvolvida sob a perspectiva de *Investment Value* na visão da Petrobras (“visão vendedor”). Este valor pode revelar-se significativamente distinto do

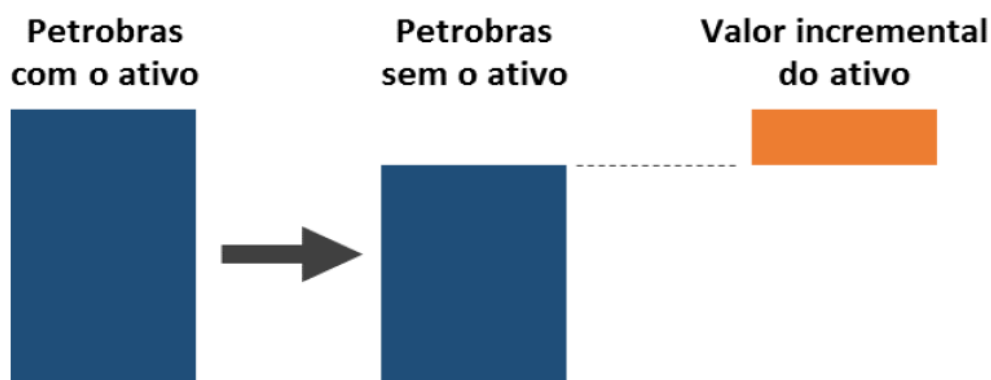
valor justo do ativo, o qual seria embasada na perspectiva de um participante de mercado. As projeções financeiras contempladas na avaliação refletem as melhores expectativas da área de negócio, sob a hipótese de o ativo ser operado pela Petrobras e considerando as projeções macroeconômicas corporativas.

Abordagem de Avaliação do BEV

A metodologia utilizada para a valoração na visão vendedor reflete a estimativa do valor incremental do ativo para o Sistema Petrobras. Entende-se por valor incremental a diferença entre a visão de valor do Sistema Petrobras com o ativo em seu portfólio (antes da alienação) e a visão de valor do Sistema Petrobras sem este ativo (após a alienação, com os contratos firmados). Posto de outra forma, é a estimativa de valor monetário necessária para compensar o Sistema Petrobras pela transferência do ativo nas condições de contorno descritas de forma a manter o valor da Petrobras após a transação idêntico ao valor anterior à transação.

A Figura a seguir ilustra esta abordagem:

Figura - Visão incremental do ativo integrado ao portfólio da Petrobras.



Fonte: DESEMPENHO/AEGV/AEAD, reproduzido do RIAEF do *cluster* RLAM.

Devido a inviabilidade de se realizar a análise econômica de toda a carteira da Petrobras com e sem o ativo, a metodologia considera algumas simplificações nos cálculos, sem deixar de refletir o valor incremental do ativo para o Sistema Petrobras.

Esta metodologia é aplicada nos três cenários corporativos para os casos analisados neste relatório, considerando as premissas neles contidas, salvo quando explicitado o contrário.

A estimativa de valor é dada com base na abordagem do *Income Approach* e através do método de Fluxo de Caixa Descontado (método FCD), considerando os seguintes critérios:

Moeda do Fluxo: dólares e em moeda constante, isto é, sem considerar os efeitos inflacionários.

Desconto dos fluxos: os fluxos foram projetados em meio de período, isto é, assumindo que os fluxos ocorrem na metade de cada ano projetivo e descontados à TMA de Refino do Brasil.

Horizonte projetivo: as projeções financeiras foram elaboradas para o período explícito de 01.01.2021 até 31.12.2040, em linha com as projeções do PE 21-25 da Petrobras.

Valor Terminal: foi considerado um fluxo perpétuo após o fim do horizonte projetivo.

Visão de Valor do Business Enterprise Value (BEV)

Para o RIAEF, foi avaliado o valor dos ativos operacionais integrados ao Sistema Petrobras. Para tanto, tomou-se como ponto de partida as revisões de junho de 2020 das bases do PLANINV, que incluem premissas referentes ao PE 21-25 com carteira do PE 20-24, para os cenários Base e Resiliência, e referente ao PE 20-24, para o cenário Crescimento, que pressupõem a otimização integrada de todo o parque de refino da Petrobras.

O otimizador do PLANINV indica a solução que gera o menor custo global para o sistema atender o mercado brasileiro de derivados, não tendo sido concebido para realizar análise competitiva e não possuindo recursos nativos que permitam simular múltiplos agentes tentando maximizar resultado frente a um mesmo mercado.

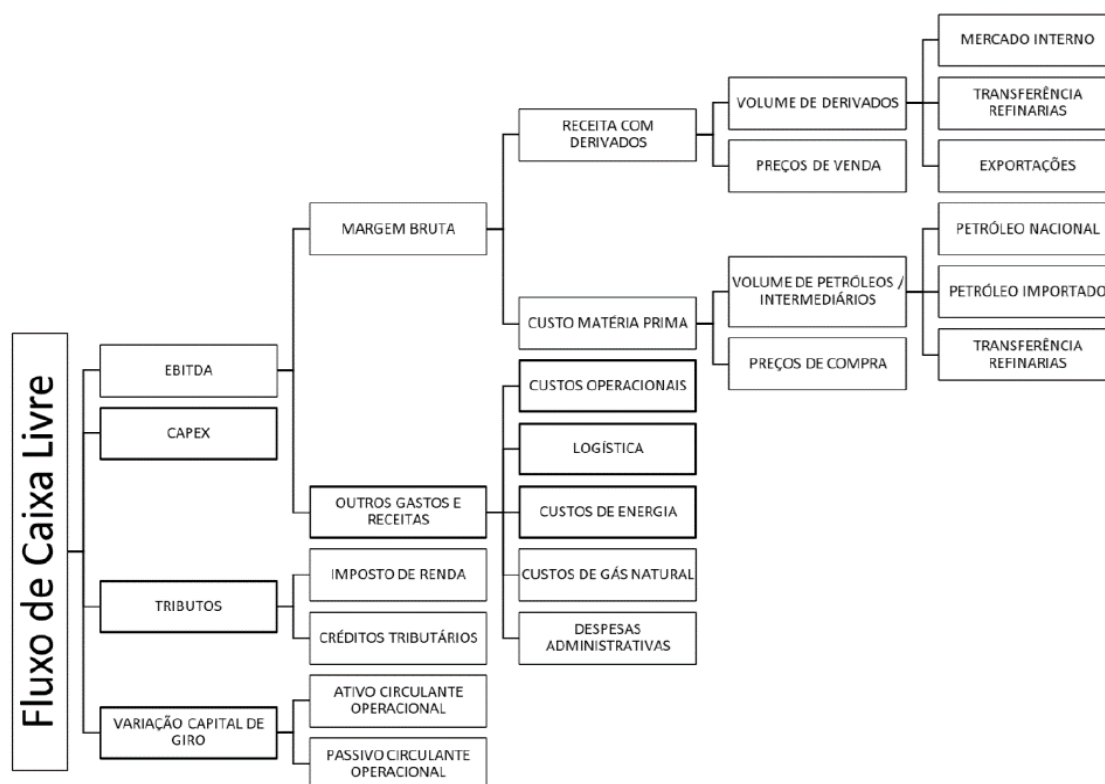
Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Estrutura do Modelo

O esquemático resumido utilizado para a estimativa do fluxo de caixa livre está representado na Figura a seguir:

Figura - Esquemático simplificado utilizado para estimativa do fluxo de caixa livre.



Fonte: DESEMPENHO/AEGV/AEAD, reproduzido do RIAEF do cluster RLAM.

Alterações do RIPAEF para o RIAEF

As principais alterações foram originadas pela atualização do Plano Estratégico da Petrobras. No RIPAEF, os casos apresentados e as premissas corporativas eram relativas ao PE 19-23, vigentes na época. Para o RIAEF, são utilizadas premissas corporativas do PE 21-25, para os cenários Resiliência e Base, e do PE 20-24, para o cenário Crescimento.

Fonte das Premissas

As premissas consideradas no *valuation* podem ser observadas no Quadro a seguir, com fonte e data de acesso.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Data Base e Fator de Desconto

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Mercado Brasileiro do PE 21-25

Segundo informado no relatório, o mercado nacional de derivados é um dado de entrada no PLANINV. Foram realizadas diversas análises, dentre as quais se destacam de forma ilustrativa as projeções para o mercado de diesel e gasolina no Brasil.

O Gráfico a seguir apresenta a projeção para o mercado total de diesel fóssil nos cenários Resiliência e Base. Destaca-se a queda acentuada no mercado do cenário Resiliência, que jamais volta a atingir os patamares de 2019: *Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.*

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

O Gráfico a seguir apresenta a evolução do mercado de gasolina A, partindo de 2016, nos cenários Base e Resiliência.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Volumes

Foram consideradas, como receitas da refinaria, as saídas de derivados de produção própria, sejam de produto final ou intermediário. Os derivados recebidos pela refinaria para mistura e/ou reprocessamento são contabilizados como custos para a refinaria.

A Figura a seguir apresenta o volume de petróleo processado na RLAM, bem como sua produção de derivados. São apresentados os dados históricos de 2015 a 2020 e a projeção do PLANINV de 2021 em diante.

É observada uma redução no nível de refino de 2015 a 2019, período em que havia alto prêmio da margem na venda de derivados em relação à paridade importação, com consequente redução no *market share*.

O aumento no nível de refino no ano de 2021 é atribuído ao aumento da produção de óleo combustível e *bunker* visando ao aproveitamento do momento de mudança da especificação do *bunker* no mundo, bem como ao aumento da produção de QAV sendo destinado nos primeiros anos para a exportação, mas logo direcionado integralmente para o mercado interno à medida que ele aumenta ao longo do horizonte.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Na RLAM, o mix de produtos apresenta pouca variação ao longo de todo período projetivo. Destaca-se, porém, o salto de produção de QAV, óleo combustível e *bunker* entre o histórico e a previsão, em detrimento da produção de diesel ATE, nafta e gasolina. A consolidação do cenário IMO (regras mais restritas para o limite máximo do teor de enxofre nos combustíveis marítimos, conforme regulamentação da Organização Marítima Internacional – IMO) em 2021, iniciado no ano anterior, continuaria incentivando a produção e exportação de óleo combustível e *bunker* (produtos escuros) com baixo teor de enxofre, vocação da RLAM.

Há também indicação de transferência de resíduo atmosférico da RPCC para a RLAM. Esta corrente é destinada principalmente como carga da unidade de Craqueamento Catalítico Fluido (FCC).

Margem dos Derivados

a. Preços de Venda dos Derivados

Os preços de venda dos derivados no mercado nacional utilizados foram alimentados nas bases de planejamento do PLANINV e seguem a Política Oficial de Preços.

Os cenários Crescimento do PE 20-24 e Resiliência do PE 21-25 apresentam modificações com relação à manutenção da prática de preços de paridade de importação para os derivados.

Para o cenário Crescimento, o elevado nível de preços do petróleo aumenta o risco de haver desalinhamento de preços para o referencial internacional, por existir maior incentivo para uma tentativa de não repasse imediata dos aumentos dos preços no mercado internacional para o mercado doméstico. *Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.*

Já no caso do cenário Resiliência do PE 21-25, o desalinhamento entre os preços no mercado doméstico do diesel e gasolina e os respectivos PPIs decorre da redução da demanda destes derivados no mercado nacional e indicação de produção para exportação, associada a menor taxa de utilização do refino, que resultam em um ambiente competitivo mais acirrado. *Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.*

Destaca-se que o diferencial de preços no longo prazo é praticamente o mesmo para os cenários Base (PE 21-25) e Crescimento (PE 20-24), tanto para a gasolina quanto para o diesel, enquanto para o cenário Resiliência (PE 21-25) os *spreads* são consideravelmente menores.

Já em relação ao bunker, outro derivado que corresponde a uma parcela considerável das receitas da RLAM, o diferencial do preço do *bunker* no mercado de referência em relação ao Brent passa a ser negativo, em todos os cenários no longo prazo.

As receitas oriundas de exportações, indicadas no PLANINV, estão precificadas pelo valor FOB na refinaria.

Os Gráficos a seguir apresentam a distribuição das receitas de vendas de derivados da RLAM, nos cenários Base e Resiliência:

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Observa-se, nos dois cenários, que os principais derivados na contribuição para as receitas são os mesmos: diesel, *bunker*, gasolina e QAV.

b. Preços de Compra dos Petróleos

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Outros Gastos e Receitas

Foram considerados os custos operacionais, logística, consumo de vapor e energia elétrica, consumo próprio e de gás natural e despesas administrativas.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Depreciação

Os valores de depreciação considerados no relatório foram aqueles que efetivamente afetam o pagamento de imposto de renda e contribuição social, ou seja, a depreciação fiscal. O cômputo da depreciação tem três parcelas: depreciação dos ativos já existentes, depreciação do imobilizado de obras em andamento e depreciação do CAPEX futuro.

Capital de Giro

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

CAPEX

Em linhas gerais, os desembolsos de CAPEX referem-se à continuidade operacional, equipamentos adicionais, investimentos em SMS, paradas programadas e logística, tanto da Transpetro quanto da PB-LOG (Petrobras Logística de Exploração e Produção S.A.).

Premissas Tributárias

As alíquotas de IR e CSLL consideradas na avaliação foram de 25% e 9%, respectivamente. Também foram considerados os ganhos/perdas com o aproveitamento de crédito presumido de ICMS e os valores de créditos de PIS/COFINS a serem recuperados, além do incentivo da SUDENE, que permitem a redução de até 75% do imposto de renda, com vigência prevista até o ano de 2027.

Perpetuidade

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Custos Remanescentes

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Business Enterprise Value (BEV)

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

As estimativas do FCFF (*Free Cash Flow to Firm*) para o cenário Resiliência apresentaram fluxos de caixa negativos no longo prazo, incluindo na perpetuidade, em um cenário de continuidade operacional. Em vista disso, foram desconsiderados os fluxos negativos no longo prazo, sem perpetuar o fluxo positivo imediatamente anterior, visto que isso representaria projeções distintas das apontadas no PE da Petrobras.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

O impacto da perpetuidade no valor do Resultado Operacional (RO) pode ser observado discriminando-se o valor presente do fluxo explícito do valor presente da perpetuidade.

O quadro a seguir apresenta o Resultado Operacional (RO) segregado, nos três cenários corporativos:

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Diferenças entre RIPAEF e RIAEF

As principais alterações do RIPAEF para o RIAEF foram originadas pela atualização do Plano Estratégico da Petrobras. No RIPAEF, os casos apresentados e as premissas corporativas eram relativas ao PE 19-23, vigentes na época. Para o RIAEF, são utilizadas premissas corporativas do PE 21-25, para os cenários Resiliência e Base, e do PE 20-24, para o cenário Crescimento.

BEV com nova TMA aprovada

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Análise Crítica e Sensibilidades

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Dentre as análises, destacam-se a avaliação por múltiplos EV/EBTIDA que conforme consta no relatório, historicamente, as empresas de refino negociam a um EV/EBITDA de pouco mais de 5x e, mais recentemente, os múltiplos variaram em torno de 6,5x

(desde o início da “era do xisto”, os múltiplos se estabilizaram em um nível mais alto, segundo a fonte fonte: *J.P. Morgan – Brazil Refining 101 – Latin America Equity Research*, 21.10.2019).

Foi utilizada uma abordagem por múltiplos para estimar o EV da RLAM, com base nos EBITDAs dos cenários corporativos abordados na avaliação, resumidos no quadro seguir:

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Sinergias e Impactos no Negócio

Foram apresentados as sinergias e os impactos no negócio que foram apontados no Relatório de Estruturação (ou na Estimativa Preliminar de Valor) com as respectivas resoluções sobre os mesmos, relacionados a seguir:

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Equity Value

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Posteriormente à emissão inicial do Relatório de Avaliação Econômico-Financeira, em decorrência da retração na atividade econômica mundial causada pela pandemia do Covid-19, com efeitos significativos e adversos no mercado de petróleo e derivados, que ensejaram a revisão das premissas corporativas dos cenários Resiliência, Base e Crescimento para o PE 2021-2025, aprovadas em 28.04.2020, foram solicitadas, por meio do DIP Portfolio 168/2020, de 29.06.2020, as seguintes análises complementares ao RIAEF do Projeto Phil – Cluster RLAM:

- avaliação dos cenários Base e Resiliência no PE 2020-2024;
- avaliação do cenário Crescimento no PE 2021-2025, em atendimento à determinação do CTE-ID, ATA nº 160.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

7.1. Aderência às Diretrizes para Análise Econômico-Financeira.

As avaliações econômico-financeiras para o Projeto Phil foram realizadas em consonância com a Sistemática da Petrobras e seguiram as orientações previstas nas

“Diretrizes para Análise Econômico-Financeira de Projetos de Desinvestimento e Aquisições - Padrão SINPEP DI-1PBR-00170”.

Foi utilizada a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) e a avaliação na visão vendedor fez uso dos cenários corporativos conforme determinado naquela sistemática, de forma incremental e integrada ao portfólio da companhia.

Também foram realizadas análises de sensibilidade, qualitativas e quantitativas, em relação às principais variáveis impactantes no resultado e respectivas análises de risco quantitativa, bem como estimativas de valor dos ativos, utilizando múltiplos transacionais e/ou de empresas comparáveis.

Ressalva-se que, embora tenha seguido a Sistemática e o Padrão citados, o processo de avaliação econômico-financeira para efeito de recebimento das propostas vinculantes do *cluster* RLAM incorreu em fragilidade descrita em item específico deste relatório.

8. Das Cartas-Convite (*Process Letters*) e disponibilização de dados a Potenciais Compradores para Elaboração de *Due Diligence*.

Em consonância ao item 6.8 da Sistemática, em 22.11.2019, a Petrobras fez comunicado ao mercado, informando o início da fase vinculante do Projeto Phil. No mesmo dia, foi enviada aos potenciais investidores a *Process Letter*, estabelecendo os procedimentos a serem adotados na fase vinculante. Verificou-se que houve parecer jurídico analisando os citados documentos, bem como mensagens via correio eletrônico comprovando o envio da documentação aos potenciais compradores.

Verificou-se que há na *Process Letter* os elementos necessários para a orientação da elaboração da proposta vinculante, previstos no item 6.8.2 da Sistemática, incluindo orientações relacionadas ao TCC firmado com o CADE. A data inicialmente estabelecida para recebimento das ofertas vinculantes foi 06.03.2020. Houve postergações de prazo para apresentação das propostas vinculantes: uma ocorreu em 23.01.2020, adiando o recebimento para 17.04.2020, e a outra em 19.03.2020, adiando o recebimento para 25.06.2020, mediante adendos às *Process Letters*. As postergações foram justificadas pela Comissão de Alienação em virtude: (i) da complexidade dos ativos, (ii) dos valores potenciais envolvidos na transação em questão, (iii) do volume de solicitações que vinham sendo observadas no Q&A e nos pedidos de *due diligence* complementar na fase vinculante, e (iv) pelo *feedback* recebido dos potenciais compradores, através do assessor financeiro.

Devido às medidas de prevenção à COVID-19, por meio do comunicado de 20.03.2020, a Petrobras informou a postergação do recebimento de ofertas vinculantes nos processos de desinvestimento em refino e seus respectivos ativos logísticos, de forma a assegurar a efetiva realização da *due diligence* por parte dos potenciais compradores. Assim, houve alteração do cronograma previsto para o Projeto Phil, o que acarretou no adiamento das propostas vinculantes. Verificou-se que a data de recebimento das propostas vinculantes do cluster RLAM foi mantida em 25.06.2020, e que as datas para

os demais clusters do Projeto Phil-Fase 1 foram re-escaloadas ao longo do 2º semestre de 2020. Houve o envio de Circulares de Esclarecimento a respeito da extensão do prazo para apresentação das propostas vinculantes, informando a nova data a todos os potenciais compradores que receberam a *Process Letter*.

Verificou-se que houve a emissão de Circulares de Esclarecimento com orientações a respeito da realização de *Management Presentation* e *Site Visit*, bem como sobre a realização da *Due Diligence*. Desde a abertura do *Virtual Data Room* (VDR), em 25.11.2019, as proponentes vinculantes tiveram acesso à documentação pertinente, como dados técnicos, legais, financeiros e societários, bem como Perguntas e Respostas (Q&A), de forma isonômica.

Segundo o DIP PORTFOLIO 182/2020, de 03.07.2020, durante a etapa de proposta vinculante, os participantes classificados tiveram acesso ao *Virtual Data Room* contendo documentação sobre os ativos e facultada a formulação de perguntas, cujas respostas foram publicadas no VDR. Também foi oferecida a empresas a participação individual em *Management Presentations* com equipe gerencial do ativo, da sede da Petrobras e a realização de visitas técnicas às instalações da refinaria e dos terminais associados.

Os requisitos para recebimento de ofertas vinculantes estão descritos no item 6.10.2.1 da Sistemática, transcrito a seguir:

Item 6.10.2.1. A Comissão de Alienação, com apoio do Assessor Financeiro, quando este for contratado, deverá adotar todas as medidas para garantir que o sistema eletrônico adotado para o recebimento das Propostas Vinculantes não identifique previamente o emissor, valores e condições dessas propostas até o evento de abertura das propostas, nem permita o recebimento de propostas em data e horários discrepantes, conforme dispuserem as instruções contidas na Carta-convite ou *Process Letter*.

Para o recebimento das propostas vinculantes do *cluster* RLAM, foi adotada a criação de caixa de correio criptografada, com endereço eletrônico específico. O uso da chave de bandeja é o modelo adotado atualmente para recebimento de propostas em projetos de desinvestimento, e atende aos requisitos dispostos acima, na medida em que o acesso à caixa de correio é concedido mediante solicitação específica de um membro da Comissão para a equipe de TI (Tecnologia de Informação) responsável, e os acessos ao correio geram *logs* eletrônicos rastreáveis.

Visando manter a confidencialidade do conteúdo das ofertas vinculantes, foram estabelecidas na *Process Letter* algumas regras a respeito do envio de correio eletrônico de submissão de tais ofertas, destacando-se (i) que os potenciais interessados deveriam indicar seus respectivos endereços de correio eletrônico a partir dos quais as ofertas seriam submetidas e (ii) que os correios eletrônicos de submissão das ofertas deveriam ser enviadas exclusivamente para o endereço de correio eletrônico específico designado, sem adicionar qualquer outro destinatário. As duas proponentes (Essar e Mubadala) que submeteram propostas vinculantes para o cluster RLAM cumpriram com os requisitos supracitados. A Comissão de Alienação verificou que as propostas atenderam aos requisitos formais previstos na *Process Letter*.

Com base nas análises e testes realizados, verificou-se que houve por parte da Petrobras o atendimento ao item 6.8.4 da Sistemática: “A Comissão de Alienação deve observar a isonomia na disponibilização destes documentos”.

9. Da necessidade de alteração do objeto ou alteração de escopo

A Comissão de Alienação não identificou necessidade de alteração do objeto ou do escopo do projeto de desinvestimento ao longo do processo competitivo, até a aprovação de proposta vinculante (Portão 4 da Sistemática) do *cluster* RLAM, nos termos dos itens 6.8.5 e 6.8.6 da Sistemática:

6.8.5. Caso a Comissão de Alienação identifique, a qualquer momento do Processo Competitivo, necessidade de Alteração do Objeto do Projeto de Desinvestimento, essa 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 1 pela Diretoria Executiva.

6.8.6. Caso a Comissão de Alienação identifique, a qualquer momento do Processo Competitivo, necessidade de Alteração de Escopo do Projeto de Desinvestimento, essa alteração deverá ser aprovada pela Diretoria Executiva, juntamente com o Relatório de Estruturação revisto, para posterior repetição do Processo Competitivo por meio do envio de nova Carta-convite ou *Process Letter* e as demais previsões posteriores previstas nesta Sistemática.

Também não considerou que houve alteração de condição relevante que demandasse repetição de fases do desinvestimento, nos termos do art. 10 do Decreto nº 9.188/17:

Art. 10. Durante o procedimento competitivo de alienação, as eventuais alterações no objeto da alienação demandarão a repetição de todo o procedimento.

Parágrafo único. As alterações de condições relevantes da alienação que ocorrerem posteriormente a cada fase demandarão a repetição desta fase.

Não obstante, face à queda significativa no preço do *Brent* e dos principais derivados observada no 1º semestre de 2020, em decorrência da crise COVID-19, a Petrobras foi questionada a esse respeito, por meio da SA 821876/10-PB-Ref, de 07.05.2020, tendo apresentado respostas e justificativas incorporadas no Anexo VI deste relatório.

Em análise a essas respostas e justificativas, verificou-se que essa ocorrência não se caracterizou, na visão da Petrobras, como hipótese que venha a impedir o cumprimento do projeto de desinvestimento na área de refino, conforme descrito nos itens 7.3 e 7.6 do TCC – Termo de Compromisso de Cessação de Prática firmado com o CADE. Contudo, pode caracterizar o atraso previsto no item 7.6.1 do referido Termo, cabendo à Companhia, nesse caso, informar prontamente ao CADE a ocorrência, conforme previsto no item 7.4 do referido Termo.

A posição da Petrobras de dar continuidade ao desinvestimento em momento de volatilidade, todavia, implicou em risco no que tange à redução do valor de venda (*Equity Value*) inicialmente pretendido, conforme tratado em item específico deste relatório em relação ao caso concreto da RLAM.

10. Do Relatório da Comissão de Alienação sobre as Propostas Vinculantes

A Comissão de Alienação, por meio do DIP Portfolio 182/2020, de 03.07.2020, apresentou relatório à Diretoria Executiva para aprovação do Portão 4 do Projeto Phil – Fase 1, *cluster* RLAM, contendo a análise e classificação das propostas vinculantes para início das negociações por melhores condições para a Petrobras, conforme previsto na Sistemática da Petrobras.

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

Em análise preliminar do Portfolio, somente o Mubadala realizou oferta vinculante dentro da faixa de valoração da Petrobras, tanto no PE 20-24 quanto no PE 21-25 (pós-Covid), bem como na faixa de valoração na visão comprador do Citigroup, conforme resumido a seguir:

Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012.

ANEXO V – DO TERMO DE COMPROMISSO DE CESSAÇÃO DE PRÁTICA – TCC FIRMADO COM O CADE

1. Das Publicações de Preços de Venda de Derivados da Petrobras

Constou como obrigação da Petrobras exposta no item 2.6 do TCC que, da data da assinatura do TCC (11.06.2019) até o *Closing*, a PETROBRAS deverá publicar em seu *site* os preços de venda vigentes de diesel e gasolina por ela comercializados, por polo, como forma de demonstrar a isonomia competitiva aos demais participantes do mercado destes produtos. Nos exames realizados, verificou-se o portal <https://petrobras.com.br/pt/produtos-e-servicos/precos-de-venda-as-distribuidoras/>. Além disso, há preços divulgados pelo site da ANP: <http://www.anp.gov.br/precos-e-defesa-da-concorrenca/precos?view=default>

Foi solicitada a confirmação por parte da Petrobras se o *link* da sua página seria o acesso às publicações dos preços de venda vigentes de diesel e gasolina comercializados pela Petrobras, nos termos exigido pelo item 2.6 do TCC. Bem como que informasse se estes são os preços reais e finais de venda às distribuidoras; por que estão sem tributos e a respeito das diferenças com relação aos preços divulgados pelo site na ANP.

Em resposta, a Petrobras informou que os preços publicados em sua página foram formatados e são atualizados pela Petrobras para atendimento à Resolução ANP nº 795/2019, de 08.07.2019, que dispõe sobre a obrigatoriedade de apresentação de dados de preços relativos à comercialização de derivados de petróleo e biocombustíveis por produtores, importadores e distribuidores. Segundo a Petrobras, nesta página eletrônica são publicados os preços vigentes de venda informados aos clientes, por ponto de entrega e modalidade de venda, sem tributos, para pagamento à vista. Portanto, esses são os preços reais. Por sua vez, para os preços finais são adicionados tributos, observando a legislação vigente, eventuais adicionais ou descontos previstos em contrato, e encargos financeiros, conforme prazo de pagamento.

A Petrobras informou ainda que a página da ANP não publica dados de preços praticados por qualquer agente individualmente e que a Agência divulga os preços médios ponderados semanais praticados pelos produtores (refinarias, centrais petroquímicas e formuladores) e importadores de derivados de petróleo. Os dados da Agência não incluem os valores do ICMS, mas estão incluídas, quando couber, as parcelas relativas a CIDE, PIS e COFINS.

Cabe ressaltar que a citada Resolução da ANP foi elaborada após a assinatura do TCC e que houve questionamento por parte da Associação Brasileira dos Importadores de Combustíveis (ABICOM) junto ao CADE quanto ao cumprimento do item 2.6 do TCC. Em resposta ao CADE (ao Ofício nº 6.765/2019/CGAA4/SGA1/SG/CADE, de 08.10.2019), a Petrobras informou que a citada página da Companhia está em conformidade com os ditames da cláusula 2.6 do instrumento firmado com o CADE e que, no mesmo endereço, são publicados os preços de GLP, QAV, GAV, óleos combustíveis e asfaltos em

atendimento à Resolução ANP nº 795/2019. Em seguida, o CADE decidiu que o questionamento da ABICOM não merece prosperar.

Portanto, há publicações dos preços de venda vigentes de derivados comercializados pela Petrobras, por polo, como forma de demonstrar a isonomia competitiva aos demais participantes do mercado destes produtos em atendimento ao TCC e a Resolução da ANP.

2. Das Condicionantes Antitruste

Segundo o TCC, os potenciais compradores dos ativos do Projeto Phil devem: (i) ter independência do Sistema Petrobras, (ii) possuir recursos financeiros e incentivos para manter e desenvolver os ativos desinvestidos, (iii) atender à restrição de não adquirir em conjunto os seguintes ativos potencialmente concorrentes: RLAM e RNEST; REPAR e REFAP; e REGAP e RLAM.

A respeito dos procedimentos adotados pela Petrobras visando ao atendimento aos itens 4.1 e 4.2 do TCC, a Companhia informou que os documentos do processo de desinvestimento estabeleciam a necessidade de ser observado o termo firmado com o CADE com relação aos critérios financeiros. Desse modo, o *Teaser* previa como critério de elegibilidade para participação no processo do Projeto Phil (Fase 1) que o potencial comprador deve atender aos critérios de elegibilidade:

- a) Empresas do Setor de Óleo e Gás: empresas com receita anual, em 2018, acima de US\$ 3,0 bilhões que possuem e operem ativos de produção, refino, transporte, logística, comércio, trading ou distribuição de petróleo e/ou seus derivados; e
- b) Investidores Financeiros e Outros: investidor ou grupo econômico deve ter pelo menos US\$ 1,0 bilhão em Ativos sob Gestão ou Controle.

Ainda com relação aos itens 4.1 e 4.2 do TCC, o *Teaser* informava que o potencial comprador deve seguir as regras estabelecidas no Termo de Compromisso com o CADE. Isso também constou na *Instruction Letter* e que os compradores potenciais poderiam apresentar uma proposta não-vinculante e vinculante para todos os *Clusters* de Refino, mas que não poderiam comprar simultaneamente os ativos potencialmente concorrentes citados anteriormente. Além disso, na *Process Letter*, documento que convida os participantes para a etapa vinculante, foi previsto que a oferta vinculante deveria ser apresentada junto com a Carta de Declaração Antitruste assinada pelo potencial comprador, na qual se compromete a não integrar o mesmo grupo econômico nas refinarias listadas no TCC.

Neste sentido, constata-se que a Petrobras adotou as medidas necessárias, no âmbito dos documentos do processo competitivo do Projeto Phil, de forma a resguardar o cumprimento dos itens 4.1 e 4.2 do TCC pelos potenciais compradores quanto aos critérios mínimos e requisitos antitruste previstos no Termo de Compromisso firmado com o CADE.

3. Do Trustee de Monitoramento

O Termo de Compromisso firmado entre o CADE e a Petrobras determina que esta deveria contratar um *Trustee* de monitoramento, pessoa física ou jurídica, para realizar as atribuições especificadas na cláusula 5.5 do TCC, que se referem, em geral, ao acompanhamento do projeto de desinvestimento. O procedimento de contratação do *Trustee* de monitoramento deveria ser consumado no prazo de 180 dias corridos contados da assinatura do Termo (11.06.2019), podendo ser concedido prazo adicional, caso a Petrobras apresente pedido fundamentado.

Por ocasião da contratação, o *Trustee* de monitoramento deveria atender aos seguintes requisitos: (a) ser independente do Sistema Petrobras, não possuindo, direta ou indiretamente, participação societária da Companhia ou suas empresas afiliadas; (b) possuir as qualificações necessárias para realizar suas atribuições, especialmente conhecimento da indústria de Óleo & Gás; e (c) não possuir conflito de interesses.

Em 24.06.2019, a Petrobras apresentou ao CADE a proposta de requisitos técnicos objetivos para qualificação dos licitantes aptos a serem contratados para exercer a função de *Trustee* de monitoramento em atendimento ao item 5.3 do TCC. A aprovação pelo CADE da proposta de requisitos ocorreu e foi comunicada à Petrobras pelo meio do Despacho nº 167/2019, de 16.10.2019.

Entre as atribuições do *Trustee* de monitoramento constantes no item 5.5 do TCC, destacam-se as seguintes: i) propor plano de trabalho descrevendo como pretende monitorar o cumprimento das obrigações e compromissos relacionados ao TCC; ii) acompanhar a administração da Petrobras sobre os ativos desinvestidos, com o objetivo de avaliar sua continuada viabilidade econômica e competitividade, e monitorar o cumprimento, pela Petrobras, das condições e obrigações previstas no TCC; iii) acompanhar o andamento do projeto de desinvestimento na área de refino e verificar se os potenciais compradores receberam informações suficientes e corretas relacionadas aos ativos desinvestidos; iv) fornecer ao CADE e à Petrobras relatório trimestral sobre a operação e a gestão dos ativos desinvestidos, de modo que o CADE possa avaliar se o negócio está sendo mantido de maneira consistente com o TCC.

Além disso, cabe ao *Trustee* de monitoramento reportar ao CADE, se concluir, com fundamentos razoáveis, que a Petrobras não está cumprindo o TCC e submeter ao CADE parecer fundamentado quanto ao atendimento ao disposto na cláusula quarta e à viabilidade dos ativos desinvestidos, informando se estes estão sendo alienados de maneira consistente com as condições e obrigações previstas no TCC e monitorar a transferência dos ativos desinvestidos aos compradores.

A Petrobras informou que o *Trustee* de monitoramento foi contratado em 30.04.2020 e que a empresa contratada foi a Kroll Associates Brasil Ltda. Não houve informação por parte da Petrobras a respeito de solicitação de prazo adicional ao CADE. Todavia, em consulta ao Processo SEI 08700.002715/2019-30, que trata do acompanhamento do TCC pelo CADE, parte aberta ao acesso público, o Parecer nº 44/2020/UCD/PFE-CADE-CADE/PGF/AGU, de 07.04.2020, menciona a cláusula 5.1.1 do TCC referente ao prazo de 180 dias para contratação do *Trustee* de monitoramento. O pedido foi classificado como de acesso restrito. Ao final, o parecer opina pelo deferimento do pedido.

Com base nos documentos analisados, constata-se que houve a elaboração do plano de trabalho detalhado pelo *Trustee* de monitoramento contratado e a emissão de relatórios trimestrais encaminhados ao CADE, em atendimento ao item 5.5 do TCC, bem como, até 11.09.2020, não houve descumprimento por parte da Petrobras do Termo de Compromisso.

4. Da ocorrência de fatos impeditivos ou restritivos ao projeto de desinvestimento.

Segundo o item 7.3 do TCC, não serão consideradas como descumprimento às obrigações da Petrobras, as hipóteses abaixo descritas:

- a) Suspensão, anulação ou cancelamento, total ou parcial, do Projeto de Desinvestimento na área de refino em virtude de decisão judicial, arbitral ou administrativa, inclusive em razão de decisão ou recomendação do Tribunal de Contas da União e da Controladoria-Geral da União, entre outros, independentemente da causa;
- b) evento de força maior, assim entendido o evento que esteja fora do controle da Petrobras e que não poderia ser por ela razoavelmente previsto e que afete materialmente a execução das obrigações previstas no Termo de Compromisso, incluindo mas não se limitando a, greves, atos de sabotagem, paradas não previstas para manutenção de unidades dos ativos desinvestidos, fenômenos naturais, disputas de terceiros, alterações legais, desastres ou explosões;
- c) Ausência de interessados nos processos competitivos do Projeto de Desinvestimento na área de refino;
- d) Apresentação de propostas com valores inferiores aos constantes das avaliações econômico-financeiras relativas a cada um dos ativos desinvestidos, desde que realizadas de acordo com os critérios econômico-financeiros adequados;
- e) Não atendimento, integral ou parcialmente, dos requisitos técnicos, jurídicos, financeiros e de *compliance* por parte dos potenciais compradores no âmbito dos processos competitivos do Projeto de Desinvestimento na área de refino;
- f) Não cumprimento ou atraso no cumprimento das condições constantes de contrato de compra e venda por potencial comprador;
- g) Repetição de processo(s) competitivo(s) em razão de modificação de objeto ou de suas fases em razão de alteração de escopo ou repetição da fase de apresentação de propostas vinculantes caso a diferença entre o valor da melhor proposta vinculante e as propostas vinculantes subsequentes seja de até 10% (dez por cento) do valor da melhor proposta;
- h) Suspensão ou dilação do prazo contratualmente estabelecido entre Petrobras e um potencial comprador para a transferência efetiva de cada ativo desinvestido em razão de fato de terceiro ou de autoridade com jurisdição para avaliar a execução do negócio;
- i) Necessidade de reavaliação do modelo de negócio do Projeto de Desinvestimento na área de refino pela Petrobras, desde que fundamentada em estudo técnico

independente, a ser avaliado conjuntamente por Petrobras e CADE com base em critérios técnicos, metodologia e boas práticas aplicáveis.

Neste sentido, a Petrobras se comprometeu a informar prontamente ao CADE e ao *Trustee* de monitoramento (item 7.4 do TCC) a ocorrência de quaisquer das hipóteses descritas acima, demonstrando ao CADE que despendeu os melhores esforços para tentar reverter os fatos impeditivos da continuidade da alienação dos ativos desinvestidos. As etapas e prazos previstos para os processos competitivos (divulgação ao Mercado, assinatura dos contratos de compra e venda e o fechamento das operações) ficariam automaticamente suspensos em razão da ocorrência das hipóteses citadas.

Além disso, caso as circunstâncias que venham a impedir ou atrasar o cumprimento do Projeto de Desinvestimento na área de refino, descritas anteriormente, sejam de natureza transitória e possam ser revertidas, a Petrobras e o CADE negociarão de boa-fé a readequação do Termo de Compromisso, mediante a celebração de Termo Aditivo, de modo a perseguir as finalidades e objetivos consubstanciados no instrumento. No entanto, caso as circunstâncias não sejam de natureza transitória e não possam ser revertidas, o CADE poderá declarar o Termo de Compromisso rescindido, retornando o Inquérito Administrativo ao seu curso regular.

Não obstante, face à queda significativa no preço do *Brent* e dos principais derivados observada no 1º semestre de 2020, em decorrência da crise COVID-19, a Petrobras foi questionada a esse respeito em 07.05.2020, tendo apresentado respostas e justificativas incorporadas no Anexo VI deste relatório. Em análise a essas respostas e justificativas, verificou-se que essa ocorrência não se caracterizou, na visão da Petrobras, como hipótese que venha a impedir o cumprimento do projeto de desinvestimento na área de refino. Contudo, os efeitos da crise podem ocasionar atrasos nas etapas previstas no referido Termo, cabendo à Companhia informar prontamente ao CADE a ocorrência.

Em novo questionamento à Petrobras realizado em 05.08.2020 a respeito da ocorrência de alguma das hipóteses descritas nas alíneas do item 7.3 do TCC, a Companhia informou que, em virtude da pandemia causada pelo Corona vírus (COVID-19), ações imprescindíveis para a execução do cronograma de desinvestimento em refino nos termos previsto no TCC celebrado restaram inviabilizadas. Como por exemplo, a Petrobras citou a continuidade imediata de visitas aos ativos desinvestidos.

A Petrobras ainda acrescentou que os potenciais efeitos da pandemia no cronograma do projeto foram tempestivamente informados ao *Trustee* de monitoramento, em cumprimento à cláusula 7.4 do TCC. Informou que o impacto nos prazos caracteriza a ocorrência prevista no item 7.3 (b) do TCC (evento de força maior, fora do controle da Petrobras e que não poderia ser previsto) de modo que a Companhia enviou petição ao CADE entendendo que a situação configura de natureza transitória e que pode ser revertida. Assim, a petição requer ao CADE a aplicação da cláusula 7.6.1 do TCC por meio da negociação da readequação do cronograma de prazos mediante a celebração de Termo Aditivo, de modo a continuar perseguindo as finalidades e objetivos consubstanciados no Termo de Compromisso.

Cabe observar que no Plano de Trabalho, de 26.05.2020, do *Trustee* de monitoramento, verificou-se que houve menção a reunião realizada entre este contratado e a Petrobras, que informou a solicitação de dilação de prazo da etapa de *Closing* para o 1º semestre de 2021. Segundo consta do plano, as dificuldades resultantes da crise causada pelo COVID-19 tiveram impactos nas conclusões das *Due Diligence* (visitas aos Ativos) e nas necessidades de financiamento dos potenciais compradores.

Segundo a Ata da Quinta Reunião, de 12.06.2020, entre a Petrobras e o *Trustee* de monitoramento contratado, há riscos regulatórios e de mercado que poderiam afetar a viabilidade dos ativos em desinvestimento. Sendo apontados riscos regulatórios quanto à Consulta Pública ANP 001/2020 para revisão da Portaria ANP nº 251/2020, caso aprovada pela Agência, o valor de mercado das refinarias poderá ser afetado negativamente. A norma da ANP estabelece os critérios para o livre acesso, por terceiros interessados, aos terminais aquaviários destinados à movimentação de petróleo e seus derivados, conforme determina o artigo 58 da Lei nº 9.478, de 06.08.1997:

Art. 58. Será facultado a qualquer interessado o uso dos dutos de transporte e dos terminais marítimos existentes ou a serem construídos, com exceção dos terminais de Gás Natural Liquefeito - GNL, mediante remuneração adequada ao titular das instalações ou da capacidade de movimentação de gás natural, nos termos da lei e da regulamentação aplicável.

A alteração impacta diretamente os portos e terminais, públicos e privados, utilizados pelas refinarias, visto que os proprietários destes perderiam o direito de preferência, extinguindo a verticalização da operação, ou teriam uma restrição de até 50% da utilização dos terminais. Com isso, haveria uma perda da possibilidade de atuação integrada como operador o que resultaria em queda da atratividade pela aquisição dos ativos.

A Petrobras apresentou a Petição de dilação de prazo, de 27.07.2020, encaminhada ao CADE, na qual consta que as restrições impostas pelo momento pandêmico vêm impedindo a realização de atividades imprescindíveis para a execução do cronograma ajustado com o CADE, como a conclusão da etapa de *Due Diligence* e a manutenção do valor e da competitividade dos ativos, em conformidade com a cláusula 3.1 do TCC. Acrescentou que o segmento de refino é afetado pela volatilidade das margens de refino (diferenciais entre o preço do petróleo e os preços dos derivados), e que em função da crise de demanda ocorrida durante os meses de março e abril/2020, estas margens foram afetadas. Assim, uma postergação no cronograma dos desinvestimentos visa superar o momento de maior turbulência do mercado e aguardar um cenário onde a Petrobras e demais agentes tenham melhor visibilidade em relação às projeções de preços de petróleo e margens de refino. Por fim, a Petrobras peticiona a revisão do cronograma previsto com a dilação do prazo em um ano, de modo a que o prazo para Assinatura dos Contratos de Compra e Venda ("*Signing*") ocorra até 31.12.2021, e o Fechamento das Operações ("*Closing*") ocorra até 31.12.2022.

De acordo com os exames realizados, a situação da pandemia está prejudicando o cronograma do projeto, poderá afetar o apetite dos potenciais compradores e o acesso a condições de financiamento por parte destes. A Petrobras entende que há incertezas

quanto aos possíveis impactos causados pela pandemia no processo de desinvestimentos, com possibilidade de redução do interesse dos potenciais compradores, devido às consequências negativas em diversos setores da economia e dificuldade de acesso a crédito. Contudo, para a Petrobras o impacto será no curto prazo e que isso não necessariamente se estenderá por todo horizonte de projeção analisado nas avaliações econômico-financeiras realizadas pela Companhia. A posição da Petrobras de ter dado continuidade ao desinvestimento em momento de volatilidade, todavia, implicou em risco no que tange à redução do valor de venda (*Equity Value*) inicialmente pretendido, conforme tratado em item específico deste relatório em relação ao caso concreto da Refinaria RLAM.

ANEXO VI – MANIFESTAÇÕES DA UNIDADE AUDITADA E ANÁLISES DA EQUIPE DE AUDITORIA (SOLICITAÇÃO DE AUDITORIA Nº 821876/10)

Apresenta-se, neste Anexo, questões efetuadas ao longo dos trabalhos e respectivas respostas da Petrobras, que contribuíram para a formação de opinião dos auditores.

Em resposta à Solicitação de Auditoria nº 821876/10-PB-Ref, de 07.05.2020, a Petrobras se manifestou da seguinte forma, em 22.05.2020:

“Fazemos referência à Solicitação de Auditoria nº 821876/10-PB-Ref, por meio da qual a CGU solicita informações sobre o Projeto Phil no trabalho de auditoria de acompanhamento das ações de ‘Desinvestimento em Refinarias’, conforme notificação do Ofício nº 2895/2020/CGEP/DAE/SFC/CGU. Nesse sentido, apresentamos resposta de Gestão de Portfólio aos itens (...) e 3 da Solicitação de Auditoria em epígrafe.

‘Questão 3. Considerando o Decreto nº 9.188/2017, de 1º.11.2017, que estabelece regras de governança, transparência e boas práticas de mercado para a adoção de regime especial de desinvestimento de ativos pelas sociedades de economia mista federais, solicita-se informar se houve alterações no objeto da alienação ou de condições relevantes que demandaram ou demandarão a repetição de todo o procedimento e/ou fase(s) do desinvestimento dos ativos das refinarias (art. 10), face às seguintes ocorrências (segue demonstrativo de inflexão de queda no preço do Brent e da variação do diferencial de preços dos principais derivados no Brasil no primeiro semestre de 2020)’

Resposta: O Decreto nº 9.188/17 e a Sistemática de Desinvestimentos possuem previsões específicas sobre o que é considerado objeto e o que é escopo do projeto de desinvestimento. Quanto ao objeto do projeto, o Decreto dispõe o seguinte: ‘Art. 9º - O objeto da alienação será definido de forma clara no documento de solicitação de propostas preliminares e no documento de solicitação de propostas firmes.’

A Sistemática traz a seguinte definição de objeto:

1.6.43. Objeto do Projeto de Desinvestimento – 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.

Assim, veja-se que, de acordo com a previsão do decreto e da Sistemática, o objeto do projeto é aquele devidamente delimitado, com indicação do nome do ativo a ser alienado, definido de forma clara no documento de solicitação de propostas preliminares e no documento de solicitação de propostas firmes. No caso do Projeto Phil, o objeto é a alienação total de participação nas sociedades que deterão o ativo refinaria e os ativos logísticos associados. Com base no exposto, pode-se perceber que a alteração no preço do Brent, ainda que sua queda impacte o que foi estabelecido nos três cenários corporativos, não acarreta a alteração do objeto do projeto de desinvestimento, pois o conjunto de ativos alienados permanece o mesmo, sem qualquer alteração.

Passaremos agora à análise se uma queda no Brent poderia acarretar eventual alteração de condição relevante do projeto, tal como previsto no art. 10 do Decreto nº 9.188/17. O mencionado artigo prevê que:

Art. 10. Durante o procedimento competitivo de alienação, as eventuais alterações no objeto da alienação demandarão a repetição de todo o procedimento.

Parágrafo único. As alterações de condições relevantes da alienação que ocorrerem posteriormente a cada fase demandarão a repetição desta fase.

A Sistemática de Desinvestimentos, que é o documento interno da Petrobras que regulamenta o programa de desinvestimentos da Petrobras, como autoriza o art. 3º do mencionado Decreto, também traz previsão específica sobre alteração de escopo do projeto de desinvestimento, a saber:

1.6.6. Alteração de Escopo do Projeto de Desinvestimento: 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.

A consequência, quando há alteração de escopo, é a repetição da fase em que o projeto se encontra. Ou seja, quando o projeto já está na fase de recebimento de propostas vinculantes e há alteração de escopo, a carta-convite deve ser enviada novamente. Veja-se os termos da Sistemática:

6.8.6. Caso a Comissão de Alienação identifique, a qualquer momento do Processo Competitivo, necessidade de Alteração de Escopo do Projeto de Desinvestimento, essa alteração deverá ser aprovada pela Diretoria Executiva, juntamente com o Relatório de Estruturação revisto, para posterior repetição do Processo Competitivo por meio do envio de nova Carta-convite ou *Process Letter* e as demais previsões posteriores previstas nesta Sistemática.

Pela leitura da Sistemática, pode-se perceber que a alteração do escopo do projeto ocorre quando condições relevantes da estrutura do projeto são alteradas, tais como: alteração no percentual da empresa a ser alienado, inclusão de ativos não significativos, celebração de novos contratos acessórios, etc.

Ou seja, há alteração de escopo quando são realizadas modificações em condições relevantes na estruturação do projeto e que, caso não haja repetição de fase, poderia causar prejuízos aos potenciais interessados ou à Petrobras. Isso porque, no momento da apresentação da proposta, os potenciais interessados não puderam avaliar corretamente o ativo considerando aquela condição da qual não tinham conhecimento.

Mais uma vez não é o caso na presente hipótese. A alteração no preço do Brent não impacta em alterações de condições na estrutura do projeto, pois o percentual a ser alienado permanece o mesmo, não houve inclusão de ativos não significativos e nem mesmo houve celebração de novos contratos acessórios antes não considerados, tendo as condições relevantes do projeto permanecido as mesmas.

Dito isso, conclui-se que a evolução do preço do Brent, saindo das faixas de preço consideradas nos três cenários corporativos da avaliação econômico-financeira, bem como o fato dos preços dos principais derivados no Brasil em relação ao Brent não ter saído das faixas de preço consideradas nos três cenários corporativos da avaliação econômico-financeira, não se enquadram como hipóteses de alteração de objeto e nem de escopo, nos termos do art. 10 do Decreto nº 9.188/17.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

A Petrobras argumenta que a queda no preço do *Brent* e dos principais derivados observada no primeiro semestre de 2020 não caracteriza alteração de objeto, de escopo, nem de condição relevante do projeto de desinvestimento do refino, nos termos estabelecidos no Decreto nº 9.188/17 e na sua própria Sistemática de

Desinvestimentos, e portanto não constitui motivo para repetição de procedimentos. Ou seja, considera que a queda de patamar do *Brent*, devido à crise COVID-19, não se caracterizou como hipótese que venha a impedir o cumprimento do projeto de desinvestimento na área de refino, conforme descrito nos itens 7.3 e 7.6 do TCC – Termo de Compromisso de Cessação de Prática firmado com o CADE. Contudo, pode caracterizar o atraso previsto no item 7.6.1 do referido Termo, cabendo à Companhia, nesse caso, informar prontamente ao CADE a ocorrência, conforme previsto no item 7.4 do referido Termo. A posição da Petrobras de ter dado continuidade ao desinvestimento em momento de volatilidade, todavia, implicou em risco no que tange à redução do valor de venda (*Equity Value*) inicialmente pretendido, conforme tratado em item específico deste relatório em relação ao caso concreto da RLAM.

ANEXO VII – MANIFESTAÇÕES DA UNIDADE AUDITADA E ANÁLISES DA EQUIPE DE AUDITORIA (SOLICITAÇÃO DE AUDITORIA N° 821876/11)

Apresenta-se, neste Anexo, questões efetuadas ao longo dos trabalhos e respectivas respostas da Petrobras, que contribuíram para a formação de opinião dos auditores.

RESPOSTA À SA N° 821876/11, ITEM 1.1.1.

Em resposta à Solicitação de Auditoria n° 821876/11-PB-Ref, de 16.06.2020, a Petrobras se manifestou da seguinte forma, em 15.07.2020:

“Fazemos referência à Solicitação de Auditoria n° 821876/11-PB-Ref, por meio da qual a CGU solicita informações sobre o Projeto Phil no trabalho de auditoria de acompanhamento das ações de ‘Desinvestimento em Refinarias’, conforme notificação do Ofício nº 2895/2020/CGEP/DAE/SFC/CGU.

Nesse sentido, apresentamos resposta das áreas Gestão de Portfólio, Estratégia, Desempenho Empresarial e INP – Integração de Negócios e Participações para os diversos itens da Solicitação de Auditoria em epígrafe:

‘Questão 1.1. Com o novo patamar do Brent, a Petrobras considerou que os seus ativos sofreram redução de valor, devido às expectativas de fluxo de caixa futuro terem se reduzido. Isso ocasionou o maior *impairment* da história da Companhia (cabe notar que até o momento não foi acompanhada, em magnitude, ao porventura feito pelos seus pares mundiais, o que pode acarretar questionamentos sobre a real comprovação de que os ativos não serão mais capazes de recuperar seu valor, condição para o *impairment*). Ou seja, a Petrobras assumiu, com efeitos contábeis financeiros, que seus ativos de exploração e produção decresceram muito em rentabilidade e retorno. Ao mesmo tempo, foi ventilado ao mercado que as refinarias não sofreram essa redução em seu valor, fato a ser confirmado com o RIAEF. Portanto, as premissas de estratégia, no sentido de que os ativos de refino proporcionavam retorno sobre o capital investido muito inferior para a Companhia que os ativos de exploração e produção, podem ter deixado de ser válidas, o que fragiliza uma das justificativas para o desinvestimento. Ou seja, a Petrobras poderia estar se desfazendo de ativos possivelmente tão resilientes e rentáveis quanto os de produção, caso esse cenário de queda no Brent não se reverta. E registra-se que a não-reversão foi assumida, com a implementação do *impairment*. Desta forma, questiona-se:

1.1.1. A queda dessa premissa dos retornos dos ativos não constitui uma alteração de condição relevante que acarreta revisão no PE e no PNG e assim, revisão do cenário de desinvestimento no refino?’

Resposta da Estratégia:

Inicialmente, cumpre esclarecer que a crise tornou mais desafiador o cenário prospectivo para os dois principais segmentos de negócios da Petrobras, quais sejam, o refino e a exploração e produção de óleo e gás. Além disso, cabe informar que a crise não trouxe alteração significativa na percepção de valor entre os segmentos e não modificou as diretrizes regulatórias de longo prazo para a indústria no Brasil, contudo, ressaltou a importância da desalavancagem, e colocou em evidência os clamores sociais pela transição energética (durante a crise houve forte redução de emissão de gases do efeito estufa).

Assim, em relação à estratégia adotada pela Petrobras de promover o desinvestimento de parte do parque de refino permanece, de forma a: (i) auxiliar na desalavancagem; (ii) buscar a adequação regulatória (TCC); (iii) viabilizar melhor alocação de capital, em especial nos investimentos relativos ao pré-sal, considerando o valor que o petróleo ainda possui no mercado e a vantagem comparativa da Petrobras no seguimento de exploração e produção em água profunda e ultraprofunda.

Ademais, cabe destacar que o *impairment* – ajuste contábil decorrente de um teste de imparidade, cujo resultado é a diferença entre o valor recuperável do ativo no presente e o seu valor contábil (registrado a custo histórico) - está relacionado a avaliação de recuperabilidade dos ativos, tendo a companhia verificado que alguns investimentos realizados – que formaram o ativo imobilizado – estavam superdimensionados. Ressalta-se que o *impairment* não gera efeito no caixa da companhia, trata-se apenas de uma correção contábil. Também não se trata de uma operação irreversível, uma vez que, nas avaliações seguintes, a depender do resultado, tal provisão pode ser revertida.

O teste de *impairment* é uma prática contábil internacional. E a Petrobras, apesar de ter sido pioneira na reclassificação de ativos diante da crise, não foi a única petroleira a fazê-lo. No dia 15/06/2020 a BP indicou perdas por *impairment* e reclassificações entre US\$13 a 17,5 bilhões no segundo trimestre. Em 30/06/2020 a Shell anunciou revisão de suas premissas, especialmente de preço, e uma provisão para perda por *impairment* esperada da ordem de US\$ 15 a US\$ 22 bilhões no segundo trimestre de 2020.

Considerações gerais

Durante o primeiro trimestre de 2020, ocorreram dois eventos com efeitos significativos e adversos no mercado de petróleo e derivados: (i) deflagração da pandemia COVID-19, com redução abrupta na circulação de pessoas, provocando um choque duplo de oferta e de demanda com retração na atividade mundial e (ii) fracasso nas negociações entre membros Organização dos Países Exportadores de Petróleo e demais produtores, liderados pela Rússia, para uma definição das cotas de produção, o que contribuiu para o aumento da oferta global de petróleo e a redução no preço no início de março.

A COVID-19 impactou severamente a economia global. O preço do petróleo e dos seus derivados, e as expectativas para o crescimento da economia mundial vêm mostrando declínio consistente. Com os impactos econômicos, a demanda global por derivados foi muito afetada no curto prazo, com uma queda em torno de 25 milhões de barris por dia (bpd) durante o período de restrição de circulação.

A atual crise de oferta e demanda está elevando o nível de estoque de combustíveis em patamares próximos aos limites da capacidade de armazenamento global. Esse acontecimento é único na história do setor de Óleo e Gás. O valor internacional da margem da gasolina (*crack spread*), por exemplo, chegou a atingir valores negativos. Isso significa que o refino não está mais reduzindo o risco de portfólio de uma empresa integrada como se observou no passado.

Ao mesmo tempo em que a margem internacional da gasolina atinge valores negativos, também observamos o *Brent* em patamares extremamente baixos. Assim, particularmente para essa crise, a integração, neste momento, não teria papel significativo na redução dos prejuízos auferidos pela queda do *Brent*.

Esses eventos levaram a companhia a adotar uma série de medidas visando à preservação da geração de caixa, a fim de reforçar sua solidez financeira e resiliência dos seus negócios, bem como a revisar, e aprovar em Conselho de Administração, algumas de suas premissas-chave de seu Planejamento Estratégico, tais como preço do *Brent*, taxa de câmbio, *spreads* de derivados, dentre outras.

Em especial, para o preço de óleo *Brent*, o Plano Estratégico (PE) 2020-2024, aprovado antes da crise, tinha como premissa o preço médio em termos reais de US\$ 65/bbl ao longo dos anos. Os eventos citados levaram à aprovação pela Alta Administração da Petrobras, em abril/2020, de uma revisão das projeções de *Brent*, para os patamares exibidos na Tabela 1.

Tabela 1 – Premissa de Preço de Óleo *Brent* – Pós COVID-19

US Dólar por barril (US\$/bbl)	2020	2021	2022	2023	2024	Longo Prazo
<i>Brent</i> Médio em termos reais	25	30	35	40	45	50

A companhia alterou seu conjunto de premissas de planejamento, pois considera, dentre outros fatores, que haverá uma lenta recuperação da demanda, com uma moderada mudança de hábitos em economias desenvolvidas, no qual acredita-se que o equilíbrio de longo prazo se dê em um patamar de demanda menor. Essa avaliação considera que:

- Haverá uma mudança estrutural na economia mundial, pois são esperados efeitos permanentes do choque provocado pela crise atual sobre a economia, bem como ocorrerá uma mudança de hábitos dos consumidores, já observados nos dias atuais, que tende a ser perene.
- O elevado nível de estoque de petróleo mundial, que retardará o reequilíbrio do balanço de oferta e demanda;
- As indústrias consumidoras de petróleo, dadas as mudanças atuais, não manterão as demandas projetadas, no período pré-crise, para o longo prazo, diminuindo os patamares de consumo.

A Petrobras se moveu rapidamente para revisar suas premissas de planejamento. Empresas que se movem mais rapidamente em respostas às mudanças têm maiores chances de criar valor. Após as respostas da Petrobras, observaram-se movimentos semelhantes em outras empresas do setor (revisão de premissas e redução de investimentos), como os exemplos da BP e Shell, mencionados anteriormente.

Nesse sentido, a escolha de venda de alguns ativos de refino está ancorada nos seguintes motivadores: gestão ativa de portfólio com busca de melhor alocação de capital; necessidade de geração de recursos para a redução do nível de alavancagem da empresa; e a orientação de órgãos reguladores que visam promover uma dinâmica competitiva de preços.

A Petrobras vem fazendo diversas escolhas ancoradas em uma gestão ativa de portfólio. Em 2019, por exemplo, foram investidos US\$ 27 bilhões, parte desse investimento foi utilizado para adquirir blocos ofertados pela Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis - ANP, com destaque para o campo de Búzios. Ao mesmo tempo, foram pagos US\$ 24 bilhões da dívida, movimento fundamental para enfrentar a recente queda dos preços. Esses desembolsos – investimentos e pagamento de dívida – não seriam possíveis se fosse utilizada apenas a geração de caixa dos negócios no período, que foi de US\$ 26 bilhões, inferior aos US\$ 51 bilhões (24+27) necessários. Assim, os desinvestimentos foram essenciais para financiar o investimento e reduzir a exposição da companhia ao capital do sistema financeiro.

Essa é a lógica da gestão ativa de portfólio: retirar ativos de menor retorno e investir em ativos de maior retorno, sobre os quais a Petrobras é dona natural tendo grande expertise e habilidade para mitigar riscos, como é o caso dos ativos do *Upstream*. Essa lógica também baseou o Planejamento Estratégico 2020-2024 da companhia que previa investimentos de US\$ 76 bilhões e redução da dívida bruta para o patamar de US\$ 60 bilhões.

Salienta-se que equilíbrio financeiro é o que determina a resiliência ou a capacidade de sobrevivência de uma empresa. O programa de desinvestimentos é uma necessidade para a Petrobras. Os recursos que serão levantados por meio da gestão ativa de portfólio garantirão a redução da dívida, fazendo com que o montante que hoje vai para o pagamento de juros possa ser liberado para investimentos em segmentos nos quais temos vantagem competitiva e maior rentabilidade.

Um outro aspecto importante está na adequação à questão regulatória. O quase monopólio do refino torna a Petrobras sujeita às pressões contraditórias da sociedade, as quais extrapolam a lógica empresarial. Com relação ao diesel, por exemplo, enquanto os caminhoneiros pressionam por uma redução dos preços, a Associação Brasileira dos Importadores de Combustíveis acusa a empresa de vender derivados a preços baixos demais para expulsar importadores.

Nesse contexto, após diretrizes emitidas pelo Conselho Nacional de Política Energética - CNPE, a Petrobras assinou um termo de compromisso de cessação de Prática (TCC) em 11.06.2019 com o Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE, órgão que tem como missão zelar pela concorrência do mercado, se comprometendo a vender 50% do parque de refino. Nesse TCC, o CADE se comprometeu a suspender um Inquérito Administrativo (nº 08700.006955/2018-22), instaurado em 05 de dezembro de

2018, com o objetivo de averiguar eventual abuso de posição dominante pela Petrobras no mercado de refino no Brasil.

Atualmente, estão em processo de venda oito unidades, que representam, aproximadamente, 50% da capacidade de refino nacional: REFAP, REPAR, RLAM, RNEST, REGAP, REMAN, LUBNOR e SIX; todas com a respectiva logística associada. Estes ativos foram escolhidos em função da decisão estratégica de concentrar as operações de refino no sudeste brasileiro, posicionamento consistente com o crescimento e priorização das atividades de exploração e produção no pré-sal nas bacias de Campos e Santos e com a integração logística das refinarias de São Paulo e do Rio de Janeiro.

A decisão empresarial para o segmento de Refino foi de manter no portfólio da Petrobras as refinarias com significativa geração de valor, e otimizar suas operações e logística, focando as suas atividades na Região Sudeste do país, que concentra o maior mercado consumidor. Não obstante à mudança, a Petrobras continuará a ser líder no segmento de refino no país e a maior companhia integrada no Brasil.

Deste modo, a estratégia da Petrobras de vender alguns ativos de refino está mantida e é motivada pela necessidade de reduzir o alto endividamento da empresa, aproveitar as oportunidades nas quais a Petrobras possui vantagem competitiva e reduzir os custos de ser monopolista no setor de refino. Os desinvestimentos em refino abrirão caminho para uma Petrobras mais sustentável, atuando com sucesso em um ambiente competitivo.

Portanto, o programa de desinvestimentos permanece inalterado, embora alguns processos possam sofrer ajustes nos cronogramas.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

A Petrobras argui, em suma, que os motivadores estratégicos que suportam o desinvestimento em refino não se alteraram a ponto de ocasionar um recuo na decisão de desinvestir, a qual se mantém, com postergação de prazos inicialmente estabelecidos. Ou seja, considera que a queda de patamar do *Brent*, devido à crise COVID-19, não se caracterizou como hipótese que venha a impedir o cumprimento do projeto de desinvestimento na área de refino, conforme descrito nos itens 7.3 e 7.6 do TCC – Termo de Compromisso de Cessação de Prática firmado com o CADE.

Contudo, pode caracterizar o atraso previsto no item 7.6.1 do referido Termo, cabendo à Companhia, nesse caso, informar prontamente ao CADE a ocorrência, conforme previsto no item 7.4 do referido Termo.

A posição da Petrobras de ter dado continuidade ao desinvestimento em momento de volatilidade, todavia, implicou em risco no que tange à redução do valor de venda (*Equity Value*) inicialmente pretendido, conforme tratado em item específico deste relatório em relação ao caso concreto da RLAM. No que tange ao *impairment* ora implementado pela Companhia, de fato, observa-se que foi seguido, após alguns meses, por algumas de suas principais pares mundiais, o que agrega maior segurança em relação a esse movimento. Observou-se também que o *impairment* ora implementado pela Petrobras incidiu principalmente sobre os ativos de E&P, não tendo impactado os ativos de refino do Projeto Phil-Fase 1.

RESPOSTA À SA N° 821876/11, ITEM 1.1.2.

‘1.1.2. Informar se houve ratificação da decisão estratégica de venda em revisão do PNG, considerando as informações apresentadas, bem como disponibilizar os principais documentos de ratificação.’

“Resposta da Estratégia:

O plano estratégico não deve se alterar substancialmente em relação à estratégia de longo prazo, mas deve sofrer alterações de curto e médio prazo (por exemplo: redução de Capex), incorporando os efeitos desse momento complexo que estamos vivendo, que já refletiu em novos cenários de preços e demanda.

A Alta Administração estuda permanentemente ações que permitam à empresa enfrentar as oscilações de curto prazo. Vale ressaltar que a Diretoria Executiva e o Conselho de Administração apreciaram recentemente (pós-crise) a carteira alvo dos desinvestimentos visando o plano ora em elaboração. Além disso, também recentemente (pós-crise) entrou em curso uma revisão na carteira de investimentos da Petrobras, com participação das áreas corporativas, segmento de negócios e diretoria executiva. Ambos serão formalizados na aprovação do Plano Estratégico (PE) 2021- 2025.

Especificamente sobre a escolha de venda de alguns ativos de refino, vale informar que a estratégia está ancorada nos seguintes motivadores: gestão ativa de portfólio com busca de melhor alocação de capital; necessidade de geração de recursos para a redução do nível de alavancagem da empresa; e a orientação de órgãos reguladores que visam promover uma dinâmica competitiva de preços, conforme explanado na resposta à questão 1.1.1.

É importante ressaltar que o processo de desinvestimento é dividido em várias etapas (portões) de aprovação pela Diretoria Executiva da Petrobras, semelhante aos portões de projetos de investimento. E a cada portão a continuidade daquele projeto é avaliada para a Diretoria Executiva. No caso dos desinvestimentos em refino já foram superadas as seguintes etapas: estruturação do projeto (portão 1); planejamento para ida a mercado (portão 2); e fase não-vinculante (portão 3). Atualmente, o processo se encontra na fase vinculante e, após a seleção da melhor oferta (portão 4), ocorre a etapa de negociação e de aprovações internas. Nesta fase ocorrerão negociações por melhores condições com o potencial comprador e os documentos finais da transação são submetidos às aprovações das instâncias internas para sua assinatura (*signing*). Apenas no *signing* é tomada uma decisão definitiva sobre aquele desinvestimento, com assunção de compromissos firmes na forma de um contrato de compra e venda do ativo. A etapa final é de cumprimento das condições precedentes aplicáveis, como aprovações regulatórias, e fechamento da transação (*closing*).

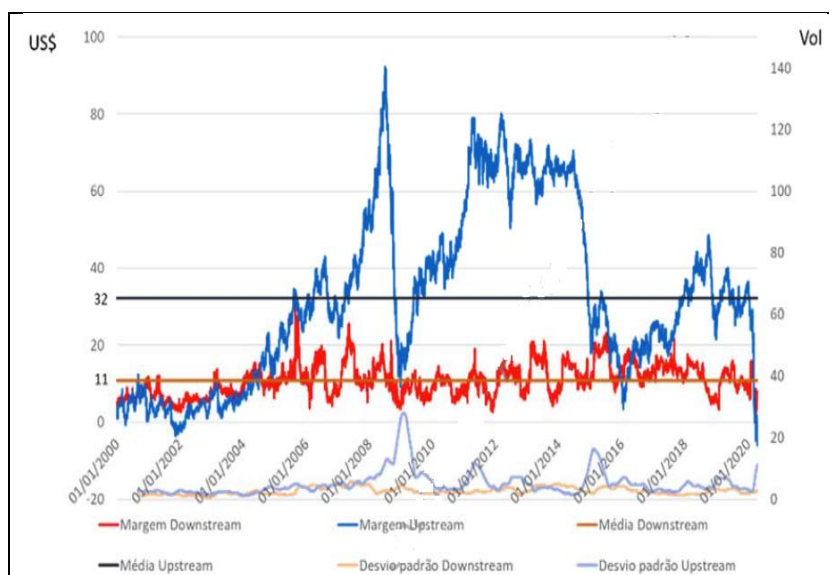
Considerações gerais

Com respeito a fatores intertemporais que não estejam associados a uma crise pontual, a evidência empírica mostra que não existe um nível de integração considerado ideal. A escolha do grau de integração de uma empresa está ligada à sua estratégia corporativa. O processo de definição da estratégia é uma atividade que requer análise de ambiente externo, identificando as ameaças e oportunidades, e análise do ambiente interno, observando as forças e as fraquezas.

A estratégia da Petrobras de vender alguns ativos de refino é motivada pela necessidade de reduzir o alto endividamento da empresa, aproveitar as oportunidades nas quais a Petrobras possui vantagem competitiva e reduzir os custos de ser monopolista no setor de refino.

O grau de integração afeta diretamente a relação risco x retorno. Empresas de óleo e gás mais integradas tendem a ter um retorno mais baixo, enquanto as mais concentradas no *Upstream* tendem a ter maior retorno, porém, assumindo um risco relativamente maior. Isso pode ser visto no gráfico abaixo que apresenta as margens históricas do segmento de *Upstream* em relação às do segmento de *Downstream*.

Gráfico 1 – Margens *Upstream* x *Downstream*.



Fonte: Elaboração própria (da Petrobras), a partir de dados da Bloomberg

Nota: Margem Downstream considera o crack spread 321, ou seja, a diferença entre o preço do derivado de petróleo e o preço do petróleo. Margem Upstream considera o preço do Brent deduzido de estimativas de custos empresariais como participações governamentais, custos de extração, capex e custo de captação do capital. O termo "VOL" indica a volatilidade dos últimos 30 dias de cada uma das margens.

Como se pode observar no gráfico, a margem do *Downstream* possui menor volatilidade quando comparada com a margem do *Upstream*. Porém, o *Upstream* apresenta, ao longo do tempo, oportunidades de ganhos líquidos superiores ao *Downstream*.

Quando se olha para as empresas pares, não há uma regra na indústria de O&G que indique o melhor grau de integração a ser seguido no balanceamento do risco x retorno. Isso varia para cada empresa. A Exxon, por exemplo, possui uma capacidade de *Downstream* (processamento do óleo) duas vezes superior ao seu *Upstream* (produção do óleo). Já a Equinor possui um *Downstream* que absorve apenas um terço da produção de óleo. No caso da Petrobras, se todos os desinvestimentos programados ocorrerem, a empresa migrará, após o ano de 2021, de uma relação que hoje está próximo a um, para uma relação por volta de meio, ou seja, um *Downstream* que absorve metade da produção de óleo próprio.

Um fator que explica a heterogeneidade nas decisões com respeito ao nível de integração é que a relação Risco x Retorno entre *Upstream* e *Downstream* pode variar para cada empresa. O Gráfico 1 apresenta as margens dos setores de *Upstream* e *Downstream*. No caso específico da Petrobras, que possui o monopólio do refino no Brasil, o retorno do *Downstream* (refino) medido pelo retorno sobre o capital empregado (ROCE) atingiu valores extremamente negativos entre 2011 e 2014. Isso pode ser visto no Gráfico 2.

Gráfico 2 – Retorno sobre o capital empregado da Petrobras (ROCE, R\$) – E&P e RTC



Fonte: Elaboração própria (da Petrobras)

De acordo com o gráfico, o segmento de refino ficou durante 4 anos com retorno negativo, atingindo -17% de retorno sobre o capital empregado em 2012. Nessa época, as variações do preço do petróleo não eram repassadas imediatamente para o preço de venda dos derivados do petróleo. Por outro lado, apenas em 2015 o segmento de E&P da Petrobras apresentou um retorno (marginalmente) negativo.

Cumprir destacar que o Refino apresentou elevado retorno nos anos de 2015 e 2016. As altas margens no refino foram sustentadas por três fatores conjunturais: (i) a capacidade de importação de combustíveis no mercado brasileiro era incipiente; (ii) não havia a atual pressão regulatória contra o quase monopólio da Petrobras; e (iii) a Petrobras não divulgava em seu site os preços dos combustíveis por pontos de venda, ou seja, não existia a ampla transparência dos preços praticados regionalmente, o que limitava as legítimas pressões do consumidor final no sentido de haver um repasse mais célere da queda do preço do petróleo para os preços dos derivados, percebidos pelo consumidor final.

Não é esperado que essas margens elevadas se repitam no futuro, uma vez que os fatores de sustentação das margens elevadas não existem mais.

Primeiro, com as altas margens de 2015 e 2016, os importadores conseguiram aprimorar a logística de importação e agora conseguem reagir com muita flexibilidade às variações bruscas na margem do refino. Segundo, com respeito à questão regulatória, eventos como as altas margens de 2015 e 2016 motivaram inquéritos instaurados pelo CADE para verificar a utilização do poder do monopólio da Petrobras. Por fim, o tema preço de derivados ao consumidor final é hoje amplamente debatido, e existe uma cobrança permanente sobre toda a cadeia de suprimento de derivados para que haja o repasse célere das reduções de preço do petróleo para os preços finais de derivados como a gasolina e o diesel.

O retorno sobre o capital empregado na área de Exploração e Produção de petróleo e gás natural, ao longo do tempo, é superior aos demais segmentos da companhia. Embora de maior risco se comparado ao risco associado à atividade de refino, a Petrobras possui *expertise* comprovada (“dona natural”) na atividade de E&P e entendeu a oportunidade de participar do leilão dos volumes adicionais do campo de Búzios como única, por apresentar retornos elevados e risco limitado, se confrontado com a exploração de campos não desenvolvidos.

A estratégia da Petrobras aponta para operar competitivamente nas atividades de refino na região sudeste e ser competitiva no comércio mundial de petróleo e gás. Com o retorno esperado sobre o capital empregado na área de Exploração e Produção superior aos demais setores da companhia, deve-se canalizar mais investimentos para essa categoria de ativos, em especial no pré-sal.

Conclui-se pela meta de redução do endividamento da Petrobras e foco nas atividades de Exploração e Produção (E&P), buscando ser no futuro uma companhia com retorno do capital empregado superior ao custo de capital, posicionada em ativos de classe mundial, com operação focada em óleo e gás natural, avançando na exploração e na produção em águas profundas e ultra profundas, e com um parque de refino eficiente no eixo Rio-São Paulo.

Vale ressaltar que os movimentos de investir e desinvestir são importantes para sustentar o foco da companhia na alocação de investimentos para os projetos com maior previsão de geração de caixa e maximização do retorno ao acionista. A gestão ativa de portfólio é fundamental para o equilíbrio financeiro da Petrobras e permite uma melhor alocação de capital, aumentando a participação em segmentos com maior vantagem competitiva e maior rentabilidade.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

A Petrobras elenca argumentos e informações pertinentes justificando a manutenção da decisão do desinvestimento em refino e, embora não tenha apresentado documento formal de ratificação dessa decisão, tal ratificação está, por ora, implícita na aprovação, por parte da DE, do Portão 4 da Sistemática referente ao desinvestimento da RLAM, em que foram admitidas propostas vinculantes e dado o aval à continuidade do processo referente àquela refinaria. Conforme já posto, tal posição implicou em risco no que tange à redução do valor de venda (*Equity Value*) inicialmente pretendido em relação ao desinvestimento, conforme tratado em item específico deste relatório em relação ao caso concreto da RLAM.

RESPOSTA À SA N° 821876/11, ITEM 1.1.3.

‘1.1.3. Considerando a possibilidade de o mercado se recuperar, o *impairment* realizado pela Petrobras afetaria o preço de venda das refinarias?’

“Resposta de Desempenho Empresarial:

O *impairment* divulgado nesse trimestre foi muito concentrado nos ativos de E&P, não afetando a UGC do refino, que contempla as principais refinarias, com um impacto de cerca de R\$ 200 milhões na SIX, dessa forma, não teria impacto relevante para o processo de desinvestimento.

Cabe complementar que não ter um indicativo de *impairment* não implica em dizer que houve ou não desvalorização de um ativo. O ativo pode se desvalorizar diante das novas projeções, mas enquanto seu valor esperado for superior ao valor contábil, não há indicação de *impairment*.

Esclarecemos que novas premissas foram aprovadas para que se reflita, principalmente no curto prazo, a nova realidade pós-COVID19 e o impacto nas premissas de margens e de mercado. Essa revisão das projeções futuras pode reduzir a percepção de valor da Petrobras para os ativos.

Porém, não é isso que define o preço de venda das refinarias. A Petrobras não informa o valor dos seus ativos em desinvestimento. Os compradores apresentam suas ofertas com base em suas próprias avaliações e a decisão sobre a venda considera, dentre vários aspectos, a comparação das ofertas recebidas com a valoração interna do ativo. Neste sentido, a revisão das projeções considerando os efeitos da crise pode reduzir a faixa de valoração interna do ativo, estimada pela Petrobras nos seus diferentes cenários corporativos. E esta nova faixa será um dos elementos para a avaliação das ofertas, podendo justificar uma alienação a um valor inferior aos patamares de valor observados antes da crise.

Por fim, tendo em vista as incertezas sobre a recuperação ou não do mercado, a prática da Petrobras, alinhada com o mercado, é de utilizar os dados mais atuais disponíveis na realização das avaliações.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

De fato, o *impairment* em tela concentrou-se nos ativos de E&P. Importa ressaltar que a Sistemática de Desinvestimento não prevê o uso dos valores patrimoniais contábeis dos ativos, históricos ou ajustados por *impairment*, para a avaliação econômico-financeira dos mesmos, prevendo somente a sua inserção no relatório de entrada como parâmetro informativo. A realização ou não do *impairment*, portanto, não afeta o valor de venda (*Equity Value*) dos ativos de refino, embora implique em efeitos tributários no resultado da Companhia que escapam aos objetivos da presente auditoria.

RESPOSTA À SA N° 821876/11, ITEM 1.2.

‘1.2. A verticalização da Petrobras (do poço ao posto) sempre serviu como hedge natural para as variações de preços de insumos e produtos, pois se um segmento da cadeia não está dando lucro, o mesmo é compensado por outros segmentos, afetando menos o preço ao consumidor. Ao implementar a estratégia de desinvestimentos nas refinarias, e conseqüente desverticalização, assumiu-se que todos os segmentos que restaram, agora desverticalizados e em outras mãos, terão que dar lucro, o que pode subir muito o preço ao consumidor, principalmente em um cenário de monopólios privados regionais, em que a competição vai ser limitada. Não se viu esse cenário de subida de preços ao consumidor ser analisado nas premissas de estratégia. Caso haja essa subida de preços ao consumidor, existe o risco de intervenção governamental, obrigando a Petrobras a equilibrar oferta em diversas regiões do país?’

“Resposta da Estratégia e da INP:

O posicionamento da Petrobras está alinhado às políticas definidas pelo CNPE e busca cumprir acordo firmado com o CADE. O CNPE é órgão de assessoramento do Presidente da República para formulação de políticas e diretrizes de energia e tem, dentre suas atribuições, definir a estratégia e a política de desenvolvimento econômico e tecnológico da indústria de petróleo, de gás natural, de outros hidrocarbonetos fluidos e de biocombustíveis, bem como da sua cadeia de suprimento (Lei nº 9.478/99, art. 2º, inciso IX).

Em sua Resolução nº 15, de 8 de junho de 2017, o CNPE estabeleceu como diretrizes para o desenvolvimento do mercado de combustíveis o “incremento e diversificação da oferta interna de combustíveis e de derivados de petróleo” (art. 1º, inciso I) assim como o “desenvolvimento de um mercado competitivo nos diversos elos da cadeia, com condições de oferta a preços de mercado para os combustíveis, demais derivados de petróleo e biocombustíveis” (art. 1º, inciso V).

Já a Resolução CNPE nº 9, de 9 de maio de 2019, encampa expressamente em seus considerandos a “recomendação da venda por completo dos ativos constantes no Programa de Parcerias e Desinvestimentos da empresa dominante do segmento de refino [a Petrobras], sem participação societária passiva, na busca de um ambiente concorrencial, conforme estudo elaborado pelo CADE no âmbito do Grupo Técnico de trabalho instituído pela Portaria CADE/ANP nº 4, de 11 de junho de 2018”. Tal Resolução, inclusive, estabelece diretrizes para a promoção da livre concorrência no setor de refino, estabelecendo as seguintes diretrizes para a promoção da livre concorrência na hipótese de desinvestimento:

- I - Alienação concomitante de refinarias e respectivos ativos de infraestrutura necessários para a movimentação de seus insumos e produtos;
- II - Transferência de refinarias potencialmente concorrentes para grupos econômicos distintos;
- III - Transferência de ativos de refino sem a manutenção de participação societária do alienante nesses empreendimentos; e

IV - Transferência de ativos de movimentação de insumos e produtos preferencialmente para grupos econômicos desverticalizados, considerando o mercado relevante, observada a regulação da ANP para o acesso de terceiros”.

Portanto, o mercado brasileiro continuará a ser atendido com a atuação de novas empresas, em linha com a percepção da ANP e do CADE, de maior competitividade ao setor, e com o entendimento do CNPE quanto à alienação das refinarias potencialmente concorrentes para grupos econômicos distintos.

Vale ressaltar que a Petrobras irá manter a sua posição de liderança no segmento de refino brasileiro e irá continuar sendo a principal refinadora do país, utilizando seu parque para maximizar o retorno e otimizar suas operações.

Os produtos derivados de petróleo são commodities e, portanto, são transacionados internacionalmente em larga escala. Desta forma, uma vez que os derivados possuem pouca ou nenhuma diferenciação e são facilmente transportáveis, as companhias distribuidoras comparam os preços dos diversos fornecedores nos diversos locais de fornecimento, e os respectivos custos logísticos associados para escolher a alternativa de suprimento mais econômica para cada uma de suas bases e clientes. Portanto, em que pese cada refinaria possuir uma área de influência “natural” em suas cercanias, não há de se falar em monopólios regionais, nos quais seria possível aumentar preços indiscriminadamente, sem qualquer contestação concorrencial a partir de importação ou de produção de outras refinarias. Outrossim, a introdução de outros agentes refinadores, a partir dos desinvestimentos em curso, contribuirá para a evolução do mercado competitivo para comercialização de derivados no Brasil e redução da probabilidade de eventuais intervenções governamentais para ajuste do mercado.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

Em que pese a Petrobras estar em linha com a percepção da ANP e do CADE, de maior competitividade ao setor, e com o entendimento do CNPE, quanto à alienação das refinarias potencialmente concorrentes para grupos econômicos distintos, e afirmar que não há que se falar em monopólios privados regionais devido à atuação de novas empresas, tal pressuposto se ampara necessariamente em regulação robusta e efetiva, por parte do órgão regulador, a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP), principalmente no que tange à isonomia no uso da infraestrutura logística, que será fundamental para garantir que eventuais flutuações de oferta, devido à desverticalização do refino, possam ser adequada e tempestivamente mitigadas pelos agentes de mercado.

Atualmente, a Petrobras, como monopolista do refino e detentora dos terminais e dutos de suprimento de petróleo e derivados, exerce o papel de coordenadora da produção e distribuição. Em um novo cenário de refino com outros agentes privados, ainda que permanecendo a maior refinadora do país, a Petrobras admite que tal papel não lhe caberá, e indica que tal responsabilidade recairá em grande parte sobre o poder normativo do órgão regulador.

Cabe registrar que a capacidade de aplicação da norma (*law enforcement*) do órgão regulador deveria estar consolidada antes da alienação das refinarias, haja vista que a ANP trabalha com informações que recebe dos agentes de mercado e não dispõe de instrumentos para fazer coordenação operacional de produção e distribuição nem de força normativa para impor que determinado agente importe petróleo, produza derivados, ou atenda demanda de mercado. O ponto principal que se ressalta é exatamente quanto à ausência de um coordenador, o que poderia causar um vácuo no

abastecimento. Em alguns locais, haverá uma estrutura nova com importadores, refinadores e distribuidores privados. Não haverá um ente para avaliar uma possível escassez de um produto e um planejador dos investimentos necessários no médio prazo, o que pode resultar em gargalos ou desabastecimentos pontuais.

Por fim, importa lembrar que a unidade auditada na presente auditoria é a Petrobras, não cabendo, portanto, recomendações dirigidas à Companhia que sejam referentes à alteração na atuação de órgãos reguladores ou de tutela ministerial. Não obstante, verificou-se que, após este questionamento, a Petrobras tratou deste risco regulatório com o CADE, via o *Trustee* de monitoramento contratado em decorrência do TCC.

RESPOSTA À SA N° 821876/11, ITEM 1.2.1.

‘1.2.1. Essa situação será agravada por não dispor mais de seus dutos e terminais, o que pode implicar em prejuízo a ponto de perder todo o ganho com o desinvestimento?’

“Resposta da INP:

A ANP possui poder normativo e regulador para garantir o livre acesso aos terminais e dutos. Assim, na medida que terceiros (novos proprietários) não exerçam sua preferência, a capacidade não utilizada deve ser ofertada ao mercado. Dessa forma, é facultado tanto para a Petrobras como para qualquer outro agente contratar capacidade e movimentar seus produtos.

Em complemento às informações acima, a existência do livre acesso possibilita a obtenção da dinâmica competitiva esperada, reduzindo a possibilidade de abusos de preços e eventuais intervenções governamentais.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

De fato, a ANP possui poder normativo para tanto, a exemplo da Portaria ANP nº 251, de 07.11.2000, que assegura em seu Art. 1º o “...*uso por terceiros, mediante remuneração adequada ao titular, dos terminais aquaviários, existentes ou a serem construídos, autorizados pela ANP...*” detalhando esse uso em seus §1º e §2º. Contudo, pondera-se que, conforme estabelecido nos ditames da citada Portaria, tal uso deverá se dar mediante remuneração adequada. Em caso de inexistência de capacidade de aplicação da norma (*law enforcement*) do órgão regulador, conforme já posto, existe o risco de que, uma vez alienada a infraestrutura logística, essa remuneração possa se tornar inadequada, a ponto de inviabilizar economicamente o uso dos terminais e dutos por terceiros, incluindo a Petrobras que, como estatal, pode ser ver obrigada pelo seu acionista controlador a incorrer em prejuízo para contratar o uso destes mesmos terminais e dutos de modo a suprir eventuais desabastecimentos. Cabe consignar que o ônus desse prejuízo poderá acabar incidindo sobre o acionista controlador, a União, caso decida ressarcir a Companhia.

Dessa forma, transparece como fundamental assegurar o acesso isonômico aos ativos de infraestrutura, sendo pertinente a criação de uma regra firme de transição com datas previstas para a implementação das várias etapas de regulamentação, permitindo que as distribuidoras e outros agentes afetados pelas mudanças possam se adaptar, investir e sobreviver neste novo ambiente de negócios. As regras de acesso deveriam ser

administradas pelo poder público, com uma parte do volume de movimentação e armazenagem sendo segregada de forma exclusiva para negócios “spot”, por exemplo. Neste caso, seria possível a contratação desta parcela de volumes por qualquer interessado. Nas ocasiões em que a soma dos volumes das partes interessadas em movimentação “spot” ultrapasse o volume disponível para este tipo de operação, este deveria, então, ser rateado de maneira equânime e com equilíbrio de preços entre os acessos “spot” e os preços contratados a longo prazo pelo duto ou terminal. Cabe registrar que nesse contexto atua também o MME, através do Programa Abastece Brasil, que busca assegurar, entre outros objetivos, o livre acesso à infraestrutura logística para promover mais competição.

Cumpra novamente assinalar que a unidade auditada na presente auditoria é a Petrobras, não cabendo, portanto, recomendações dirigidas à Companhia que sejam referentes à alteração na atuação de órgãos reguladores ou de tutela ministerial. Não obstante, verificou-se que, após este questionamento, a Petrobras tratou deste risco regulatório com o CADE, via o *Trustee* de monitoramento contratado em decorrência do TCC.

RESPOSTA À SA N° 821876/11, ITEM 1.2.2.

‘1.2.2. Como esse risco pode ser mitigado?’

“Resposta da INP:

A preferência do proprietário em dutos e terminais deve ser preservada pela ANP. Assim, o agente que investiu na construção desse tipo de ativo tem garantia de uso prioritário, incentivando investimentos no setor logístico, porém, possibilitando a existência de uma dinâmica de mercado por meio do livre acesso.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

Ressalta-se que a preferência do proprietário no uso dos dutos e terminais, juntamente com a dinâmica de mercado por meio do livre acesso aos mesmos depende da capacidade de aplicação da norma (*law enforcement*) do órgão regulador, a quem a Petrobras indica que deve caber a mitigação do risco em tela.

Em que pese ser o agente que investiu na construção dos ativos logísticos, a Petrobras não considera, em sua resposta, a possibilidade de, na fase de negociação dos contratos das refinarias e respectivas infraestruturas logísticas com os novos proprietários, prevista para ocorrer entre os Portões 4 e 5 da Sistemática de Desinvestimentos, negociar o uso preferencial dos dutos e terminais, durante um período de transição. Indica que a mitigação do risco em tela deve caber à ANP, mediante implementação de regulação específica que favoreça o agente que investiu na construção dos ativos. Tal proposição faz sentido sob o ponto de vista econômico da Petrobras, porque essa negociação de uso preferencial, ainda que limitada a um período de transição, implicaria possivelmente na assunção de um custo real e imediato, por parte da Petrobras, a ser pago aos novos proprietários, em função de um risco que, além de ainda não consumado, não necessariamente faz parte de suas atribuições como agente de mercado em um contexto com várias empresas.

Cumpra novamente assinalar que a unidade auditada na presente auditoria é a Petrobras, não cabendo, portanto, recomendações dirigidas à Companhia que sejam referentes à alteração na atuação de órgãos reguladores ou de tutela ministerial. Não obstante, verificou-se que, após este questionamento, a Petrobras tratou deste risco regulatório com o CADE, via o *Trustee* de monitoramento contratado em decorrência do TCC.

RESPOSTA À SA N° 821876/11, ITEM 1.2.3.

‘1.2.3. Houve estudos quanto à vantajosidade ou não para a Petrobras no sentido de não incluir tais ativos (dutos e terminais) na venda das refinarias?’

“Resposta da INP:

O atual processo de desinvestimento é uma evolução de discussões estratégicas de reposicionamento da Petrobras no Refino e Logística que ocorrem desde 2015. Diversos modelos de negócios foram avaliados, inclusive a venda isolada de refinarias e ativos logísticos. O modelo atual com refino e logística integrados foi considerado o mais adequado para a Petrobras, pois alinha os incentivos ao longo da cadeia, ampliando o valor dos ativos em desinvestimento e propiciando um ambiente adequado para investimentos futuros nos dois segmentos pelos novos agentes.

Além disso, os ativos logísticos foram estabelecidos ao longo do tempo para o suprimento adequado de petróleo e escoamento dos derivados da Refinaria, portanto a separação destes ativos pode não propiciar a dinâmica de mercado desejada, tende a desvalorizar o negócio em desinvestimento para a Petrobras (o refinador que não tem preferência no acesso aos ativos de logística assume grande risco, tanto de suprimento de petróleo, quanto de escoamento e venda de derivados) e também reduz incentivos ao desenvolvimento do setor pelos novos agentes.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

Depreende-se que os estudos quanto à vantajosidade da venda concomitante desses ativos (dutos e terminais) juntamente com as refinarias se deram conforme exposto no escopo do DIP ESTRATÉGIA 59/2019, e se viram confirmados por orientação oriunda de tutela ministerial, consumada na Resolução CNPE nº 9, de 9 de maio de 2019, no sentido da alienação concomitante dos ativos de refino e de logística associada.

RESPOSTA À SA N° 821876/11, ITEM 1.3.

‘1.3 Os ativos de logística vão ser alienados junto com as refinarias. Para sua valoração, foi considerado que as refinarias capturam o fluxo de caixa dos mesmos, e o valor da refinaria já reflete essa captura. Em um cenário sugerido de valoração, foi proposto que a valoração utilizasse os fluxos de caixa reais desses ativos, disponibilizados pela Transpetro, acrescidos de uma possível receita futura com importação de derivados, que possivelmente vai existir e aumentar para equilibrar oferta. Porém não se identificou se isso foi feito, em princípio, permanecendo a hipótese de que as refinarias já capturam em seu valor o fluxo de caixa gerado pelos ativos de logística. Independente de alteração ou não no valor estimado dos ativos de logística, em função de adotar ou não esse cenário, ao proceder dessa forma, fica implícito que a Petrobras abandonou a ideia de permanecer com os ativos de logística, para tornar o desinvestimento mais atrativo para os potenciais compradores, e com isso incorre no risco de ter que, posteriormente, alugá-los dos novos proprietários. Principalmente no caso em que os preços dos derivados saiam de uma faixa aceitável para o consumo e haja intervenção governamental, a Petrobras não terá mais os seus terminais e dutos nas regiões desinvestidas, e pode se ver obrigada a alugá-los dos novos proprietários para equilibrar oferta nessas regiões, perdendo com isso todo o valor ganho no desinvestimento. Há alguma forma de prevenir essa situação, a ser implementada durante a negociação de contratos?’

“Resposta da INP:

A garantia de segurança do abastecimento de combustíveis deve ser buscada pela ANP, por meio da fiscalização do mercado e dos agentes. Eventuais interferências do governo na Petrobras, obrigando a empresa atender o mercado (a qualquer custo), trará distorções e, certamente, aumentará a percepção de risco dos outros agentes, o que é completamente oposto ao modelo que se pretende com a abertura de mercado, defendido inclusive pelo MME no Programa Abastece Brasil.

A venda dos ativos com logística associada tem o objetivo de garantir ao comprador (proprietário) que ele terá liberdade para programar seus movimentos logísticos (de suprimento de petróleo e retirada de derivados) por meio do exercício do seu direito de proprietário, otimizando assim a produção da refinaria.

Para acesso de terceiros, a ANP deve garantir o mecanismo de livre acesso a dutos e terminais nos momentos em que houver capacidade disponível.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

Verificou-se que, após esse questionamento, para a elaboração do RIAEF da RLAM, a Comissão de Avaliação optou por segregar os fluxos de caixa dos ativos de logística associada (dutos e terminais), de modo a valorá-los de forma separada da refinaria, tornando mais transparente a valoração desses ativos. Quanto ao risco de que os preços de derivados sofram aumento inesperado, ocasionando eventual intervenção governamental com prejuízo para a Petrobras, a Petrobras corrobora o seu posicionamento a respeito, o qual já foi analisado em itens anteriores desse Anexo. Não obstante, verificou-se que, após este questionamento, a Petrobras tratou deste risco regulatório com o CADE, via o *Trustee* de monitoramento contratado em decorrência do TCC.

RESPOSTA À SA N° 821876/11, ITEM 1.4.

‘1.4. Uma das grandes justificativas para o desinvestimento é a necessidade de desalavancagem (D/D+E muito alto, em torno de 50%). Contudo, boa parte do endividamento da Petrobras foi devido a empréstimos para projetos com um longo prazo de maturação, dez anos entre decidir investir no pré-sal e retirar o primeiro óleo. A justificativa vigente é que é fundamental vender ativos para recuperar esse índice. Com o cenário de queda do Brent, a diferença de retorno sobre o capital investido entre os ativos de produção e os de refino diminui. Novamente, isso constitui alteração de condição relevante e demanda revisão da estratégia de desalavancagem?’

“Resposta da Estratégia:

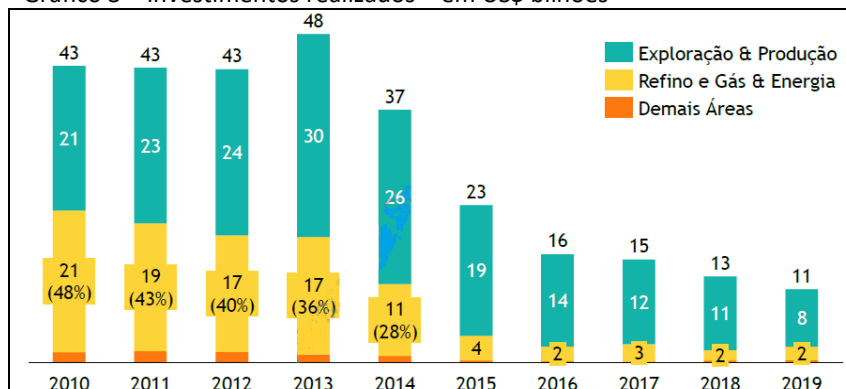
Na crise recente houve queda no preço do Brent e no preço dos derivados, tendo o *crack-spread* da gasolina atingido preços negativos. A título de exemplo, vale citar a revisão de preços prospectivos divulgada pela Shell: redução de 30% na margem de longo prazo no refino. Dessa forma, não é correto afirmar que nessa crise a integração protege a indústria, uma vez que a verdadeira proteção reside em sólidos indicadores financeiros.

É importante apontar que o endividamento da Petrobras, ao longo dos anos, foi causado também pela captação de recursos para investimento em projetos de refino e gás e energia.

Como detentora de quase a totalidade da capacidade de refino instalada no país e praticamente a única agente supridora do mercado brasileiro, a Petrobras fez elevados investimentos sem obter o retorno esperado, além da prática de preços desalinhados ao mercado internacional, o que prejudicou o desempenho econômico e elevou o endividamento.

Como pode ser observado no Gráfico 3, a companhia alocava parte relevante dos recursos de investimentos visando à modernização e ampliação do parque de refino e a integração e expansão dos sistemas de transporte, através de gasodutos e sistemas de distribuição. Entre os anos 2010 e 2014, os investimentos do segmento de refino e gás e energia representaram, de forma cronológica, entre 48% e 28% do total.

Gráfico 3 – Investimentos realizados – em US\$ bilhões



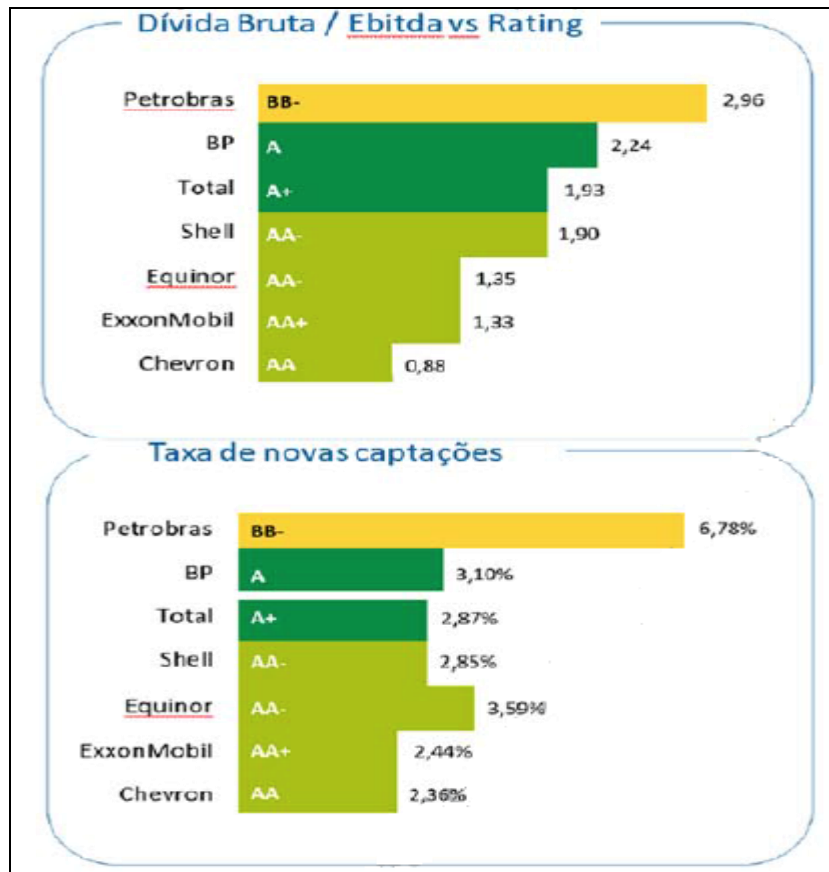
Fonte: Elaboração própria (da Petrobras)

Um componente específico ao caso da Petrobras, que reforça a decisão de vender alguns ativos de refino, é o alto nível de alavancagem da empresa (67% na data no fechamento do 1º trimestre/2020). De fato, a dívida da Petrobras é muito superior a de outras empresas do setor. Isso leva a um alto pagamento de juros da dívida, o que tornam ainda mais desafiadores os momentos de preços baixos de Brent.

Como regra geral, empresas de *commodities* não devem ter dívida elevada já que são mais suscetíveis aos ciclos econômicos.

O Gráfico 4 apresenta a relação entre alavancagem, *Rating* (avaliação da capacidade de pagamento da dívida) e a taxa de novas captações.

Gráfico 4 – Alavancagem, *Rating* e Taxa de novas captações em 2019 – Empresas selecionadas



Fonte: Evaluate Energy e Bloomberg

* Bonds com vencimento em 2026 (Chevron), 2028 (BP), 2029 (Shell, Equinor, Exxon) e 2030 (Petrobras)

Em momentos de crise, o nível de endividamento é que determina a resiliência ou capacidade de sobrevivência de uma empresa, independente do grau de integração. Empresas com alavancagem reduzida sofrem menos durante crises do que empresas integradas, porém, alavancadas. Por exemplo, na atual crise (COVID-19) os preços e os retornos dos dois segmentos apresentaram forte depreciação, uma evidência de que a integração não foi capaz de mitigar o risco de queda nos preços do petróleo. A forte retração na demanda por derivados comprimiu o *crack spread* (diesel e gasolina), que está oscilando ao redor das mínimas históricas, com destaque para o *crack spread* da gasolina que chegou a apresentar valores negativos.

Devido à volatilidade dos preços e das margens, as empresas do setor de O&G deveriam ter baixa alavancagem, perseguir preços de equilíbrio cada vez mais baixos e uma operação eficiente, com preocupação permanente com os seus custos.

No caso de a Petrobras não vender alguns ativos de refino, não será possível reduzir a alavancagem e, ao mesmo tempo, continuar investindo nas grandes oportunidades do pré-sal, onde a empresa possui vantagem competitiva. Por exemplo, em 2019, foram investidos quase US\$ 17 bilhões de bônus de aquisição, com destaque para o leilão excedente da cessão onerosa dos campos de Búzios e Itapu. O investimento elevado não impediu que a dívida fosse amortizada em US\$ 24 bilhões, também em 2019. Esses movimentos refletem a gestão ativa do portfólio Petrobras: o desembolso desses US\$ 41 bilhões (17+24) só foi possível devido aos desinvestimentos realizados (TAG, BR, ativos de produção em terra e águas rasas, entre outros).

Desse modo, é necessário continuar com o processo de gestão ativa do portfólio para reduzir a dívida e para manter os investimentos nos ativos do pré-sal. Esse posicionamento continua válido mesmo em

momentos de crise, pois os ativos do pré-sal são suficientemente competitivos para suportar baixos preços do *Brent*.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

A Petrobras reforça o argumento de que os motivadores estratégicos que suportam o desinvestimento em refino não se alteraram a ponto de ocasionar um recuo na decisão de desinvestir, a qual se mantém, com postergação de prazos inicialmente estabelecidos. Ou seja, considera que a crise recente, com queda no preço do Brent e no preço dos derivados, não se caracterizou como hipótese que venha a impedir o cumprimento do projeto de desinvestimento na área de refino, nos termos dos itens 7.3 e 7.6 do TCC – Termo de Compromisso de Cessação de Prática firmado com o CADE. Contudo, pode caracterizar o atraso previsto no item 7.6.1 do referido Termo, cabendo à Companhia, nesse caso, informar prontamente ao CADE a ocorrência, conforme previsto no item 7.4. A posição da Petrobras de ter dado continuidade ao desinvestimento em momento de volatilidade, todavia, implicou em risco no que tange à redução do valor de venda (*Equity Value*) inicialmente pretendido, conforme tratado em item específico deste relatório em relação ao caso concreto da RLAM.

RESPOSTA À SA Nº 821876/11, ITEM 1.5.

‘1.5. A queda significativa do Brent (esteve em torno de US\$ 20/bbl, hoje se aproxima de US\$ 40) torna a valoração das refinarias mais próxima do cenário denominado Resiliência, em que o valor delas é menor que no cenário Cardume (onde o Brent se mantém em torno de US\$ 65). O Brent, contudo, vem subindo consistentemente. A Petrobras avaliou, neste caso, a possibilidade de aguardar por um momento de menor volatilidade, de modo a ter a possibilidade de obter melhores propostas, e também de diminuir o risco de ter que lidar com propostas muito baixas e ter que suspender ou cancelar o processo de desinvestimento? 1.5.1. E diminuir o risco de ser apontado que a venda se deu em um momento muito pouco propício, prejudicando a Petrobras e a própria desalavancagem pretendida?’

“Resposta de Gestão de Portfólio e Estratégia:

Primeiramente, vale ressaltar que a mera queda do Brent não tem efeito direto no valor das refinarias. O segmento de refino é afetado principalmente pela volatilidade das margens de refino (diferenciais entre o preço do petróleo e os preços dos derivados). De toda forma, em função da crise de demanda ocorrida durante os meses de março e abril/2020, as margens de refino também foram severamente afetadas pelo impacto negativo da pandemia sobre a demanda por derivados. Contudo, espera-se que ocorra um movimento de recuperação em linha com a retomada das economias mundiais. Para o longo prazo, espera-se que as margens de refino retornem a patamares próximos ao que vem sendo considerado nos últimos planejamentos.

Importante observar, ainda, que o valor dos ativos não é dependente apenas da situação de momento dos preços de petróleo e derivados, mas também, e principalmente, da expectativa do comportamento desses preços no longo prazo.

Dito isso, em razão das incertezas trazidas por este novo contexto, a Petrobras decidiu postergar o cronograma de todos os oito processos de desinvestimentos em refino. Inicialmente as ofertas eram esperadas para abril (RLAM), maio (REPAR, REFAP, REMAN, LUBNOR e SIX) e junho (RNEST e REGAP). A revisão visou superar o momento de maior turbulência do mercado e aguardar um cenário onde a Petrobras e demais agentes tivessem melhor visibilidade em relação às projeções de preços de petróleo e margens de refino.

Com relação a esta postergação do cronograma, algumas considerações são necessárias para apresentar o contexto. Após o início da pandemia, o processo de *due diligence* permaneceu ativo: diversas Apresentações Gerenciais e Sessões Técnicas com Especialistas da Petrobras foram conduzidas através de reuniões virtuais, o *data room* virtual seguiu aberto e dúvidas dos compradores seguiram sendo respondidas no procedimento de perguntas e respostas (Q&A). Tudo isso visou manter o engajamento dos potenciais compradores e assegurar a máxima competitividade na fase vinculante. Porém, as Visitas Técnicas, atividade considerada muito relevante para avaliação dos ativos, tiveram que ser suspensas por conta da necessidade de isolamento social e restrições de viagem.

Nos casos das refinarias RLAM e REPAR, as principais etapas da *due diligence* (Apresentações Gerenciais e Visitas Técnicas) foram concluídas para todos os participantes. Então foi avaliada a capacidade de os participantes apresentarem ofertas nesses processos. Tal avaliação foi conduzida pelo Citi, assessor financeiro mandato pela Petrobras para o projeto de venda das refinarias, e levou em conta o impacto financeiro gerado pela crise e necessidade de financiamento de cada uma das empresas participantes.

Nos demais clusters (REFAP, RNEST, REGAP, REMAN, LUBNOR e SIX) ainda não foram concluídas as etapas de Apresentação Gerencial e/ou Visitas Técnicas, e tais atividades não puderam ser concluídas até o momento em função do isolamento social.

Dessa forma, face às limitações impostas pelo contexto de pandemia, a situação de cada processo e dos participantes, foi proposto um escalonamento do cronograma de ofertas vinculantes. A primeira oferta, para a RLAM em 25/06/2020 e a segunda, para REPAR em 13/08/2020, foram definidas em função do processo de *due diligence* mais adiantado, considerando ainda que:

- (i) A maioria dos potenciais interessados se mostraram com o mesmo nível de engajamento e não demonstraram impedimentos para apresentar a proposta vinculante na data proposta;
- (ii) Apesar do preço do Brent ter sido impactado em função do coronavírus em março e abril/2020, esta queda já foi parcialmente revertida em maio e junho/2020 e, além disso, a data base para as ofertas é 01/01/2021, ou seja, o período da crise sequer será considerado numa visão de fluxo de caixa descontado;
- (iii) O processo de análise e diligência dos ativos do Projeto Phil é complexo, demorado e custoso para os potenciais compradores e existe uma dificuldade grande, manifestada por diversos investidores, de manter uma equipe interna e de consultores externos engajada por um longo período de tempo, sem visibilidade de datas para o processo de venda. Assim, não agendar uma data, quando a maior parte dos potenciais interessados estão prontos para oferecer uma proposta (caso mais premente de RLAM e REPAR), poderia causar até mesmo a desistência de participar do processo, o que afetaria um dos principais pilares dos processos de desinvestimento da Petrobras, que é o fomento à competitividade do processo; (evidências disponibilizadas no iDeals)
- (iv) No momento das ofertas vinculantes já existiriam, internamente na Petrobras e também nos agentes de mercado, projeções considerando o cenário pós-pandemia (conforme já dito, o valor dos ativos não é dependente apenas da situação de momento dos preços de petróleo e derivados, mas também e principalmente pela expectativa do comportamento desses preços no longo prazo);
- (v) As ações das companhias globais de refino sofreram um impacto significativo em março e abril/2020 (auge da crise), com quedas de mais de 50% seguidas de uma recuperação para níveis atrativos, em linha com os preços dos ativos antes da pandemia do COVID19;

O escalonamento adotado permitirá à Petrobras avançar com cautela os desinvestimentos, avaliando na prática os impactos para o projeto e, eventualmente, realizar ajustes na estratégia para as demais refinarias. Nesse sentido, importante citar que seguir com processo de desinvestimento e receber ofertas vinculantes não significa que a venda foi efetivada. A Alta Administração avaliará se desinveste, ou não, quando conhecer o valor firme ofertado, que pode ser, ou não, adequado à visão de valor que a Petrobras tem sobre o ativo.

Assim, avançar com o recebimento de ofertas reforça o compromisso da Petrobras com o desinvestimento das refinarias, dando sinalização positiva também para os participantes dos demais

processos, mesmo que estes ainda estejam com as datas de ofertas vinculantes temporariamente suspensas, casos de REFAP, RNEST, REGAP, REMAN, LUBNOR e SIX.

Além disso, importante ressaltar que a indústria do petróleo vive sua maior crise dos últimos 100 anos e os efeitos da crise no mercado, nos preços, na percepção de risco de investidores e, conseqüentemente, na valoração dos ativos, alteram as projeções para o futuro de forma definitiva e não pontual. Este contexto de crise reforça a necessidade das medidas de resiliência da empresa, dentre elas os desinvestimentos, que permitem obtenção de caixa e redução da alavancagem financeira.

Cabe destacar, mais uma vez, que a Petrobras celebrou em 11/06/2019 um Termo de Compromisso de Cessação de Prática para o Mercado de Refino (TCC) com o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) com 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 em curso que investigava suposto abuso de posição dominante da Petrobras no segmento de refino. O TCC estipula que todas as refinarias em desinvestimento devem ter a etapa de *Signing* e *Closing* concluídas, respectivamente, em 2020 e 2021. Este compromisso segue inalterado mesmo com a pandemia. A Petrobras pretende solicitar ao CADE período adicional para a conclusão dos desinvestimentos, visando justamente permitir a adequação do cronograma, como citado anteriormente, sendo essa uma das possibilidades preconizadas no TCC (possibilidade de dilação de prazo justificada de até 1 ano).

Por fim, ressalta-se que a manutenção da Carteira de Desinvestimentos da Petrobras, considerando os desinvestimentos em refino, permanece sendo uma importante alavanca para a resiliência e geração de valor da companhia.

Conforme exposto acima, pode-se afirmar que:

- A Petrobras avaliou os impactos da crise e tomou ações de forma a mitigar os impactos no desenvolvimento dos processos de desinvestimento em refino, com recebimento de ofertas de forma escalonada em um momento de menor volatilidade;
- A Petrobras avaliou a situação dos participantes de cada processo visando manter a máxima competitividade, evitando desistências em função de postergações excessivas;
- A Petrobras manteve os processos de venda, considerando seu Plano Estratégico e Plano de Resiliência, bem como o compromisso assumido com o CADE.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

A Petrobras reforça o argumento de que os motivadores estratégicos que suportam o desinvestimento em refino não se alteraram a ponto de ocasionar um recuo na decisão de desinvestir, a qual se mantém, com postergação de prazos inicialmente estabelecidos, e acrescenta que o adiamento *sine die* do desinvestimento poderia acarretar a desistência de proponentes. Ou seja, considera que a crise recente, com queda no preço do Brent e no preço dos derivados, não se caracterizou como hipótese que venha a impedir o cumprimento do projeto de desinvestimento na área de refino, nos termos dos itens 7.3 e 7.6 do TCC – Termo de Compromisso de Cessação de Prática firmado com o CADE. Contudo, pode caracterizar o atraso previsto no item 7.6.1 do referido Termo, cabendo à Companhia, nesse caso, informar prontamente ao CADE a ocorrência, conforme previsto no item 7.4. A posição da Petrobras de ter dado continuidade ao desinvestimento em momento de volatilidade, todavia, implicou em risco no que tange à redução do valor de venda (*Equity Value*) inicialmente pretendido, conforme tratado em item específico deste relatório em relação ao caso concreto da RLAM.

RESPOSTA À SA Nº 821876/11, ITEM 1.5.2.

‘1.5.2. Considerando a crise e a falta de financiamento bancário para potenciais compradores, a ampliação do adiamento na entrega das propostas vinculantes poderia oportunizar a participação de mais interessados a apresentarem propostas vinculantes?’

“Resposta de Gestão de Portfólio:

O impacto da disponibilidade de crédito no projeto de desinvestimento deve ser avaliado caso a caso, considerando os participantes de cada processo e suas estratégias para financiamento da transação. Diferentes participantes podem ou não depender de crédito para a aquisição e, mesmo os que dependem de crédito, são afetados de forma diferentes.

A Petrobras tem acompanhado a situação dos compradores por meio do Assessor Financeiro, o Citi, que faz contato periodicamente com os potenciais compradores, além de possuir ampla rede de escritórios ao redor do mundo com avaliação da situação do mercado. Estes aspectos analisados foram levados em consideração no replanejamento dos cronogramas do projeto pela Petrobras, que decidiu postergar o cronograma dos oito processos, ou seja, todos tiveram as ofertas vinculantes postergadas ou temporariamente suspensas.

Ademais, conforme exposto no item 1.5, nos casos das refinarias RLAM e REPAR, foram avaliadas, por meio do Citi, a capacidade dos participantes de apresentarem ofertas, incluindo o impacto financeiro gerado pela crise e necessidade de financiamento dessas empresas. Após avaliação chegou-se à conclusão de que este ponto não seria impeditivo para o recebimento de propostas destes *clusters* na data planejada.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

De fato, a postergação de prazos, no caso concreto do desinvestimento da RLAM, não se constituiu em impeditivo para o recebimento de propostas vinculantes para este *cluster*. Importa ressaltar que, nos termos da Sistemática, não é possível aceitar outros proponentes vinculantes, que não os que já tenham sido aprovados para a fase não-vinculante. Portanto a ampliação do adiamento só poderia oportunizar a participação de mais interessados no caso de retorno do desinvestimento a uma fase anterior, no caso, a fase de propostas não-vinculantes. Para tanto, deveria necessariamente estar caracterizada a alteração de escopo ou de objeto do projeto de desinvestimento, nos termos dos itens 6.8.5 e 6.8.6 da Sistemática, o que, de acordo com a Petrobras, não ocorreu até o recebimento das propostas vinculantes para a RLAM (Portão 4 da Sistemática). Porém, na fase subsequente, existe a possibilidade de que a negociação de contratos seja abrangente a ponto de caracterizar alteração de escopo ou de objeto, o que poderia implicar em retorno a uma fase anterior ou solicitação de nova proposta de valor, nos termos do item 6.11.3. Cumpre ainda registrar que a Petrobras poderia aplicar o disposto no seguinte item da Sistemática: “6.10.5.1. A Comissão de Alienação poderá, motivadamente, recomendar e a Diretoria Executiva poderá aprovar a repetição da etapa de propostas vinculantes caso essa repetição seja vantajosa para a Petrobras, podendo, nesse caso, deliberar pela não repetição da Due Diligence”.

RESPOSTA À SA Nº 821876/11, ITEM 1.5.3.

‘1.5.3. E quais seriam as implicações da ampliação do prazo?’

“Resposta de Gestão de Portfólio:

Como falado na resposta 1.5, acima, o processo de análise e diligência dos ativos do Projeto Phil é complexo, demorado e custoso e todos os oito clusters já estão na etapa vinculante, que demanda análises detalhadas para uma operação de M&A. Os potenciais compradores que já engajaram equipes internas e externas na avaliação dos ativos e existe uma dificuldade grande, já manifestada por alguns investidores, de manter esta equipe engajada por um longo período de tempo, sem visibilidade de datas para o processo de venda. Assim, a suspensão ou postergação excessiva do prazo, quando o processo de *due diligence* está concluído e os potenciais interessados estão prontos para oferecer uma proposta, pode causar a desistência de alguns participantes, afetando a competitividade do processo.

A não continuidade dos processos pode ainda comprometer a visão do mercado sobre a capacidade da Petrobras realizar seu plano de desinvestimentos, que é um dos pilares para a solidez financeira da companhia.

Assim, a decisão de manter a data da oferta vinculante da RLAM em 25/jun, e escalonar a data de oferta vinculante das demais refinarias passa uma sinalização positiva na medida que (i) mostra a continuidade do processo, mesmo para aqueles *clusters* que não estão com ofertas agendadas, encorajando os compradores a se manterem engajados e (ii) sinaliza ao mercado a disposição da Petrobras em avançar com os desinvestimentos de forma diligente e cautelosa, levando em consideração os impactos da crise.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

A Petrobras pondera, em sua resposta, a ampliação de prazos face aos riscos de desistência de proponentes e de sinalização negativa quanto à capacidade de realizar o projeto de desinvestimento no refino, e corrobora a posição anteriormente exposta, no sentido da manutenção da decisão de desinvestir. Tal posição de ter dado continuidade ao desinvestimento em momento de volatilidade, todavia, implicou em risco no que tange à redução do valor de venda (*Equity Value*) inicialmente pretendido em relação ao desinvestimento, conforme tratado em item específico deste relatório em relação ao caso concreto da RLAM.

RESPOSTA À SA N° 821876/11, ITEM 2.

‘2. Considerando o risco de haver monopólio regional em função da logística (predominância do modal rodoviário) e infraestrutura existente atualmente no Brasil e a inclusão dos ativos logísticos (dutos e terminais) na venda das refinarias, como a Petrobras espera atender a outros mercados no Brasil (além do Sudeste) e propiciar condições concorrenciais objetivadas pelo Acordo com o CADE e a livre concorrência esperada no mercado nacional?’

“Resposta da Estratégia:

O mercado brasileiro de petróleo e derivados passa por transformações nos últimos anos. De imediato, faz-se necessário afirmar que não é função da Petrobras promover o suprimento do mercado de derivados. Nesse contexto, o mercado brasileiro continuará a ser atendido observando diretrizes da ANP, do CADE e do CNPE.

A Petrobras terá maior foco na geração de valor e uma menor quantidade de ativos de refino, possibilitando que outras empresas atuem e invistam no refino brasileiro. A empresa está focada em ativos de classe mundial no setor de exploração e produção em águas profundas, ativos de refino localizados no sudeste do país, ativos de gás e energia e uma logística eficiente que está possibilitando escoar a produção excedente de petróleo para diversos países do mundo.

Vale ressaltar a diferença entre as responsabilidades de uma empresa de economia mista, como é o caso da Petrobras, das responsabilidades dos órgãos governamentais. A Petrobras tem como objetivo gerar o máximo de valor econômico possível, buscando investir nos melhores ativos disponíveis. Enquanto isso, o governo deve zelar pela cadeia de suprimentos, para que toda a infraestrutura necessária esteja disponível e, assim, garanta as condições para que haja equilíbrio entre demanda e oferta em determinado mercado. Salienta-se que a Petrobras é uma empresa de capital aberto, o que a diferencia de órgãos da administração pública.

Conforme citado na questão 1.2, o posicionamento da Petrobras está alinhado às políticas definidas pelo Conselho Nacional de Política Energética (CNPE) e busca cumprir acordo firmado com o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

A Resolução CNPE nº 9, de 9 de maio de 2019, encampa expressamente em seus considerandos a “recomendação da venda por completo dos ativos constantes no Programa de Parcerias e Desinvestimentos da empresa dominante do segmento de refino [a Petrobras], sem participação societária passiva, na busca de um ambiente concorrencial. Tal Resolução estabelece diretrizes para a promoção da livre concorrência no setor de refino.

Nesse contexto, após diretrizes emitidas pelo CNPE, a Petrobras assinou em junho de 2019 um Termo de Compromisso de Cessação de Prática (TCC) com o CADE, órgão que tem como missão zelar pela concorrência do mercado, se comprometendo a vender 50% do parque de refino.

No desenho do projeto de desinvestimento, duas refinarias vizinhas não podem ser adquiridas pelo mesmo comprador, o que reduz a concentração de mercado nas diversas regiões do país. Assim, estão restritas as aquisições combinadas de RLAM + RNEST, RLAM + REGAP e REFAP + REPAR.

Nessa nova estrutura de mercado, o poder de influência de cada refinaria será limitado pelas importações e pela concorrência das outras refinarias. Assim, apesar de existir poder de mercado local, o mercado brasileiro será menos concentrado, havendo concorrência tanto entre as refinarias brasileiras como entre essas refinarias e os importadores.

Além das importações, a venda de ativos de refino da Petrobras também elevará a competição regional entre as refinarias. Portanto, as conhecidas “franjas de competição” (área de competição entre as refinarias) serão maiores e isso pode levar a maiores investimentos e a uma redução de preço ao consumidor.

As franjas de competição estão associadas ao raio de atuação de cada refinaria. Este último, por sua vez, está relacionado com o aumento de custo logístico conforme o cliente final da refinaria se distancia da sua base operacional. Assim, quanto maior a proximidade com a refinaria, maior é o seu poder de mercado exercido localmente.

Com a venda das refinarias a amplitude desse poder de mercado local tende a ser menor, beneficiando o consumidor através do menor preço resultante da competição entre a Petrobras e as novas empresas de refino.

O monopólio de um determinado setor implica que todo o investimento e o fornecimento do produto seja responsabilidade de apenas uma empresa, gerando um patamar de investimento abaixo do ponto ótimo daquele socialmente desejado e uma exposição excessiva da marca.

Deste modo, o mercado brasileiro continuará a ser atendido por outros *players*, uma vez que os compradores das refinarias continuarão operando os ativos e, portanto, é improvável que ocorram problemas no abastecimento dos Estados. A entrada de outros *players* no mercado de refino contribuirá para consolidação do livre mercado, com concorrência entre os agentes e preços de mercado. Os compradores, assim como a Petrobras, terão liberdade para definir preços de acordo com o mercado e atuarão de forma independente, como já prevê a legislação atual.

Dessa forma, a venda das refinarias pela Petrobras alinha tanto os interesses empresariais quanto interesses sociais, colaborando para o desenvolvimento econômico do país.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

A Petrobras reforça o argumento de estar em linha com a percepção da ANP e do CADE, de maior competitividade ao setor, e com o entendimento do CNPE, quanto à alienação das refinarias potencialmente concorrentes para grupos econômicos distintos, e reafirma que não há que se falar em monopólios privados regionais devido à atuação de novas empresas. Contudo, ressalta-se novamente que tal pressuposto se ampara necessariamente em regulação robusta e efetiva, por parte do órgão regulador, a Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP), principalmente no que tange à isonomia no uso da infraestrutura logística, que será fundamental para garantir que eventuais flutuações de oferta, devido à desverticalização do refino, possam ser adequada e tempestivamente mitigadas pelos agentes de mercado.

Atualmente, a Petrobras, como monopolista do refino e detentora dos terminais e dutos de suprimento de petróleo e derivados, exerce o papel de coordenadora da produção e distribuição. Em um novo cenário de refino com outros agentes privados, ainda que permanecendo a maior refinadora do país, a Petrobras admite que tal papel não lhe caberá, e indica que tal responsabilidade recairá em grande parte sobre o poder normativo do órgão regulador. Cabe registrar que a capacidade de aplicação da norma (*law enforcement*) do órgão regulador deveria estar consolidada antes da alienação das refinarias, haja vista que a ANP trabalha com informações que recebe dos agentes de mercado e não dispõe de instrumentos para fazer coordenação operacional de produção e distribuição nem de força normativa para impor que determinado agente importe petróleo, produza derivados, ou atenda demanda de mercado. O ponto principal que se ressalta é exatamente quanto à ausência de um coordenador, o que poderia causar um vácuo no abastecimento. Em alguns locais, haverá uma estrutura nova com importadores, refinadores e distribuidores privados. Não haverá um ente para avaliar uma possível escassez de um produto e um planejador dos investimentos necessários no médio prazo, o que pode resultar em gargalos ou desabastecimentos pontuais.

Por fim, importa lembrar que a unidade auditada na presente auditoria é a Petrobras, não cabendo, portanto, recomendações dirigidas à Companhia que sejam referentes à alteração na atuação de órgãos reguladores ou de tutela ministerial. Não obstante, verificou-se que, após este questionamento, a Petrobras tratou deste risco regulatório com o CADE, via o *Trustee* de monitoramento contratado em decorrência do TCC.

ANEXO VIII – MANIFESTAÇÕES DA UNIDADE AUDITADA E ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

Apresenta-se, neste Anexo, a resposta da Petrobras ao relatório preliminar, encaminhado por meio dos Ofícios nº 18621/2020/CGEP/DAE/SFC/CGU, em 19.10.2020, e nº 866/2021/CGEP/DAE/SFC/CGU, de 19.01.2021.

Em relação ao primeiro, a Petrobras se manifestou da seguinte forma, em 23.11.2020:

“Em atendimento à solicitação contida no Ofício n.º 18621/2020/GCEP/DAE/SFC/CGU, por meio do qual a Controladoria-Geral da União (CGU) encaminha o Relatório Preliminar de Auditoria de Avaliação e Acompanhamento do Projeto Phil de Desinvestimento em Refinarias (Processo nº 00190.111995/2019-61) para conhecimento e apresentação de esclarecimentos adicionais, bem como solicita agendamento de reunião de busca conjunta de soluções no intuito de discutir os achados de auditoria e as propostas de recomendações, visando à consequente conclusão do Relatório, a Petrobras passa a esclarecer o que segue.

Primeiramente, cabe destacar que as informações e os documentos ora encaminhados estão em um contexto empresarial e, consoante ao que dispõe o artigo 5º, § 1º e 2º, do Decreto Federal nº 7.724/2012, e, artigos 6º, inciso III, e 25 da Lei nº 12.527/2011, requer-se a não divulgação de tais informações e seu não acesso por terceiros.

Como destacado no referido Ofício, em uma próxima etapa será oportunizada à Petrobras manifestação quanto ao sigilo das informações contidas no relatório, momento no qual indicaremos de forma mais detida os fundamentos legais para a manutenção do sigilo das informações e documentos disponibilizados.

Antes de passarmos aos esclarecimentos específicos sobre os pontos trazidos pelo Relatório Preliminar da CGU sobre a metodologia, premissas e cenários corporativos usados na avaliação econômico-financeira da Petrobras, é importante destacar alguns fatores relevantes envolvidos na tomada de decisão sobre um desinvestimento da Companhia.

Conforme divulgado no PE 2020-2024, a gestão de portfólio é um dos pilares para consecução de sua estratégia contribuindo para a redução do ainda alto endividamento da Companhia, permitindo obtenção de melhor custo de capital e uma melhor alocação de capital, investindo em ativos de melhor retorno, como são os ativos de classe mundial em águas profundas e ultra-profundas, nos quais a Companhia detém maior vantagem comparativa.

No tocante ao desinvestimento no segmento de refino, objeto do Projeto Phil, observa-se que a atuação isolada da Petrobras, numa situação de quase monopólio, não traz os melhores resultados para a Companhia. Nessa posição de isolamento, a Petrobras fica, invariavelmente, sujeita às pressões contraditórias da sociedade que extrapolam a lógica empresarial.

Além disso, o Brasil vivencia um contexto regulatório e concorrencial no qual se busca, de forma contundente, a abertura do mercado do refino, fomentando o ingresso de novos players capazes de realizar investimentos, desenvolver o mercado e o ambiente concorrencial. Nesse sentido, cabe citar a Resolução CNPE no 09, de 09/05/2019 e o Termo de Compromisso de Cessação celebrado entre Petrobras e CADE, em 11/06/2019.

Desse modo, além da busca pela redução do endividamento e por uma melhor alocação de capital, a alienação de 50% da capacidade de refino da Petrobras (e logística associada) também propicia uma melhor conformação da atuação da Companhia às expectativas regulatórias e concorrenciais para o segmento de refino.

Com a conclusão exitosa desses desinvestimentos, a Petrobras terá uma atuação mais estratégica no refino, com foco no sudeste brasileiro, posicionamento consistente com a priorização das atividades de exploração e produção no pré-sal nas bacias de Campos e de Santos e com a integração logística das refinarias de São Paulo e do Rio de Janeiro.

Portanto, a manutenção pura e simples dos ativos de refino previstos para desinvestimento no portfólio da Companhia não permitiria o completo atingimento dos objetivos estratégicos acima descritos. Em outras palavras, a avaliação de riscos empresariais conduzida pela Companhia deve considerar que o insucesso nessas alienações também traz impactos negativos para a Petrobras.

É importante a compreensão de que existem diretrizes estratégicas que constituem os fundamentos para todos os desinvestimentos da Petrobras, incluindo para a alienação das oito refinarias que integram o Projeto Phil. E é da perspectiva desses fundamentos que a administração da Companhia avaliará todos os insumos apresentados no âmbito do processo decisório de desinvestimento, incluindo a verificação sobre o enquadramento da melhor oferta dos potenciais compradores (resultado de um processo competitivo, alinhado aos princípios da Administração Pública e às melhores práticas de mercado) no *range* de valor apresentado na avaliação econômico-financeira interna para o ativo.

Nesse contexto, afigura-se como possível a hipótese em que a visão de valor do mercado para um determinado ativo seja atestada como “justa” por instituições financeiras independentes, por meio de *fairness opinions*, e, simultaneamente, enquadre-se em patamar distinto do cenário base no *range* de valor constante da avaliação econômico-financeira da Petrobras. Importante observar que esse fato, por si só, não implica necessariamente na inviabilidade da alienação. No entanto, é imprescindível que a Companhia seja capaz de avaliar as possíveis razões para as diferenças de visão vendedor e a visão de mercado para o ativo em questão, bem como registrar, de forma justificada e transparente, se restam mantidos os fundamentos estratégicos e comerciais para a alienação e, por consequência, a vantajosidade da oferta.

Feitas essas observações preliminares, a Petrobras passa a prestar os esclarecimentos e informações complementares especificamente sobre as constatações e recomendações constantes no Relatório de Auditoria de Avaliação e Acompanhamento do Projeto Phil de Desinvestimento em Refinarias.

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA AO ACHADO Nº 1

“1. DA SELEÇÃO DOS ATIVOS PARA A CARTEIRA DE DESINVESTIMENTO

No relatório preliminar, em análise, informa a CGU que *‘Destaca-se, já no relatório de entrada, a dispersão elevada nos indicativos preliminares de valor das refinarias, também observada nos subsequentes relatórios de avaliação econômico-financeira emitidos em consonância com a Sistemática.’*

No que se refere a esta afirmação, esclarece a Petrobras que a diferença entre os valores do *valuation* nos cenários corporativos será melhor elucidada nos esclarecimentos ao item 6 e subitens, onde serão demonstradas as premissas e metodologias adotadas pela Petrobras.”

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA AO ACHADO Nº 4

“4 – DO DESENVOLVIMENTO DO PROJETO DE DESINVESTIMENTO

4.1 - Fragilidade no Tratamento dos Riscos de Integridade de Contrapartes

A Petrobras esclarece que adota diversas medidas mitigatórias para o risco de integridade nos relacionamentos com contrapartes. Entre elas destacamos:

- i) DDI (*Due Diligence* de Integridade);
- ii) consultas preventivas às listas de sanções;

- iii) treinamentos para áreas que interagem com clientes, fornecedores e públicos externos;
- iv) cláusulas contratuais de *compliance* e
- v) monitoramentos contínuos.

Esses são exemplos dos esforços empreendidos pela Companhia que evidenciam seu compromisso com a ética e integridade em seus negócios e com o combate à fraude, corrupção, lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo.

Como parte do processo de melhoria contínua de nossos processos internos, avaliamos como pertinentes as observações trazidas no relatório preliminar da CGU, no que tange ao risco de acesso a informações confidenciais da Petrobras por parte de entidades sediadas em países ou dependências, cuja legislação interna não permite acesso a informações relativas à composição societária de pessoas jurídicas ou à sua titularidade.

Nesse contexto, propomos aprimorar o fluxo descrito no item 3.8.5 do PE-1PBR-00547 (Verificação e Tratamento dos Riscos de Integridade de Contrapartes em Projetos de Desinvestimento e de Parceria Estratégica) de modo a contemplar o monitoramento periódico das listas de sanções internacionais e o reporte semanal à área de Portfólio de todas as empresas que forem habilitadas no Portão 3 dos processos competitivos de desinvestimento.

Assim, o objetivo é aumentar a efetividade e a abrangência do monitoramento das empresas habilitadas, contemplando um número maior de listas de sanções (*) e com maior frequência.

O aprimoramento pretendido vai permitir que eventuais empresas que sejam incluídas em algumas dessas listas de sanções, após a passagem dos projetos pelo Portão 3, possam ser submetidas a avaliação tempestiva e assim, conforme deliberação, ter seu acesso às informações confidenciais da Petrobras suspenso, antes mesmo da passagem dos projetos para os Portões 4 e 5.

Dessa forma, entendemos que o novo fluxo proposto reduziria a exposição ao risco destacado no relatório preliminar.

(*) **Esse monitoramento vai contemplar as seguintes listas de sanções:** Consolidated Screening List – EUA (Trade Department - Departamento de Comércio dos EUA); Non-SDN – Non Specially Designated Nationals - EUA (OFAC - Departamento do Tesouro dos EUA); SDN – Specially Designated Nationals – EUA (OFAC - Departamento do Tesouro dos EUA); EEAS – União Europeia (Consolidated list of persons, groups and entities subject to EU financial sanctions); UN List Individuals – Nações Unidas (United Nations Security Council Consolidated List); UN List Entities – Nações Unidas (United Nations Security Council Consolidated List); UK List – Reino Unido (Consolidated List of Financial sanctions targets); Canada List – Canadá (Consolidated Canadian Autonomous Sanctions List); Other Sanctions – Banco Mundial (Debarred Firms); Excluded Parties List – EUA - SAM (System for Award Management); Debarred Firms and Individuals – The World Bank (World Bank Listing of Ineligible Firms & Individuals); Liste Unique – França (Liste Unique de Gels de la Direction générale du Trésor).

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

Verifica-se que há concordância da Unidade Auditada com o apontamento, realizado pela CGU, de oportunidade de melhoria no processo de verificação e tratamento dos riscos de integridade de contrapartes em projetos de desinvestimento e de parceria estratégicas.

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA AO ACHADO Nº 5

“5 - DO TERMO DE COMPROMISSO DE CESSAÇÃO DE PRÁTICA – TCC FIRMADO COM O CADE

Os esclarecimentos da Petrobras com relação aos pontos genericamente abordados neste item 5 estão detalhados nos itens 6.1.2, 6.1.3 e 6.1.5, consolidados em um tópico adiante.

Sem prejuízo, antecipa-se aqui o entendimento da Petrobras no sentido de que (i) o relatório preliminar dar margem a uma interpretação imprecisa à petição de dilação de prazo apresentada ao CADE; (ii)

paralisar ou suspender os projetos diante das incertezas trazidas pela pandemia não constitui a decisão corporativa mais diligente e que melhor resguarda os interesses da Petrobras, sob as perspectivas técnica e econômica; e (iii) dar continuidade aos desinvestimentos não representam descumprimento às disposições do Termo de Compromisso de Cessação (“TCC”) firmado com o CADE.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

A análise da CGU aos comentários antecipados pela Petrobras será realizada, também, de forma detalhada quando da análise das manifestações ao achado nº 6.

Em resposta ao Achado nº 6 deste relatório, apresentado à Petrobras em 19.01.2021, a empresa apresentou suas considerações, por meio de manifestação sem número datada de 01.02.2021, que serão apresentadas e analisadas pela equipe de auditoria na sequência.

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA AO ACHADO Nº 6

“6.1. Assunção de risco significativo ao dar continuidade ao processo em momento de turbulência econômica (Covid-19).

O item 6.1 do Relatório Preliminar informa a visão da CGU quanto à possibilidade de a Petrobras ter assumido ‘risco significativo ao dar continuidade ao processo em momento de turbulência econômica (Covid-19)’.

Para fundamentar essa avaliação, a CGU aborda, principalmente, (i) os efeitos da pandemia da COVID-19 nos indicadores econômicos e no RIAEF; (ii) as diferenças de valor entre RIPAEF e RIAEF; e (iii) a evolução das propostas vinculantes em relação às não-vinculantes.

Como consequência desses pontos, a CGU apresenta as recomendações 2.1 e 2.2:

‘2.1. Adotar providências para documentar, no processo de tomada de decisão, quais as ações adotadas para mitigar o risco assumido para a RLAM (recebimento e aceite de propostas de menor valor) ao dar continuidade ao processo de desinvestimento durante o período de maior instabilidade econômica em 2020, evidenciando que os benefícios superam o risco;

2.2. Informar, para os tomadores de decisão, as principais razões para as diferenças entre a visão vendedor (Cenário Base) e a visão comprador, justificando a vantajosidade da oferta de venda aceita por valor significativamente abaixo à avaliação do Cenário Base.’

A despeito dos importantes contrapontos já apresentados pela Petrobras acerca dos itens ‘i’ a ‘iii’ acima, a Petrobras concorda que o atendimento às duas recomendações contribuirá para a tomada de uma decisão mais informada e diligente por parte dos administradores da Companhia e, por consequência, serão devidamente atendidas no âmbito do processo decisório relacionado ao Portão 5 do desinvestimento da RLAM, previsto para fevereiro de 2021.

Não obstante, faz-se necessário tecer algumas considerações sobre o achado em questão.

Ao citar “risco significativo”, parece-nos que a CGU emprega o adjetivo ‘significativo’ para enfatizar o impacto no valor do ativo em decorrência da revisão das premissas utilizadas no *valuation* da RLAM (comparação entre os *ranges* do RIAEF e RIPAEF), conforme descrito ao longo dos itens 6.1.1, 6.1.3 e 6.1.4.

Sobre esses pontos, a Petrobras tecerá as suas considerações nos respectivos capítulos desta manifestação.

No entanto, no item 6.1.2 do Relatório, a CGU vai além e apresenta a visão preliminar de que a continuidade da negociação no processo da RLAM ao longo da pandemia foi 'arriscada', sugerindo que uma alternativa mais adequada seria postergar o cronograma desse processo em razão do aumento de incertezas de curto e médio prazo.

Neste ponto, importante destacar que o longo do Relatório Preliminar não indica qualquer fundamento fático ou técnico que suporte a percepção de que a paralisação do processo da RLAM, com a consequente retomada em momento distinto, traria, invariavelmente, maior probabilidade de a Petrobras obter melhor resultado financeiro com o desinvestimento.

Não se disputa aqui que a pandemia da COVID-19 tenha levado ao aumento do nível de incerteza no curto/médio prazo. Isso é um fato incontestável. Todavia, é preciso responder outras indagações que decorrem dessa situação:

- Diante do aumento da incerteza, deveria a Petrobras paralisar um processo de venda, com potenciais compradores que reiteravam seu engajamento e motivação para apresentar oferta vinculante e continuar competindo no processo?
- Há alguma garantia de que a simples inércia levaria a um contexto melhor para a alienação?
- Há expectativa de que as incertezas trazidas no auge da pandemia fossem reduzidas ao longo do processo?
- Como o ambiente global de M&A reagiu a esse fato? As transações deixaram de ocorrer ao longo de 2020?

Creemos que essas perguntas não possuem respostas triviais e tornam a tomada de decisão quanto ao prosseguimento ou não do processo, do ponto de vista empresarial, mais complexa do que o Relatório Preliminar sinaliza. Paralisar um processo de venda, apenas em razão do aumento de incerteza, embora seja uma ação mais simples e direta, não necessariamente é a que melhor resguarda os interesses da Companhia.

Além dos aspectos estratégicos que citamos na introdução desta manifestação, que devem ser levados em consideração na decisão de desinvestir, o processo decisório relativo ao Portão 5 também conta com uma análise de riscos bem estruturada pela Sistemática de Desinvestimentos da Petrobras. Esse processo envolve a emissão de um Mapa de Riscos, que apresentará aos decisores tanto os riscos associados à venda, quanto os riscos relacionados à manutenção do ativo no portfólio da Companhia.

Interessante observar que, no segmento de refino, a discussão sobre interromper ou prosseguir um processo transcende a mera análise de valor das ofertas, passando também pela expectativa de existência ou não de *players* interessados em fazer aquisições e investimentos em ativos nesse segmento no futuro, o que, no cenário de transição energética que vivenciamos atualmente e com crescente pressão ambiental sobre a qualidade dos combustíveis, está cada vez mais restrito.

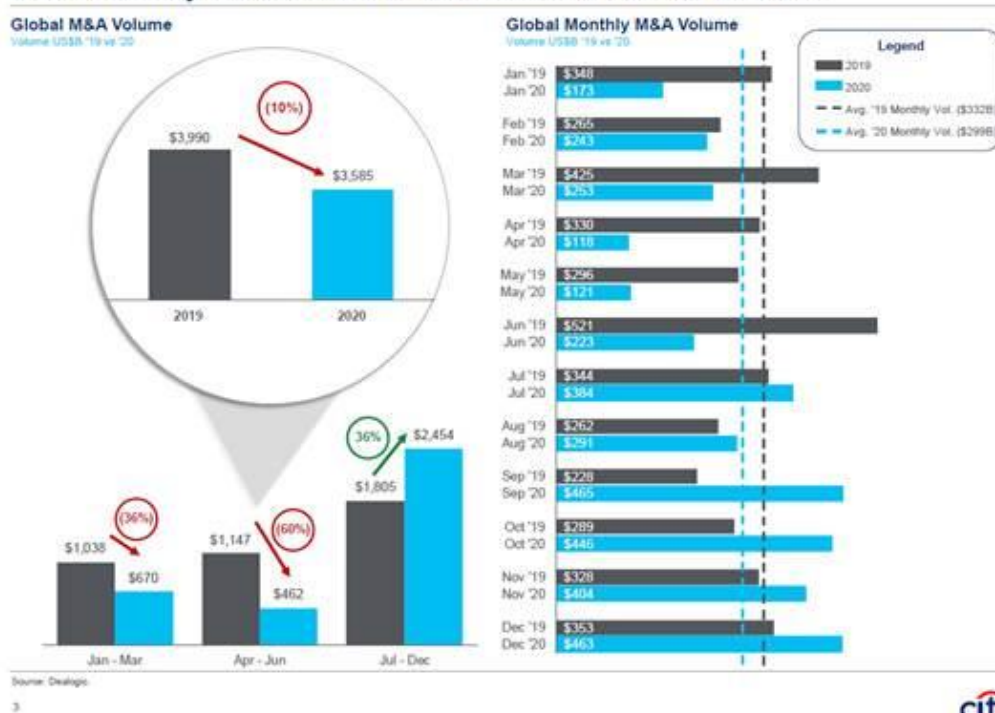
O fato é que simplesmente não há qualquer elemento que garanta ao administrador atual que um momento indefinido do futuro será mais oportuno para a venda do ativo, ou que haverá um número maior de interessados em apresentar ofertas de maior valor.

No caso em apreço, a Companhia logrou manter engajados os dois potenciais compradores do processo competitivo da RLAM. A negociação com o potencial comprador que apresentou a melhor oferta se deu ao longo de um período em que os indicadores macroeconômicos estavam se recuperando do patamar mais crítico experimentado no início da pandemia e, por consequência, a incerteza estava se reduzindo.

Entender pela suspensão do desinvestimento da RLAM em 2020 seria exigir da Companhia uma postura distinta e totalmente isolada do restante do mundo no tocante a transações de M&A. Como se pode

observar em relatório elaborado pelo Citi (Anexo 1), no segundo semestre de 2020, houve um número bastante significativo de transações de M&A, envolvendo vultosos valores.

M&A Activity Recovered in the Second Half of 2020...



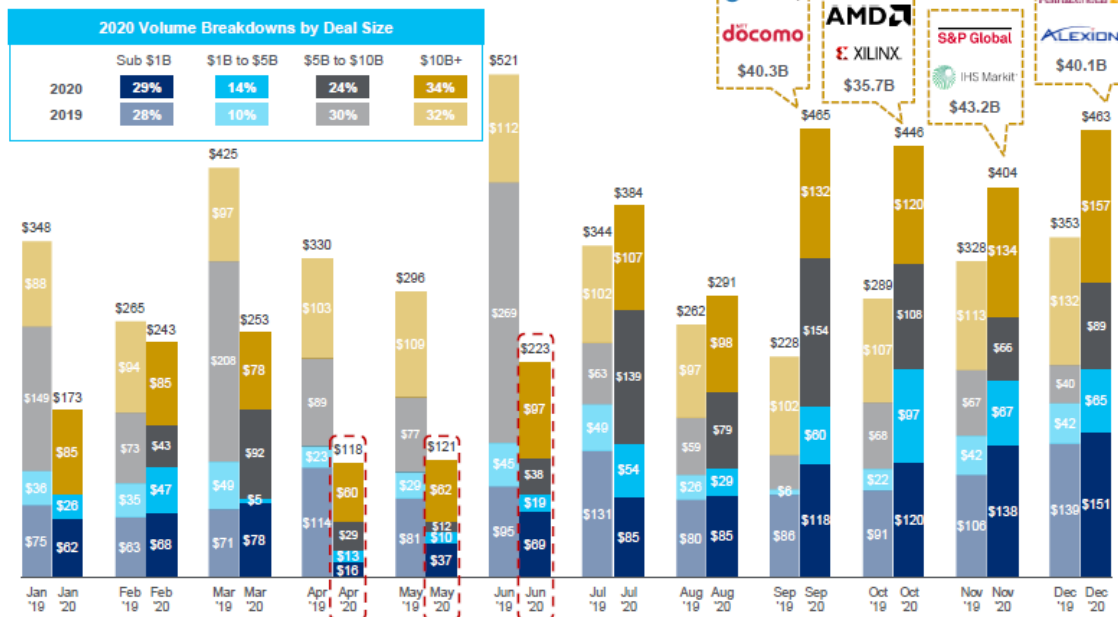
Apenas a título de informação, observa-se que, caso a Petrobras tivesse decidido paralisar o processo da RLAM e o retomasse ao longo do segundo semestre de 2020, quando as incertezas estavam se reduzindo, estaria também se expondo ao risco de perda de interesse dos seus potenciais compradores, que possuem atuação empresarial nos mais variados segmentos, dentro e fora da indústria de óleo e gás. Isso porque o projeto da RLAM iria concorrer com os diversos projetos que inundaram o mercado de M&A no período.

...Led by a Surge in the Number of Mega-Deals...

Global M&A volumes rebounded significantly over the last six months, led by an increase in large deals. Average monthly volumes since July are up 83% versus the three months preceding the COVID M&A slowdown.

Global Announced M&A Volume by Month

Volume US\$B



4



Portanto, interromper o processo de negociação significaria renunciar, sem qualquer fundamento concreto, da possibilidade de atender – desde que presentes os demais fundamentos para embasar a alienação – uma estratégia de gestão de portfólio já aprovada pela alta administração da Companhia.

Desse modo, parece-nos subjetiva a conclusão de que houve risco ‘significativo’ na continuidade do processo de desinvestimento da RLAM e que a suspensão do processo pudesse ter sido o caminho mais adequado.

Por essas razões, como esclarecemos acima, a Petrobras concorda com as recomendações 2.1 e 2.2 do Relatório e destacará, no processo decisório de venda da RLAM, as oportunidades e riscos envolvidos no prosseguimento do processo ao longo da pandemia da COVID-19.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

Aqui a empresa discorre sobre as incertezas do processo considerando o momento de pandemia e as próprias características do setor de refino e, mais especificamente, do caso RLAM, a empresa considera ser subjetivo afirmar que houve risco significativo. A argumentação trazida baila nos itens seguintes desse ponto permite afirmar que o risco assumido foi significativo.

A empresa afirma ainda concordar com as recomendações 2.1. e 2.2 do Relatório Preliminar, onde esses riscos seriam tratados. Ressalta-se que, após a apresentação do relatório preliminar, a recomendação 2.2 foi revisada, para esclarecer que seu teor não endereçou o evento subsequente citado na introdução deste relatório (reapresentação do RIAEF em 2021).

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA

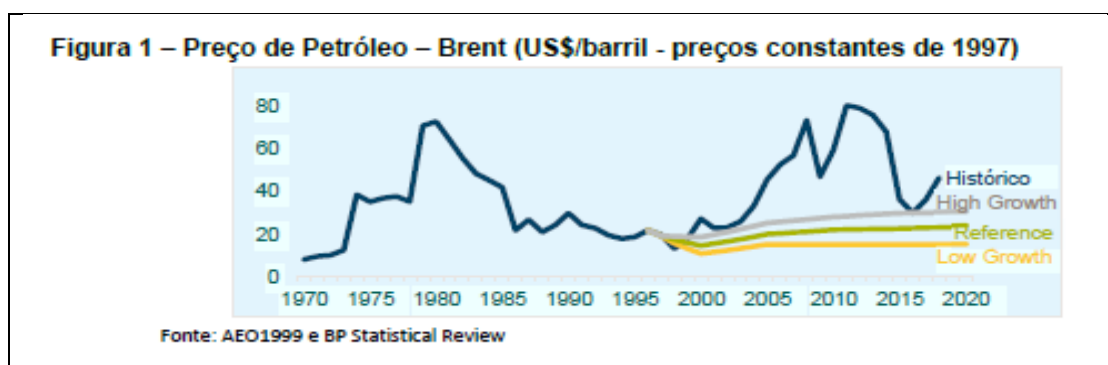
“6.1.1. Dos efeitos da Pandemia da COVID-19 em diversos indicadores econômicos e no RIAEF

A Petrobras esclarece, primeiramente, que o valor de uma refinaria é determinado pela expectativa quanto ao futuro dos diversos fatores econômicos que afetam o preço do ativo, particularmente quanto à demanda pelos diferentes tipos de derivados de petróleo, sua capacidade de produção e suas respectivas margens de refino (*cracksreads*).

De acordo com a teoria econômica, preços de mercado sinalizam o quanto vale determinado produto. Assim, se os fundamentos econômicos são estáveis no tempo, modelos econométricos que incorporem as corretas relações entre as variáveis estudadas (preços e alocações) geram previsões que representam corretamente a distribuição das suas trajetórias futuras, sempre relacionadas às possíveis realizações de choques econômicos.

Contudo, pode haver mudanças estruturais que alterem os fundamentos econômicos, o que pode ser interpretado como choques permanentes de oferta e/ou demanda, quebrando correlações históricas e tornando previsões potencialmente inconsistentes. Como exemplos de potenciais choques permanentes, vale citar a adesão ao teletrabalho com menor deslocamento, restrições regulatórias em favor de uma economia de mais baixo carbono, a inovação tecnológica de fontes de energia alternativas às fontes fósseis, dentre outras.

Para se ter uma ideia da dificuldade em se prever a trajetória das variáveis relacionadas ao setor de O&G, comparamos as projeções feitas no final de 1998 da Agência Americana de Energia (EIA). A EIA publicou o *Annual Energy Outlook 1999* (AEO1999), com as previsões das principais variáveis que condicionavam o setor de energia para 2020, em particular do segmento de óleo e gás, para o Mundo e para os EUA. O exercício se orientou por cinco cenários propostos: i) alto crescimento; ii) preços baixos de petróleo; iii) referência; iv) altos preços de petróleo e; v) baixo crescimento. No entanto, essas previsões não se concretizaram em nenhum dos cenários propostos como apresentado na Figura 1.



O gráfico acima mostra a dificuldade de se extrapolar as tendências passadas para se pensar o futuro. No período analisado, 1999-2018, notou-se uma série de eventos econômicos, geopolíticos e tecnológicos que resultaram em mudanças abruptas nas variáveis observadas, que não foram imaginadas no momento das projeções. A comparação dos números do AEO1999 com o histórico expõe a dificuldade de imaginar e incorporar eventos de baixa probabilidade e/ou descontinuidades na construção de cenários.

A limitação em prever os movimentos do mercado global reforça a necessidade de se trabalhar em cenários de resiliência para que a Petrobras esteja preparada para preços de petróleo abaixo do esperado e que, analogamente, possa aproveitar os cenários com preços de petróleo acima do esperado (cenário crescimento).

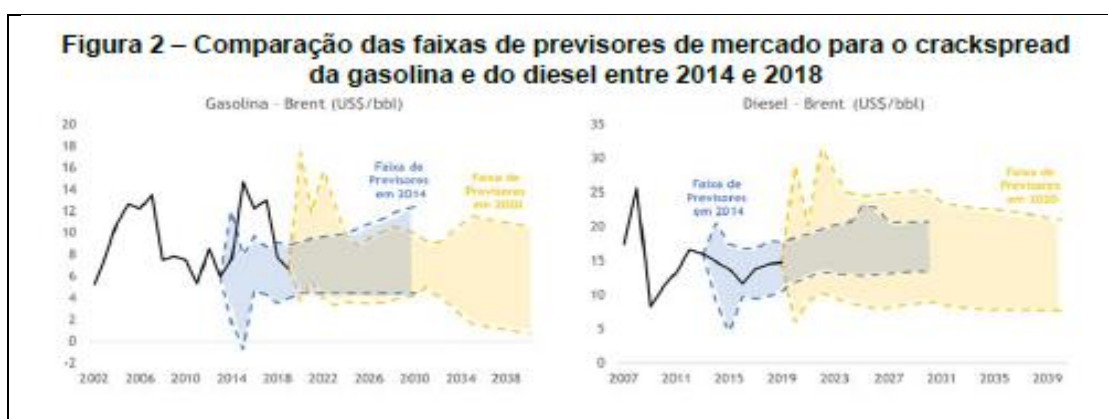
Assim, ciente das enormes incertezas que pairam sobre o futuro do mercado de óleo e gás, da dificuldade universal de se fazer previsão sobre trajetória futura de preço e alocação nesse mercado, e determinada a não transmitir uma falsa sensação de precisão nas suas previsões, a Petrobras trabalha com 3 cenários, de forma que o intervalo de valores coberto por esses cenários capture parte relevante das possíveis trajetórias futuras dos preços e das alocações, contribuindo para que o decisor assegure que os projetos de investimentos sejam resilientes em contextos adversos, ao mesmo tempo em que contribui para que o decisor tenha ciência do intervalo com possíveis valores associados aos potenciais desinvestimentos.

As margens dos derivados de petróleo (*cracks spread*) são um componente fundamental na hora de se avaliar o valor de um ativo de refino e, portanto, na hora de se tomar uma decisão de compra (investir) ou de venda (desinvestir) do ativo. Esses preços apresentam grande volatilidade devido às incertezas no mercado. No longo prazo, portanto, a dinâmica do crescimento econômico, a velocidade da transição energética, mudanças regulatórias e de especificações, entre outros, são fatores adicionais de incerteza.

Ademais, cumpre destacar que existem algumas instituições que disponibilizam as suas previsões para o setor de O&G e que também realizam previsões para diferentes cenários. Em geral, as consultorias do setor buscam levar em consideração as diversas incertezas em suas projeções, considerando níveis de cracks que possibilitem margens de refino que equilibrem o balanço de oferta e demanda de derivados. Por exemplo, a possibilidade de uma trajetória mais forte de crescimento da demanda pode se traduzir em *cracks* e margens de refino maiores, de forma a incentivar investimentos no setor, enquanto um crescimento mais tímido da demanda pode resultar em projeções de *cracks* e margens de refino menores, de forma a levar a uma necessária racionalização do parque de refino.

O intervalo de projeções das consultorias busca considerar a flutuação histórica dos *cracks* em diversas condições de mercado. Neste sentido, o intervalo de projeção entre os cenários das consultorias é amplo, com o objetivo de abarcar as diversas incertezas presentes no horizonte de projeção. Ainda assim, as flutuações do mercado podem ocorrer acima do intervalo esperado.

A figura 2 apresenta os previsores das consultorias para os cracks de gasolina e diesel em 2014 e em 2020.



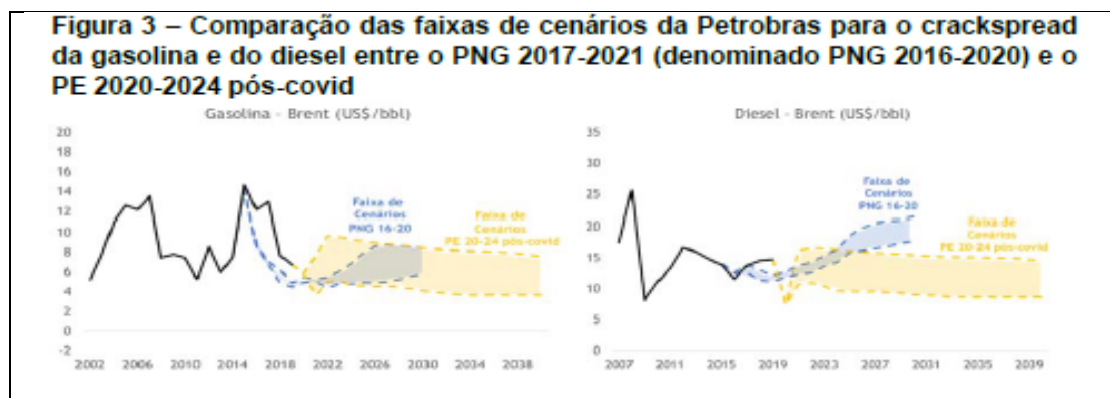
Nota: As cotações da Gasolina e do diesel são da Platts USGC Unleaded 87 Pipeline e Platts USGC ULSL Pipeline, respectivamente. Os previsores utilizados para 2014 são: WoodMack 2014.03 PIRA Ref 2014.02 PIRA High 2014.02 PIRA Low 2014.02 IHS Rivalry 2014.05 IHS Vortex 2014.02 IHS Meta 2014.02. Os previsores de 2020 são: HS - Autonomy - 2019-07-01 IHS - Discord - 2019-07-01 IHS - Rivalry - 2019-07-01 IHS - Long Term Outlook - 2020-05-01 PIRA - Low - 2020-08-18 PIRA - Reference - 2020-08-18 WoodMackenzie - 2020-07-16 PIRA - High - 2020-08-18.

Portanto, de acordo com a figura 3, a faixa de previsores nem sempre consegue capturar a realização das variáveis, isto porque o intervalo de previsão da gasolina em 2014 não conseguiu prever o aumento do crack observado nos três anos seguintes (2015, 2016 e 2017).

Além disso, também é possível notar que a própria faixa de previsores se altera ao longo do tempo, tanto em termos de nível, quanto de amplitude. Ao comparar a nuvem de projeção de 2020 contra 2014, há uma redução do limite inferior do crack da gasolina no longo prazo, refletindo sua maior vulnerabilidade

ao movimento de transição energética e ganhos de eficiência, enquanto a amplitude de projeções do crack do diesel aumentou.

Nesse sentido, a Petrobras vem buscando incorporar as incertezas percebidas no mercado, em linha com os previsores das diversas instituições especializadas no setor de O&G. Assim, o intervalo do *cracks spread* tem se tornado mais amplo ao longo dos últimos anos, o que pode ser constatado a seguir, na Figura 3.



O intervalo de projeções mais estreito em cenários antigos, ocasionados por narrativas distintas que ainda assim resultavam em trajetória próximas, podiam levar o tomador de decisão a uma percepção equivocada na dinâmica futura dos preços. Assim, o **PE 20-24 pós-covid** apresenta um maior foco na amplitude das incertezas percebidas para o setor de O&G.

Dado o exposto, passa a Petrobras apresentar esclarecimentos acerca de alguns pontos levantados no relatório preliminar.

No relatório, afirma-se que:

‘A grande maioria das premissas do RIAEF para o cálculo dos diferentes cenários foi estabelecida no período de abril a junho, conforme informação do RIAEF (tabela 5, página 16). Como se observa no Gráfico 01, **neste período se verificou o ponto mais baixo das expectativas do mercado para o crescimento do PIB brasileiro em 2020**, desde o início do período da pandemia.’ (grifos nossos)

Primeiramente, vale pontuar que as premissas utilizadas para se valorar os ativos de refino serviram de base para toda a Petrobras, fundamentando toda e qualquer valoração de ativos, inclusive para subsidiar a tomada de decisão de novos investimentos.

Além disso, esse trecho do relatório preliminar fornece a equivocada impressão de segurança com respeito ao momento ideal de escolha por revisar as premissas estatísticas. Como exposto anteriormente, existe uma grande dificuldade em se prever a trajetória futura das variáveis e aguardar o momento ideal para se ajustar o rumo de uma empresa da magnitude da Petrobras pode trazer um elevado risco para a solvência da companhia. Nesse sentido, em determinadas situações, decisões empresariais precisam ser tomadas de forma célere e com o maior conjunto informacional disponível, razão pela qual a Companhia realizou a revisão das premissas em abril e a sua alta administração anunciou diversas ações para evitar prejuízos maiores do que aqueles até então verificados.

Quanto ao Gráfico 2 do Relatório Preliminar, que apresenta a evolução do Brent futuro, podemos notar o período de junho destacado como o momento em que foram feitas as definições das premissas. Ressaltamos que a atualização do PE 20-24 foi feita em abril de 2020. Neste período, podemos observar pelo gráfico que consta no relatório que o Brent futuro ficou abaixo dos US\$ 20/bbl. Dessa forma, é necessário ler com cautela no seguinte trecho do relatório:

‘Aqui se destaca que os valores considerados para 2020 (US\$ 25) **foram ainda mais conservadores do que o próprio mercado sinalizava** na época da elaboração do RIAEF (US\$ 35,29).’ (grifos nossos)

Já o Gráfico 3 do Relatório Preliminar busca exemplificar como as expectativas de algumas variáveis (WTI futuros, Brent futuro e US 10-Year Bond) podem ter influenciado as premissas que serviram de base para se valorar os ativos de refino. A Petrobras possui alguns pontos a destacar sobre essa argumentação, conforme esclarecimentos a seguir.

Um primeiro ponto a se considerar é que WTI e Brent estão associados ao preço de correntes de petróleo e, portanto, associados ao custo do produto da refinaria e não necessariamente a margem de lucro do derivado vendido (representado pelo *cracks spread*). Vale ressaltar que recentemente, entre 2015 e 2017, observou-se uma correlação negativa entre o preço do petróleo e o *cracks spread*.

Um outro ponto relevante é que, apesar da recuperação dos indicadores após junho de 2020, podemos observar no gráfico 3 do relatório preliminar uma queda em setembro desses indicadores, possivelmente associados a uma segunda onda do Coronavírus nos países que estão iniciando o período de inverno, ou seja, a recente recuperação após junho não significa que o choque Coronavírus tenha se dissipado completamente. Os impactos de uma segunda onda do Coronavírus são incertos e podem eliminar essa aparente recuperação apresentada após junho no citado gráfico 3.

Portanto, entende-se que as expectativas das variáveis devem sempre ser utilizadas com cuidado, pois toda expectativa é condicionada ao conjunto informacional disponível, não sendo um previsor estável do futuro. Por exemplo, um fator fundamental para que o preço do Brent não volte a patamares abaixo dos US\$ 40/bbl é a manutenção dos acordos de corte de produção definidos entre os países da OPEP após a disputa por *Market-Share* que deprimiu os preços em março.

Em resumo, ressaltamos que a atualização de premissas realizada pela Petrobras em abril de 2020 encontra-se alinhada ao impacto da pandemia sobre os fundamentos do mercado e que a incerteza a respeito do futuro pós-pandemia, por sua vez, tornou necessária a definição de futuros alternativos significativamente distintos entre si.

Sem prejuízo, esclarecemos que (i) todos as refinarias terão seus *valuations* atualizados conforme as premissas do PE 21-25 no Portão 5, quando, efetivamente, se deliberará a venda; e (ii) em atendimento às observações da CGU, a Petrobras modificou a premissa de PIB (o que impactará a atualização do valuation da RLAM).

Por fim, a necessidade empresarial da Petrobras de se ajustar rapidamente a esses novos fundamentos e preservar a resiliência do seu portfólio de ativos e projetos justificou a tempestividade dos ajustes nas premissas, apesar do ambiente de incertezas.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

A Petrobras discorre sobre tópicos teóricos e práticos de valoração de ativos. Não obstante, apontam-se a seguir as considerações que são suficientes para a manutenção do ponto no relatório:

“Além disso, esse trecho do relatório preliminar fornece a equivocada impressão de segurança com respeito ao momento ideal de escolha por revisar as premissas estatísticas. Como exposto anteriormente, existe uma grande dificuldade em se prever a trajetória futura das variáveis e aguardar o momento ideal para se ajustar o rumo de uma empresa da magnitude da Petrobras pode trazer um elevado risco para a solvência da companhia. Nesse sentido, em determinadas situações, decisões empresariais precisam ser tomadas de forma célere e com o maior conjunto informacional disponível,

razão pela qual a Companhia realizou a revisão das premissas em abril e a sua alta administração anunciou diversas ações para evitar prejuízos maiores do que aqueles até então verificados”.

Quanto a essa afirmação, em que pese as datas das premissas, na tabela 5 do RIAEF, serem majoritariamente dos meses de maio e junho de 2020, cabe notar que, mesmo que algumas tenham sido determinadas em abril, este também foi um período de baixa, conforme pode se observar no gráfico 03.

“Quanto ao Gráfico 2 do Relatório Preliminar, que apresenta a evolução do Brent futuro, podemos notar o período de junho destacado como o momento em que foram feitas as definições das premissas. Ressaltamos que a atualização do PE 20-24 foi feita em abril de 2020. Neste período, podemos observar pelo gráfico que consta no relatório que o Brent futuro ficou abaixo dos US\$ 20/bbl. Dessa forma, é necessário ler com cautela no seguinte trecho do relatório:

‘Aqui se destaca que os valores considerados para 2020 (US\$ 25) **foram ainda mais conservadores do que o próprio mercado sinalizava** na época da elaboração do RIAEF (US\$ 35,29).’ (grifos nossos)”

Quanto a essa afirmação, mantem-se o exposto no item 6.1.1 do relatório: “Com a evolução da Covid-19 em 2020, os principais indicadores macroeconômicos, que afetam diretamente a avaliação das refinarias, sofreram significativa redução no período da pandemia, a se destacar nos meses de abril a junho de 2020, que foram as datas da maioria das premissas econômicas utilizadas no RIAEF (tabela 05).” Além do mais, o PE utilizado pela Comissão de Alienação foi o PE 21-25 (20-24 pós covid), cujo as premissas são majoritariamente de maio e junho de 2020.

Considerando o aqui exposto, que não foi contestado pela empresa o impacto da pandemia da Covid-19 na economia e que a empresa declarou que iria atualizar o *valuation* realizado, mantem-se o ponto de que o momento em que se realizou o processo representa uma significativa assunção de risco por parte da direção da Petrobras.

Em face da afirmação dada nessa manifestação de que os *valuations* serão atualizados conforme as premissas do PE 21-25 no Portão 5, apresentam-se algumas considerações.

Para a atual fase do processo, com as ofertas vinculantes já recebidas, essa atualização pode se mostrar intempestiva, pois, na prática, prejudica a segregação e o sequenciamento temporal, previstos na sistemática de desinvestimentos, entre a avaliação de valor na visão vendedor, que é a principal referência para a tomada de decisão, e as propostas vinculantes recebidas. Nesta etapa, o novo RIAEF seria produzido já com amplo conhecimento, de todos os atores internos envolvidos, da proposta vinculante apresentada pelo fundo Mubadala.

A realização de uma nova avaliação, posterior à abertura das propostas vinculantes, iria em confronto, também, com o Decreto 9.188/2017, na Subseção IV, no seguinte conjunto de artigos, em especial o art. 32 (grifos nossos):

Art. 29. Competirá à Comissão de Alienação encaminhar documento de solicitação de propostas firmes àqueles que tenham manifestado interesse na fase de consulta de interesse ou àqueles que tenham sido classificados na fase de solicitação de propostas preliminares.

Art. 30. O documento de solicitação de propostas firmes conterá, no mínimo:

- I - descrição do objeto da alienação;
- II - modo de apresentação, limite e modalidade de prestação de garantias, quando necessário; e
- III - minutas dos instrumentos jurídicos negociais.

Parágrafo único. As propostas poderão conter sugestões de alteração dos termos das minutas dos instrumentos jurídicos negociais, as quais serão avaliadas conforme o interesse da sociedade de economia mista.

Art. 31. As propostas oferecidas na fase a que se refere o art. 29 vincularão os proponentes, ressalvadas as alterações decorrentes da fase de negociação.

Art. 32. Anteriormente ao evento de abertura das propostas, a Comissão de Alienação obterá a avaliação econômico-financeira final do ativo, a ser elaborada pela Comissão de Avaliação.

No caso da RLAM, como as propostas vinculantes já foram abertas em 25.06.2020, com a respectiva avaliação econômico-financeira, representada pelo RIAEF da mesma data, de acordo com ao art. 32 acima transcrito, uma nova avaliação após a abertura da proposta vinculante não seria prevista sem a repetição da fase das propostas vinculantes.

Cabe aqui ressaltar que, de maneira alguma, se está a recomendar a repetição de fase, pois essa é uma discricionariedade da empresa prevista tanto na sistemática quanto no TCC com o CADE. O objetivo aqui é apenas alertar da ausência de previsão de se realizar uma nova avaliação com as propostas vinculantes já abertas.

Em reunião para discussão do relatório preliminar realizada em 11.02.2020, a empresa comunicou que, em que pese à ausência de previsão explícita na sistemática, a realização da nova avaliação interna de valor foi conduzida com o intuito de oferecer aos gestores (responsáveis pela aprovação do Portão 5) uma visão atualizada do valor do *cluster* RLAM integrado ao portfólio, em decorrência do longo tempo para execução do projeto de desinvestimento.

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA

“6.1.2. Do pedido da Petrobras ao CADE por dilação dos prazos dos desinvestimentos.

Preliminarmente, esclarece-se a visão da Petrobras de que a discussão sobre a assunção ou não de risco de impacto negativo do desinvestimento da RLAM em razão da pandemia da COVID-19, tal qual formulado pela CGU nos itens 6.1, 6.3 e 6.4, prescinde absolutamente da linha de argumentação trazida neste item 6.1.2. Por essa razão, o mérito do achado 6 é tratado pela Petrobras, de forma extensiva, na resposta aos referidos itens.

Sem prejuízo, apesar dos esclarecimentos e informações formalmente prestados pela Petrobras à CGU no âmbito da presente auditoria, o Relatório Preliminar segue citando trechos isolados da primeira petição da Petrobras ao CADE para postergação do cronograma previsto no TCC do Refino como um reconhecimento implícito da Companhia de que o momento não seria adequado para prosseguir a negociação com o potencial comprador da RLAM.

Reitera-se, aqui, que essa interpretação é inapropriada.

De fato, causa espécie que uma peça de natureza jurídica, que, além de elementos técnicos, vale-se de argumentação retórico-persuasiva para fundamentar um pleito a uma autoridade pública, possa figurar como um dos principais argumentos de suporte para o achado em questão.

Conferir a trechos de uma linha de argumentação secundária de uma peça jurídica o peso de uma declaração corporativa ou, mesmo, o de uma evidência documental integrante de um processo decisório, redundando em atribuir forçadamente à Petrobras um reconhecimento que a Companhia não fez e nem pretendeu fazer.

Como destacado acima, a discussão sobre o mérito do achado simplesmente prescinde dessa construção.

Sem prejuízo, ainda que se admita, apenas para fins de argumentação, a utilidade dos trechos destacados da peça jurídica para discussão sobre o achado, a interpretação atribuída aos trechos pela CGU simplesmente não guarda coerência sistemática com o restante dos argumentos lançados pela Petrobras ao longo da referida petição.

Ao contrário do que indica o Relatório Preliminar, quando a Petrobras afirma no item 8 da petição ao CADE que ‘...outra dimensão da análise do cronograma dos desinvestimentos em refino passa por buscar a manutenção do valor e da competitividade dos ativos, em conformidade com a cláusula 3.1 do TCC.’, não se quer dizer que, para fins do desinvestimento, a única forma de manter o valor e a competitividade dos ativos envolveria a postergação de todos os cronogramas.

Essa interpretação seria logicamente incoerente com a proposição da Petrobras de manter o cronograma previsto da RLAM e REPAR, para as quais a etapa de *due diligence* já havia sido concluída. No caso da RLAM, a negociação já havia sido iniciada. Com esse trecho, pretendeu-se apenas indicar ao CADE que manter o recebimento das propostas para as outras seis refinarias que não tiveram a etapa de *due diligence* concluída poderia impactar de forma negativa os respectivos processos, aumentando o risco do não recebimento de ofertas ou, ainda, de recebimento de ofertas possivelmente inferiores em razão da falta de informação completa sobre os ativos pelos potenciais compradores.

Mesmo o trecho destacado no item 9 não leva à conclusão de que prosseguir com a negociação com o potencial comprador que apresentou a melhor oferta da RLAM tenha se dado em detrimento do valor do ativo. Como o trecho em questão bem destaca, a negociação foi iniciada em um contexto em que as margens estavam se estabelecendo em novos patamares, sendo certo que o processo da RLAM ainda passaria por um bid final (como, de fato, está ocorrendo neste momento, praticamente um ano após o início da pandemia), ocasião na qual o valuation para o ativo também está sendo atualizado.

Pelo exposto, reiteramos a passagem a seguir da manifestação da Petrobras de 23/11/2020, na qual se esclarece o único propósito da petição dirigida ao CADE em julho de 2020 é ajustar o cronograma de *signings* previsto no TCC em razão de um evento de força maior que impediu a conclusão da etapa de *due diligence*:

‘Mesmo com a pandemia em curso, a Petrobras não poupou esforços para manter o engajamento dos potenciais compradores das refinarias, logrando concluir a etapa de *due diligence* (incluindo *site visits* e *management presentations*) e receber ofertas vinculantes para a RLAM anteriormente à apresentação da petição ao CADE.

Importante esclarecer que os impactos observados nos meses de março e abril de 2020 nos diferenciais entre preço de produtos refinados e preço do petróleo cru foram resultado, principalmente, da redução de demanda de curto prazo, em virtude das restrições de deslocamento que impactaram o transporte global de pessoas e produtos. Tanto foi assim que esses diferenciais se recuperaram, em seguida, para níveis mais próximos das médias de longo prazo, com perspectiva de prosseguimento dessa tendência. Dessa forma, não havia indicativo de que tais efeitos persistiriam até o fechamento da venda dos ativos, estimado para o final do segundo semestre de 2021, momento no qual os compradores passam efetivamente a adquirir exposição econômica. Assim, esse fluxo de caixa futuro (pós *closing*) é o que efetivamente impacta o valor do ativo na percepção do comprador, e não o fluxo de caixa corrente gerado (ou frustrado pela queda de margens) durante o diminuto e pontual período de auge das restrições trazidas pandemia.

Nesse cenário, suspender o processo da RLAM sem que houvesse uma razão concreta e racional para tanto, significaria expor a Companhia desnecessariamente à perda de interesse dos potenciais compradores e a maior risco de insucesso no desinvestimento.

Por outro lado, prosseguir com o processo de desinvestimento da RLAM e da REPAR não constituiu medida inconsistente com a postergação dos cronogramas para as demais refinarias (REFAP, REGAP, RNEST, REMAN, LUBNOR e SIX). Nestes seis casos, etapas imprescindíveis para elaboração das ofertas ainda não haviam sido concluídas, em razão das medidas de distanciamento social. A alteração desses cronogramas era inevitável, não por receio de que as ofertas fossem impactadas de forma desarrazoada pelos efeitos de curto prazo da pandemia, mas simplesmente porque os potenciais compradores não possuíam os elementos indispensáveis para elaborar suas ofertas vinculantes.

Nesse contexto, o ajuste dos prazos previstos para os mencionados processos de desinvestimento não configurou um pedido discricionário da Petrobras, visando se desonerar das obrigações assumidas no TCC, ou, ainda, para sustentar que a pandemia teria eliminado a lógica empresarial das alienações das refinarias. Em nenhum momento de sua petição ao CADE a Petrobras transmite, explícita ou implicitamente, essa ideia. Trata-se, tão somente, da comunicação ao órgão antitruste sobre um evento de força maior ocorrido e que afetou o cronograma dos projetos, de modo que as partes devem realizar os ajustes necessários no TCC, mediante Termo Aditivo, já que as circunstâncias eram de natureza transitória e reversíveis.'

Pelo exposto, reiteramos o pedido à CGU para exclusão deste argumento do Relatório Final, da forma como está redigido no item 6.1.2."

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

O item 6.1.2 do relatório não dá uma interpretação imprecisa à petição de dilação de prazo apresentada ao citado órgão, haja vista que não foi constatado descumprimento das determinações acordadas no TCC, no que tange ao escopo dessa auditoria. No item 6.1.2 traz-se à luz, de forma precisa, a possível incoerência na paralisação ou suspensão dispensada a alguns desinvestimentos e na continuidade dada a outros, dentro do mesmo contexto.

A empresa afirma em sua manifestação que:

(...) Conferir a trechos de uma linha de argumentação secundária de uma peça jurídica o peso de uma declaração corporativa ou, mesmo, o de uma evidência documental integrante de um processo decisório, redundando em atribuir forçadamente à Petrobras um reconhecimento que a Companhia não fez e nem pretendeu fazer.

Analisando a referida petição, em nenhum momento é mencionado que a argumentação aqui trazida à baila seria secundária. Pelo contrário, elas concluem o raciocínio do porquê se deve prorrogar o cronograma, como é possível observar a seguir (grifos nossos):

9. Neste sentido, cabe esclarecer que o segmento de refino é afetado pela volatilidade das margens de refino (diferenciais entre o preço do petróleo e os preços dos derivados). Em função da crise de demanda ocorrida durante os meses de março e abril/2020, estas margens foram afetadas. Neste momento, as margens vêm se estabelecendo em novos patamares. **Uma postergação no cronograma dos desinvestimentos visa superar o momento de maior turbulência do mercado e aguardar um cenário onde a Petrobras e demais agentes tenham melhor visibilidade em relação às projeções de preços de petróleo e margens de refino.**

Ademais, entende-se inadequado afirmar que uma peça jurídica, sobre um assunto sensível, dirigida a um órgão regulador, não configura uma declaração corporativa. A empresa teria posições diferentes sobre um mesmo assunto a depender do destinatário, mesmo sendo ambos órgãos de Estado, como o CADE e a CGU?

Quanto à manifestação da Petrobras de 23.11.2020, onde se esclarece que o único propósito da petição dirigida ao CADE em julho de 2020 é ajustar o cronograma de *signings* previsto no TCC em razão de um evento de força maior que impediu a conclusão da etapa de *due diligence*, além de extemporânea no presente caso, pois a prorrogação já tinha sido concedida e estava usufruída, ou ainda sendo, não cancela a petição original onde a empresa motiva a solicitação de prorrogação.

Dessa feita, mantem-se o entendimento de que essa petição é mais um fato que evidencia a assunção de risco significativo ao dar continuidade ao processo em momento de turbulência econômica (Covid-19).

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA

“6.1.3. Das diferenças de valor entre o RIPAEF e o RIAEF.

Inicialmente, a Petrobras esclarece que o denominado ‘PE 21-25’ é, na verdade, a atualização do ‘PE 20-24’ pós COVID, realizada em abril de 2020 devido à pandemia do coronavírus. O PE 21-25, por sua vez, foi aprovado pelo Conselho de Administração em 25/11/2020 e as suas premissas serão utilizadas na atualização dos *valuations* de todas as refinarias.

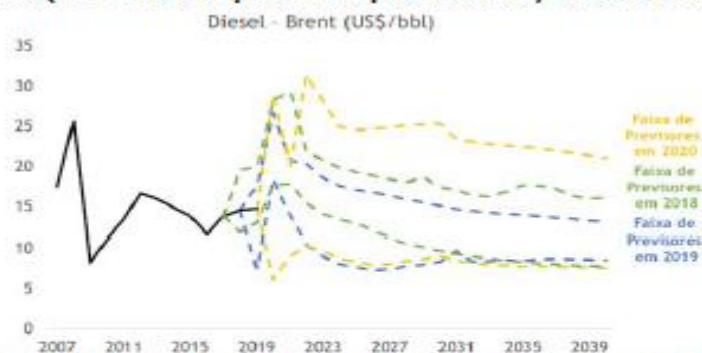
Desse modo, na presente manifestação, será utilizada a expressão ‘PE 20-24 pós-covid’ para fazer associação ao PE 21-25 referenciado no texto do Relatório Preliminar, visto que esse foi substituído pelo PE 21 25 aprovado em novembro de 2020, passando assim, a traçar um histórico dos fatos ocorridos para melhor compreensão da postura adotada pela Companhia.

Em abril de 2020, no ápice das perspectivas negativas sobre os desdobramentos econômicos do coronavírus, foi apresentada à Diretoria Executiva e ao Conselho de Administração da Petrobras a revisão do conjunto de premissas do PE 20-24. Esse movimento da Petrobras foi reconhecido pelo mercado como positivo, tendo a empresa se antecipado em relação aos seus pares. Assim, apesar do momento de elevada incerteza sobre a magnitude e persistência do choque, estava claro que o futuro da indústria de óleo e gás havia ficado mais desafiador do que anteriormente previsto.

Ademais, cumpre ressaltar que as diferenças nos valores entre os relatórios RIPAEF e RIAEF são explicadas pelas mudanças observadas no setor de Óleo e Gás. Os cenários do PE 19-23 não conseguiram capturar todas as mudanças ocorridas no setor de O&G após 2018 (vale lembrar que o PE 19-23 foi construído em 2018). Assim, a Petrobras buscou incorporar a nova incerteza percebida na atividade de refino antes das decisões vinculantes.

Para se ter uma ideia das mudanças percebidas no setor, a Figura 4 apresenta as faixas de previsores para o *cracks spread* do diesel das principais consultorias que disponibilizam essa estimativa.

Figura 4 – Evolução da faixa de previsores para o *cracks spread* do diesel, 2018 a 2020



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da cotação do diesel USGC ULSD Pipeline disponíveis das consultorias com dados disponíveis.

Nota: Faixa de Previsores 2018: IHS Rivalry 2018.03, IHS Rivalry 2018.07 (Scenario), IHS Autonomy 2018.07 (Scenario), IHS Vertigo 2018.07 (Scenario), PIRA Price Portal 2019.01, PIRA Ref 2018.11, PIRA High 2018.11, PIRA Low 2018.11 / Faixa de Previsores 2019: IHS Rivalry 2019.05, IHS Rivalry 2019.07 (Scenario), IHS Autonomy 2019.07 (Scenario), IHS Discord 2019.07 (Scenario), PIRA Price Portal 2019.06, PIRA Ref 2019.05, PIRA High 2019.05, PIRA Low 2019.05 / Faixa de Previsores 2020: IHS - Autonomy - 2019-07-01 IHS - Discord - 2019-07-01 IHS - Rivalry - 2019-07-01 IHS - Long Term Outlook - 2020-05-01 PIRA - Low - 2020-08-18 PIRA - Reference - 2020-08-18 WoodMackenzie - 2020-07-16 PIRA - High - 2020-08-18

Primeiramente, podemos notar na Figura 4 que, para cada um dos anos em que as previsões foram realizadas, as faixas de previsores possuem diferentes amplitudes e que, além disso, o intervalo dos previsores do ano de 2020 engloba os previsores de 2018 e 2019.

Um outro ponto que podemos observar é que entre 2018 (ano da preparação do PE 2019-2023) e 2019 (ano da preparação do PE 2020-2024) o valor mínimo para o crack do diesel teve uma redução expressiva, ficando até 2030 abaixo do predictor de 2018. Assim, entre 2018 e 2019 podemos notar uma tendência mais adversa com respeito ao *cracks spread* do diesel. Esse movimento afetou as premissas geradas pela Petrobras e, portanto, explicou parte da queda do valor das refinarias. Entre as motivações para esse movimento podemos destacar:

i) Uma das consultorias incluiu novo cenário de *cracks spreads* mais baixos: a IHS introduziu o cenário “Discord”, com uma visão de futuro para a demanda por derivados, preços e *cracks spreads* mais adversos em relação ao “Autonomy” (o cenário mais baixo da instituição em 2018).

ii) Consolidou-se a percepção de que os efeitos positivos da IMO 2020 sobre o *crack* do diesel seriam mais concentrados no tempo em virtude da capacidade de adaptação da indústria naval, através da instalação de *scrubbers* nos navios. No conjunto de projeções coletado em 2019, o ano de 2021 já apresentava queda significativa em relação a 2020 nos limites inferior e superior da faixa de previsores.

iii) A expectativa de longo prazo para a demanda por diesel foi revisada negativamente em parte dos previsores. A depender da instituição, o efeito é atribuído a uma revisão negativa do crescimento econômico, a uma aceleração da transição energética ou a uma combinação de ambos os elementos.

A maior amplitude dos previsores para o ano de 2020 também fornece uma medida de incerteza vivenciada pelo setor. A pandemia do coronavírus trouxe muitas incertezas, principalmente com respeito ao ritmo da atividade econômica e à velocidade em que ocorrerá a transição para uma economia de baixo carbono e, assim, menor consumo de combustíveis fósseis.

Por fim, a Petrobras rechaça integralmente o trecho a seguir transcrito:

‘A redução de valor evidencia que, em um momento de maior instabilidade, há risco não apenas de que as propostas recebidas sejam em menor valor, em função da aversão ao risco por parte dos compradores, mas também que a própria Petrobras reconhece a perda de valor, possivelmente temporária, do ativo’.

Conforme a Petrobras esclareceu em sua manifestação ao Relatório Preliminar, a maior parte do efeito de redução do piso e ampliação da faixa decorrem de ajustes do PE 19-23 para o PE 20-24 (concluído em período anterior à pandemia, logo sem nenhum efeito desta) e que, em função da clara deterioração da perspectiva macroeconômica, pioraram no PE 20-24 pós-covid.

Desse modo, entende a companhia que os efeitos estão coerentes com a projeção do preço de Brent e as alterações de volumes observadas para os cenários (de processamento de petróleo, de venda de derivados no mercado interno e de exportação de derivados).

É tarefa complexa separar choques permanentes de temporários, sendo possível que uma redução abrupta de valor, em meio ao momento de grande incerteza, seja amplificada ou revertida em prazos mais longos.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

De início, observa-se que a Petrobras esclarece que utilizou, à época da elaboração de valorações contidas no RIAEF da RLAM, dentre outros, um plano estratégico que, na presente manifestação, denomina PE 20-24 Pós-covid, e faz associação do mesmo ao PE 21-25. Porém, assinala-se que, na apresentação “Evolução das Premissas e Decisões do Projeto Phil” da Petrobras, apresentada em resposta a SA nº 821876/11-PB-Ref, em 15.07.2020, fonte dos gráficos 09 e 10 do presente relatório, a empresa denomina o conjunto de premissas existentes como PNG 19-23, PE 20-24 e PE 21-25 Pós-covid, razão pela qual foram realizadas, ao longo do relatório, referências ao PE 21-25, ainda que à época de elaboração dos cenários este plano ainda estivesse em elaboração.

Na sequência, a Petrobras elenca informações e argumentos que buscam explicar as causas da constatação central no ponto 6.1.1, qual seja, de que entre as valorações feitas no RIAEF e no RIAEF da RLAM, em todos os cenários tratados, houve substancial redução de valor. Ou seja, não há essencialmente uma discordância com os auditores quanto a isso, excetuadas as premissas excessivamente pessimistas utilizadas para o cenário Resiliência. Pontua-se que essa argumentação é acessória ao item 6.1 e subitens 6.1.1 e 6.1.2, em que se demonstrou que, apesar dessa redução significativa de valor, foi dada continuidade a esse desinvestimento, ao contrário de outros dentro do mesmo contexto, com a justificativa de já terem sido finalizadas as *Due Diligence*. Essa decisão

implicou na assunção do risco de impacto negativo no resultado do desinvestimento, mantendo-se, portanto, o achado em tela no relatório.

Finalmente, com relação ao trecho rechaçado pela Petrobras, este foi ajustado para evidenciar a opinião da auditoria.

A Petrobras também se manifestou a respeito dos itens 6.1.5 e 6.1.6 do relatório preliminar – itens reenumerados, respectivamente, para 6.1.4 e 6.1.5 na versão final do relatório.

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA

“6.1.5. Das Manifestações da Petrobras

[item reenumerado no relatório final para ‘6.1.4 - Razões apresentadas pela Petrobras para prosseguimento do processo da RLAM’]

Observa-se que o Relatório Preliminar explicitou os motivadores estratégicos dos desinvestimentos no segmento de refino, tal qual informado na manifestação enviada pela Petrobras em 23/11/20: (i) auxiliar na desalavancagem; (ii) buscar a adequação regulatória (TCC); (iii) viabilizar melhor alocação de capital, em especial nos investimentos relativos ao pré-sal, considerando o valor que o petróleo ainda possui no mercado e a vantagem comparativa da Petrobras no segmento de exploração e produção em água profunda e ultra profunda.

De fato, esses motivadores formam parte crucial do contexto no qual os resultados do Projeto Phil serão avaliados. Ao buscar o atingimento desses objetivos, a Petrobras almeja alcançar uma situação melhor do que a que se encontra atualmente, isto é, uma empresa menos alavancada, acessando capital a custo menor, com maior capacidade de realizar investimentos em ativos mais rentáveis (campo de Búzios, p.ex.), em suma, com melhores condições de enfrentar os desafios técnicos, comerciais e financeiros que se avizinham e de gerar melhores resultados para os seus acionistas.

Assim, é importante destacar que a aderência a esses motivadores do que foi e será negociado com os potenciais compradores é tão relevante quanto a discussão sobre os valores a serem percebidos por cada desinvestimento isoladamente.

Feita essas observações iniciais, cabe um breve comentário com relação ao trecho do item 6.1.5 [6.1.4] que estabelece uma estrita relação de causalidade entre o impacto do momento inicial da pandemia da COVID-19 e a postergação dos cronogramas.

Neste ponto, esclarece-se que a razão que norteou a revisão dos cronogramas foi a impossibilidade de conclusão da etapa de *due diligence (site visits e management presentations)* para as refinarias REFAP, REMAN, LUBNOR, SIX, RNEST e REGAP, em razão das restrições de distanciamento social. É incorreto afirmar, portanto, que a Petrobras postergou os cronogramas ‘em razão das incertezas trazidas pela turbulência’. Solicita-se, assim, ajuste neste ponto do Relatório que faz referência ao posicionamento da Petrobras.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

Nessa manifestação ela reforça e detalha o que foi apresentado no item 6.1.4, não trazendo fatos novos ou relevantes para a análise da equipe de auditoria.

Em relação à solicitação de ajustes ao ponto do relatório alegando que “(...) É incorreto afirmar, portanto, que a Petrobras postergou os cronogramas “em razão das incertezas

trazidas pela turbulência”, essa análise já foi realizada na manifestação do item 6.1.2, não restando dúvidas da sua pertinência.

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA

Sobre o item 6.1.5, assim a empresa se manifestou:

“6.1.6. Da Análise das Manifestações da Petrobras

[item renumerado no relatório final para ‘6.1.5 - Análise das razões apresentadas pela Petrobras’]

Neste item 6.1.6 [6.1.5], o Relatório Preliminar esclarece que as explicações formuladas pela Petrobras em sua manifestação de 23/11/2020 *‘a princípio, parecem pertinentes e alinhadas com o planejamento estratégico da empresa’*. Sem prejuízo, informa que *‘análise detalhada dos fundamentos das razões estratégicas não faz parte do escopo de auditoria, o que não prejudica os demais apontamentos do presente trabalho’*.

A Petrobras está à disposição da CGU para apresentar, com maior nível de detalhes, aspectos relacionados às estratégias de redução de alavancagem e melhor alocação de capital.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

Como já explicitado no referido item, a análise detalhada dos fundamentos das razões estratégicas não faz parte do escopo de auditoria, o que não prejudica os demais apontamentos do presente trabalho.

As demais afirmações do achado nº 6, como de que a Petrobras concordou que a pandemia teve forte impacto, mas não explicou suficientemente por que a RLAM seria diferente das demais refinarias, que tiveram os cronogramas adiados, conforme explanado pela empresa em sua petição ao CADE, não foram contestadas.

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA

“6.2. A ampla faixa de valor encontrada no RIAEF e a adoção de premissas de PIB demasiadamente pessimistas no cenário Resiliência, com reflexos nas demais premissas, reduzem a relevância do uso da faixa como principal suporte à tomada de decisão, como realizado pela Comissão de Alienação.

6.2.1. Faixa de valor demasiadamente ampla foi utilizada como principal elemento de tomada de decisão.

A Petrobras esclarece, em relação a amplitude das faixas de valores para um determinado ativo, que elas não são uma função exclusiva dos cenários analisados, mas também da natureza operacional única de cada refinaria.

No caso da RLAM, o cenário Resiliência é especialmente impactado em função de dois efeitos: (1) menor margem bruta de operação e (2) menor vantagem relativa dentro do portfólio de refino da companhia, o que faz com que a RLAM seja despriorizada para atender o mercado num cenário recessivo.

Pelas hipóteses utilizadas entre os cenários, o resiliência considera fatores mais pessimistas que o cenário base. No entanto, julgar que as premissas eram “demasiadamente” pessimistas não faz jus as informações disponíveis em abril de 2020 (elaboração das premissas analisadas pelo relatório), período em que o Brasil

iniciou o *lockdown* por todo o território nacional, sem previsão de retorno a livre circulação e sem expectativa quanto ao desenrolar da pandemia do coronavírus. Dessa forma, solicitamos a retirada do adjetivo “demasiadamente” em todo o texto quando se faz referência ao cenário resiliência.

A relevância do uso de um cenário resiliente é evidente em um mundo em que as transformações acontecem de forma muito rápida, e empresas do porte da Petrobras podem sofrer grandes prejuízos caso os cenários mais desafiadores não estejam mapeados. Assim, dizer que ‘reduz a relevância’ do uso de premissas é o contrário do que acredita toda a equipe técnica responsável pela construção das premissas, pois em um cenário tão incerto quanto o que era apresentado em abril de 2020, apresentar um intervalo estreito seria irrealista e irresponsável por parte dos técnicos. Nesse sentido, solicitamos que “demasiadamente ampla”, “significativamente pessimista” sejam trocadas por “ampla” e “pessimista”.

A Petrobras **não** utilizou os cálculos internos de valoração da RLAM como **principal** critério. De fato, no item 7.2 do DIP – Mapa de Riscos, temos o seguinte:

“[...] Cenário de manutenção do ativo em carteira:

*(i) Risco: Dificuldade de implementação de política de preços competitivos
Severidade: Muito Alta*

Descrição: A Petrobras, por ser uma empresa estatal, está sujeita à interferência do governo e, portanto, existe o risco de dificuldade na implementação de uma política de preços competitivos, alinhada aos preços praticados no mercado internacional, o que poderá resultar em perdas financeiras para a Companhia.

Probabilidade: Média

Justificativa para probabilidade: No cenário de manutenção dos ativos em carteira, ou seja, de não conclusão do Projeto Phil, apesar de a Petrobras manter o monopólio do setor, existem diversas sinalizações do atual governo de que não ocorrerá intervenção na política de preços de derivados da companhia, porém, devido às incertezas quanto as linhas de atuação dos governos, considera-se como equiprovável o risco de a Petrobras ter dificuldade em implementar uma política de preços competitivos.

Impacto: Muito Alto

Justificativa para impacto: Assumindo a mesma série histórica do cenário anterior e que as perdas poderiam se repetir por um período de 4 anos, o impacto potencial estimado, caso os ativos sejam mantidos, seria então da ordem de US\$ 10 bilhões (considerando 100% da capacidade de refino), o que, segundo a régua financeira do total de refinarias do Projeto Phil e a régua financeira da Petrobras, é considerado muito alto. [...]”

Ainda no mesmo DIP encontramos outros fatores importantes que justificam o prosseguimento do processo para a venda da RLAM:

“[...] 13.1. Ao longo dos meses de maio e junho, com apoio do Citibank, foi realizado um mapeamento do mercado e situação dos potenciais compradores para verificação acerca da manutenção da data estipulada para apresentação das propostas vinculantes (Anexo 31 do Relatório da Comissão de Alienação para o Portão 4, Anexo 7 deste DIP). Assim, considerando (i) a complexidade e altos custos envolvidos para conclusão de uma diligência

desse porte; a conclusão da *due diligence* apenas das refinarias RLAM e REPAR; (iii) a dificuldade em manter-se equipes internas e de consultores externos engajados por um longo período de tempo; (iv) o início de recuperação do mercado de *Oil and Gas* (O&G), e a perspectiva de continuidade do movimento de recomposição das margens de refino (principal *drive* de valor para segmento de refino); (v) a preparação dos investidores para apresentação de ofertas vinculantes neste momento, concluiu-se pela possibilidade de manutenção da data de recebimento de propostas vinculantes para 25/06/2020, apenas para o cluster RLAM.

13.2. Ademais, cabe ressaltar que o prosseguimento da execução da Carteira de Desinvestimentos da Petrobras permanece como pilar do Plano de Resiliência e geração de caixa da companhia.

13.3. Sendo assim, a Petrobras, em decisão colegiada, decidiu manter a data para apresentação da proposta vinculante da RLAM em 25/06/2020, e escalonar as datas das demais refinarias, de forma a possibilitar a obtenção dos melhores resultados pela Petrobras. Tal estratégia de cronograma foi validada em 20/05/2020, em Reunião de Análise Crítica (RAC), com DRGN e DFINRI (Anexo 32 do Relatório da Comissão de Alienação para o Portão 4, Anexo 7 deste DIP).

[...] 17.2. A fim de se avaliar a robustez das propostas recebidas em cenários corporativos pré-pandemia, a análise complementar solicitada também avaliou a RLAM nos cenários Base e Resiliência do PE 20-24 que estavam vigentes até 27/04/2020”.

Dessa forma, solicitamos trocar “principal critério” por “um dos critérios”.

Mais à frente no texto da CGU podemos ler “Faixas de valores tão largas, não propiciam, isoladamente, suporte à alta administração [...]” Dado o exposto, pedimos retirar toda a frase.

Ainda nesta seção podemos ler (grifos nossos):

“[...] Contudo, com uma faixa de valores tão ampla e com um piso de valor (cenário Resiliência) “rebaixado” no RIAEF, a avaliação perde, consideravelmente, importância como suporte a decisão. [...]”

Dado o cenário futuro altamente incerto, discordamos dessa afirmação e reforçamos que em um ambiente de incerteza, qualquer faixa de valores entre um cenário pessimista e um cenário otimista será ampla. Isso foi um resultado associado a um contexto de elevada incerteza. Vale esclarecer que na Petrobras um resultado quantitativo não é uma escolha, e sim reflexo das informações de entrada do modelo e de regras matemáticas pré-definidas. Caso fosse uma escolha, o método seria colocado em credibilidade por ser construído para alcançar um valor antecipadamente esperado. Ainda no parágrafo do relatório da CGU podemos ler a seguinte comparação:

“[...] tem efeito semelhante a um laudo de avaliação imobiliária [...]”

Consideramos essa comparação inapropriada, pois um imóvel é completamente diferente de um ativo produtivo que possui um valor adicional advindo das condições de mercado que podem ou não ser favoráveis ao seu produto. Para ressaltar que a comparação é inválida podemos pensar em como cada ativo pode gerar renda para uma nação. Caso seja um imóvel usado, o serviço gerado por ele ao seu inquilino (bem-estar da moradia) não entra na mensuração do Produto Interno Produto (PIB), enquanto a produção de derivados de petróleo gera um valor adicionado que é contabilizado no PIB.

No penúltimo parágrafo da seção 6.2.1 podemos ler:

“[...] alargou em demasia a faixa de valor da RLAM. Sendo um ativo mais sensível, conforme afirmado pela empresa, tem-se a tempestade perfeita: Momento Crítico + Premissas Pessimistas + Alta Sensibilidade das Margens de lucro = Maior Perda de Valor.”

Novamente solicitamos retirar a palavra “demasia”.

No último parágrafo da seção, o relatório afirma que “[...] as faixas do PE 20-24 e PE 21-25 são muito amplas e, portanto, pouco úteis.” Considerando o que foi discutido anteriormente dizer que a faixa de valor são “pouco úteis” pois são amplas, é desconsiderar as informações disponíveis em abril de 2020 em que existia um alto grau de incerteza sobre o desdobramento da pandemia, das ações governamentais e de seus efeitos sobre a atividade econômica.

Ainda neste ponto 6.2.1, o Relatório Preliminar menciona que *“a Comissão de Alienação da Petrobras para o Projeto Phil utilizou essas avaliações como principal critério para a análise e eventual aprovação das propostas vinculantes (anexos III e IV) apresentadas para o cluster RLAM (...)”*.

E no próprio título do item 6.2. é dito que *“a ampla faixa de valor encontrada no RIAEF e a adoção de premissas de PIB demasiadamente pessimistas no cenário Resiliência, com reflexos nas demais premissas, reduzem a relevância do uso da faixa como principal suporte à tomada de decisão, como realizado pela Comissão de Alienação.”* (grifos nossos).

Importante esclarecer que a responsabilidade da Comissão de Alienação, em conjunto com o Gerente Geral do Projeto, é classificar as propostas de acordo com os critérios previamente estabelecidos na *Process Letter* e aprovados pela Diretoria, de acordo com o item 6.10.3 da Sistemática de Desinvestimentos da Petrobras:

*“6.10.3. A Comissão de Alienação analisará e classificará as Propostas Vinculantes, segundo os critérios objetivos previamente definidos na Carta-convite ou *Process Letter* e aprovados pela Diretoria Executiva, que deverão constar, justificadamente, no relatório a ser preparado pela Comissão de Alienação.”*

Reiteramos, portanto, esclarecimento prestado em reunião, no sentido de que não cabe à Comissão de Alienação a aprovação da classificação das ofertas propostas vinculantes, mas à Diretoria Executiva, tal qual disposto no item 6.10.5 da Sistemática:

“6.10.5. Obtidas as Propostas Vinculantes em seus termos finais e realizada a sua classificação nos termos do item 6.10.3, a Comissão de Alienação, em conjunto com o Gerente Geral do Projeto, o Titular da Estrutura Geral Responsável e o Titular da Estrutura Geral Vinculado deverão submeter a deliberação pela Diretoria Executiva a aprovação da classificação e das condições para o início das negociações por Melhores Condições para a Petrobras com o Potencial Comprador, nos termos do item 6.11 e seus subitens.”

Nesse contexto, o documento que consolida todos os motivadores para a tomada de decisão quanto à classificação das ofertas e início da negociação com o potencial comprador que apresentou a melhor oferta é o DIP relativo ao Portão 4.

Por essas razões, solicita-se que o Relatório contemple esses esclarecimentos sobre o papel da Comissão de Alienação e sobre o que foi efetivamente aprovado por ocasião da deliberação da Diretoria Executiva sobre o DIP relativo ao Portão 4.

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

Destaca-se, inicialmente, que o achado de auditoria foi ajustado para enfatizar que o papel da Comissão de Alienação é limitado à proposição da aprovação para deliberação da Diretoria Executiva, conforme enfatizou a companhia em sua manifestação.

a) Da especificidade da RLAM

Sobre o assunto, destaca-se o seguinte trecho da resposta da Petrobras:

“A Petrobras esclarece, em relação a amplitude das faixas de valores para um determinado ativo, que elas não são uma função exclusiva dos cenários analisados, mas também da natureza operacional única de cada refinaria.

No caso da RLAM, o cenário Resiliência é especialmente impactado em função de dois efeitos: (1) menor margem bruta de operação e (2) menor vantagem relativa dentro do portfólio de refino da companhia, o que faz com que a RLAM seja despriorizada para atender o mercado num cenário recessivo.”

A afirmação da empresa de que o valor interno da RLAM é mais sensível em relação às demais refinarias, confirma o aqui constatado de que utilizar cenários com premissas muito pessimistas (item 6.2.2), em desacordo com as previsões de mercado, que, em conjunto com momento de “stress” dos indicadores econômicos em virtude da pandemia, alargaram em demasia a faixa de valor da RLAM. Sendo um ativo mais sensível, conforme afirmado pela empresa, tem-se a tempestade perfeita: **Momento Crítico + Premissa Pessimistas + Alta Sensibilidade das margens de lucro.**

b) Das solicitações de retirada da expressão “em demasia”, “demasiadamente” e “significativamente ampla”

No decorrer do relatório foi demonstrado que as premissas utilizadas no cenário resiliência foram demasiadamente pessimistas no cenário resiliência, tanto que a própria empresa se dispôs a rever essas premissas em uma nova valoração, assunto esse abordado na presente análise da manifestação do item 6.1.1. Nessa manifestação não foi demonstrado uma origem clara das premissas demasiadamente pessimistas adotadas nos cenários Resiliência, como um PIB de -15%, quando a pior previsão do mercado no período pós pandêmico foi de -6,48%.

Adoção de tal premissa e as dela decorrentes, resultaram em faixa de valor significativamente (ou demasiadamente) amplas. Assim sendo, mantêm-se o texto original.

c) Da solicitação de troca da expressão “principal critério” por “um dos critérios”

Aqui a Petrobras afirma que a faixa de valor é um entre vários critérios utilizados para subsidiar a aprovação das ofertas vinculantes e a passagem de fase no processo de alienação. Como demonstrado no item 6.2.1 do relatório preliminar, a referida faixa de valor foi o “principal critério” apresentado pela Comissão de Alienação para suporte à tomada de decisão sobre aprovação das propostas vinculantes. Assim, não obstante a

existência de descrição de razões adicionais, tais como as elencadas no DIP – Mapa de Riscos, entende-se que a exposição da citada comissão tem um papel preponderante para subsídio à tomada de decisão.

Assim sendo, mantêm-se o texto original.

d) Das causas da redução do piso

Sobre o assunto, a Petrobras assim se manifestou:

“Conforme a Petrobras esclareceu em sua manifestação ao Relatório Preliminar, a maior parte do efeito de redução do piso e ampliação da faixa decorrem de ajustes do PE 19-23 para o PE 20-24 (concluído em período anterior à pandemia, logo sem nenhum efeito desta) e que, em função da clara deterioração da perspectiva macroeconômica, pioraram no PE 20-24 pós-covid.

Desse modo, entende a companhia que os efeitos estão coerentes com a projeção do preço de Brent e as alterações de volumes observadas para os cenários (de processamento de petróleo, de venda de derivados no mercado interno e de exportação de derivados).”

Estão coerentes os efeitos da Pandemia com o resultado das projeções, indo de acordo com o que se afirmou no item 6.1.1 “Dos efeitos da Pandemia da COVID-19 em diversos indicadores econômicos e no RIAEF”. Depreende-se da reposta da empresa que a projeção do Brent é uma das causas que explicam a redução do piso, e que foi uma das premissas que foram definidas de forma demasiadamente pessimista.

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA

“6.2.2. Premissas significativamente pessimistas sem a devida fundamentação.

Cenários são descrições coerentes, internamente consistentes e plausíveis de um possível estado futuro do mundo. Não se trata, portanto, de uma previsão; em vez disso, cada cenário é uma imagem alternativa de como o futuro pode se desdobrar.

Contudo, dado o conjunto de narrativas que caracterizam esses futuros alternativos, é possível e recomendável elaborar quantificações consistentes com essas histórias. É precisamente a quantificação dessas narrativas que oferece as bases materiais para a realização de estudos prospectivos, análises econômico-financeiras, dando suporte ao processo de tomada de decisão num ambiente de elevada incerteza.

Para isso, a área de Estratégia da Petrobras conta com um amplo conjunto de ferramentas e métodos de quantificação que buscam descrever com o maior grau de detalhe possível os mercados de energia, em particular, derivados de petróleo, gás natural e eletricidade.

O processo de elaboração de premissas é permeado pela monitoração contínua do ambiente externo e tem início com a caracterização da conjuntura econômica, definida pela evolução no tempo de suas principais variáveis (PIB Global, PIB doméstico, taxa básica de juros dos EUA e do Brasil, câmbio e inflação). Esse conjunto de pressupostos econômicos flui para os modelos de demanda, oferta e preços, tendo como resultado distintos conjuntos de premissas associados a cada cenário.

Como mencionado, o principal elemento diferenciador dos cenários da Petrobras é o ritmo em que se dará o fenômeno socioeconômico e tecnológico denominado transição energética e que aponta para grandes transformações na indústria de energia. Os riscos associados a esse processo de transição já se destacam como uma grande preocupação por parte de investidores e acionistas que exigem de forma crescente a incorporação desses riscos ao processo de planejamento das empresas. A Petrobras tem direcionado esforços crescentes para se adequar a essas novas demandas de seus públicos de interesse. Os cenários da Petrobras refletem fortemente esse contexto, com o cenário Resiliência, em particular, incorporando de forma mais acelerada os desafios da mudança e carregando as quantificações mais adversas para uma empresa focada em fósseis.

Cabe frisar que o processo de geração de premissas é lastreado em padrões internos, inclusive estando sujeito a controle SOX (ATI65). Os resultados são avaliados por áreas pares, apreciados por gerentes de linha e gerente executivo da Estratégia Corporativa e, por fim, encaminhados para apreciação e aprovação da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração da Petrobras, antes que possam ser utilizados nos processos corporativos.

O mesmo conjunto de premissas é utilizado para avaliação econômica e aprovação de projetos de investimento, avaliação econômica (*valuation*) dos ativos de projetos de desinvestimentos, dimensionamento de reservas de petróleo e gás natural, desenho de políticas comerciais e avaliação financeira do Plano Estratégico. As premissas são disponibilizadas para os usuários envolvidos nesses processos por meio de um sistema corporativo em ambiente SAP (Sistema de Premissas), com controle de acesso para leitura e modificação.

Dessa forma, utilizar um cenário em que a transição energética acontece de forma mais acelerada não deve ser interpretado como um risco e sim uma cautela quanto aos diversos dados e estudos que apontam que a pandemia pode estar impulsionando a velocidade da mudança para uma economia de baixo carbono (Fuentes et al., 2020; Kanda e Kivimaa, 2020; Kuzenko et al., 2020; Klemes et al., 2020).

Em abril de 2020 existiam muitas incertezas. Não havia perspectiva com respeito a descoberta de vacina, não se sabia ao certo a intensidade e severidade com que o vírus poderia afetar a população mundial, não se sabia se o *lockdown* em países do hemisfério norte iria se estender até no verão (período entre junho/setembro), não se sabia a duração das ações governamentais, etc. Assim, o cenário resiliência (pessimista por construção) apontou uma queda acentuada do PIB. Isso é explicado pela persistência do duplo choque de oferta (pessoas não podem trabalhar e empresas não podem funcionar) e demanda (queda no consumo). Além disso, a trajetória de recuperação (taxa de crescimento) não se distingue significativamente do PE 20-24. Essa trajetória é aceitável na medida em que governos e empresas aumentam excessivamente o seu endividamento, eliminando uma retomada pelo lado dos investimentos (importante componente de demanda associado aos ciclos econômicos).

Os impactos econômicos da pandemia do coronavírus são inéditos e difíceis de serem associados a qualquer acontecimento histórico. Dessa forma, discordamos do trecho do relatório que tenta diminuir a magnitude da pandemia ao afirmar que

[...] um cenário como esse se equipara a cenários de pós-guerra, onde a estrutura de produção tenha sido destruída ou seriamente danificada [...].

Crises econômicas severas podem acontecer mesmo se as edificações continuarem intactas. Entre 2015 e 2016, por exemplo, enquanto o mundo cresceu 5,4%, o PIB do Brasil caiu aproximadamente 7%. De fato, a geração de valor adicionado acontece através de diversas decisões individuais e/ou coletivas associadas, por exemplo, ao consumo, investimento e poupança, e qualquer fator que afete essas decisões pode gerar impactos relevantes sobre a atividade econômica, mesmo se as plantas produtivas não forem destruídas.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

A Petrobras discorre sobre tópicos teóricos e acessórios sobre as premissas utilizadas. Contudo, nessa resposta, não foi abordada a questão da fragilidade de premissas utilizadas no cenário Resiliência do RIAEF, entre elas a de que no PE 21-25, utilizado como base do RIAEF da RLAM, no qual o PIB Brasil, no ambiente pós-COVID, <Trecho suprimido por solicitação da Unidade, em função de sigilo, com base no §1º, do art.5º, do Decreto nº 7.724/2012>. Também não foram abordadas as consequências diretas e indiretas dessa previsão nos demais indicadores e premissas (demanda por derivados, o Fator de Utilização do Refino e as margens dos derivados), tampouco foi explicado o porquê de se considerar uma recuperação do PIB apenas em 2032, 12 anos depois.

A principal argumentação da Petrobras, basicamente, é que se trata de um período de muita incerteza e volatilidade, reforçando o apontamento 6.1 do relatório: “Assunção de risco significativo ao dar continuidade ao processo em momento de turbulência econômica (Covid-19).”

Como essa fragilidade na sustentação das premissas utilizadas é o cerne do relatado nesse ponto, e não foi contestada, mantem-se o apontamento.

A seguir serão analisados os argumentos acessórios (itens 6.2.3 e 6.2.4) ao achado 6.2. Importante alertar que esses itens reforçam a fundamentação principal, apresentada nos itens 6.2.1. e 6.2.2., mas não são essenciais a manutenção do achado.

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA

“6.2.3. *Disclaimers* do RIPAEF e RIAEF.

O valor da RLAM para o cenário resiliência (e para o crescimento) foi feito utilizando o otimizador PLANINV, compatibilizando as principais variáveis exógenas do modelo com as premissas do resiliência.

O planejamento estratégico é feito em detalhes para o cenário base. No entanto, para manter a consistência entre as rodadas do PLANINV para os diferentes cenários, são definidas as principais variáveis exógenas que podem ter impacto significativo nos diferentes *outputs* gerados pelo PLANINV (diferentes alocações de derivados de petróleo). Por exemplo, o tamanho da demanda nacional por combustíveis e as diferentes margens dos derivados são premissas essenciais do modelo que podem afetar diretamente o mix da produção e, logo, o valor do ativo. Em outras palavras, esses fatores são fundamentais para que o modelo de otimização faça a alocação correta (segundo determina métrica) das diversas correntes de petróleo e gere o melhor mix de produto que maximiza o lucro.

Dessa forma, o fato de não esgotar todas as possibilidades de alterações das hipóteses entre o cenário base e o resiliência é uma simplificação sem impacto relevante ao *valuation*. Os principais *drivers* de valor estão refletidos nos cenários, e as limitações do modelo – limitações são inerentes a qualquer modelo – não trazem prejuízo às análises apresentadas.

O motivo de colocarmos que “não utilizamos todas as mudanças que são feitas para o base” e que isso “pode ter uma solução não ótima” está relacionado apenas ao fato de que não alteramos as hipóteses que possuem baixo impacto no *valuation*. Soma-se a isso o nosso compromisso em dar transparência as limitações do modelo. Além disso, assumir algumas hipóteses que não afetam significativamente o resultado é um método usualmente utilizado dentro da pesquisa acadêmica que trabalha com modelos

estruturais e utiliza simulações para gerar contrafactuais, ou seja, mudar apenas as premissas relevantes é considerado uma boa prática dentro da pesquisa científica.

Dado o exposto, discordamos do relatório da CGU em que diz que ‘Em desacordo com as boas práticas, as projeções para os cenários Resiliência e Crescimento foram realizadas com inconsistência de premissas [...]’, e que isso poderia afetar ‘[...] negativamente a confiabilidade do modelo de valoração nesses cenários.’

Uma outra crítica feita nesta seção é com respeito a seguinte hipótese: foi considerado um fluxo de caixa igual a zero para anos em que o fluxo de caixa é negativo.¹ Essa hipótese está fundamentada no fato de que a empresa sempre tem uma opção melhor do que operar com resultado negativo (não operar em determinado período é sempre uma opção), ou seja, a hipótese acima se sustenta ao se considerar as diversas opções disponíveis na dinâmica corporativa. Assim, essa hipótese está consistente com a afirmação do próprio relatório da CGU de que “Em um cenário real, medidas seriam tomadas para que a refinaria pudesse operar por mais tempo gerando valor.”

Vale ressaltar que os fluxos de caixa negativo não implicam na dedução de excesso de pessimismo no cenário. De fato, o fluxo de caixa negativo para a RLAM é explicado por 3 fatores: 1) pelo perfil operacional da RLAM, que possui margens estreitas e é mais sensível que as demais refinarias; 2) pela eficiência relativa da RLAM dentro do parque de refino, por ser menos competitiva que as demais na produção de diesel e gasolina, a sua margem acaba sendo ainda mais impactada e; 3) os maiores riscos de mercado representados no cenário resiliência. Ressalta-se que isso não é um efeito comum nas demais refinarias avaliadas no Phil.

A seção do relatório da CGU termina com a seguinte frase:

‘[...] demonstrando um modelo com premissas bem pessimistas e sem uma estimativa da probabilidade desse cenário ocorrer.’

Assim, conforme todas as explicações dadas nesta seção, a Petrobras não corrobora a afirmação do texto que diz que as premissas foram feitas com inconsistências.

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

Em relação ao apontamento sobre a “solução não ótima”, abordado em função do seguinte *disclaimer* do RIPAEF e RIAEF da RLAM (*grifos nossos*):

(...) Apesar das análises contemplarem os três cenários corporativos nas estimativas do BEV, como algumas projeções operacionais são feitas apenas para o cenário Base, utilizar estas premissas operacionais com premissas de preços dos **cenários Resiliência e Crescimento** pode apresentar uma **solução não ótima**, dado que o escopo ideal para um novo cenário poderia ser outro.

A depreender da leitura desse, tem-se que as premissas foram utilizadas com inconsistências. Se essas inconsistências podem ter um impacto significativo na avaliação, seja qual for esse impacto, não é possível deduzir do apresentado no RIAEF e no respectivo *disclaimer*. Caberia a empresa explicitar e quantificar, no RIAEF, quão relevante poderia ser essa “solução não ótima”, detalhando o que foi informado à CGU no seguinte trecho da manifestação:

“(...) Os principais *drivers* de valor estão refletidos nos cenários, e as limitações do modelo – limitações são inerentes a qualquer modelo – não trazem prejuízo às análises apresentadas.

O motivo de colocarmos que “não utilizamos todas as mudanças que são feitas para o base” e que isso “pode ter uma solução não ótima” está relacionado apenas ao fato de que não alteramos as hipóteses que possuem baixo impacto no *valuation*.”

O mesmo ocorre com o *disclaimer* seguinte (grifos nossos):

(...) O Resultado Operacional apresentado para o cenário Resiliência, corresponde ao VPL máximo acumulado do fluxo, que ocorre em 2032, e **não representa uma visão realista de valor para o ativo**, visto que só contempla 12 anos de fluxo. Em um cenário real, medidas seriam tomadas para que a refinaria pudesse operar por mais tempo gerando valor. Por outro lado, mesmo que a decisão fosse de fato de encerrar as operações em 2032, deveriam ser considerados custos de encerramento e desmobilização, além da recuperação do capital de giro no último ano e do valor residual de uma parcela de seus ativos.

Diante do exposto, mantem-se o inicialmente apontado no Relatório Preliminar.

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA

6.2.4. Instrução normativa CVM nº 361.

Não entendemos como razoável utilizar uma regra de bolso de “10%” ou qualquer outro valor fixo sem considerar o contexto e as expectativas futuras quanto aos negócios de um determinado ativo.

Em um setor que pode sofrer mudanças estruturais devido, por exemplo, a maior velocidade com que pode se dar a transição energética, considerar cenários para a avaliação do ativo, ajuda a refletir as diversas incertezas que não são projetáveis através das correlações históricas. Assim, discordamos da seguinte afirmação do relatório:

[...] O objetivo, nesse ponto, foi demonstrar que uma diferença de 3,7 vezes entre o valor máximo e mínimo, definitivamente, não é razoável como suporte à tomada de decisão. A afirmação de que essa diferença não é razoável não foi contestada pela Companhia.’

Entendemos que essa diferença de 3,7 é razoável no sentido de ser ‘aceitável pela lógica’, pois as premissas para o valor do ativo foram construídas em um momento completamente novo em que estatísticas passadas não eram suficientes. Portanto, era razoável esperar uma ampla diferença entre os cenários dado o elevado grau de incerteza.

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

O critério da instrução normativa CVM nº 361, como relatado, foi utilizado para não restringir a análise ao apenas no campo da “impressão” e do bom senso do que seria um intervalo de valor razoável. Foi colocado que essa instrução normativa não seria aplicável diretamente ao caso, mas que o racional por trás de dessa regra é perfeitamente aplicável. O objetivo aqui era demonstrar que uma diferença de 3,7 vezes entre o valor máximo e mínimo não é razoável como suporte à tomada de decisão, o que se continua a sustentar.

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA

6.3. Fragilidade da Utilização de Cenários para definir a faixa de valor como relevante suporte à tomada de decisão

Cabe salientar que o método de Cenários Prospectivos é utilizado pela Petrobras como ferramenta no processo de elaboração do Planejamento Estratégico há mais de 30 anos, estando sempre ancorado na literatura (ver por exemplo Schwartz (2000) e Godet (2000)). Em linhas gerais, o principal objetivo no uso deste método na Petrobras é testar o desempenho de seu portfólio de ativos em cenários alternativos que sejam consistentes e plausíveis.

Nos mercados de atuação da companhia, em particular, os cenários são imprescindíveis, uma vez que as decisões de investimentos e desinvestimentos requerem análises em horizontes de longo prazo, os quais estão necessariamente associados a níveis de incerteza muito elevados. Neste sentido, os cenários têm como objetivo ampliar o escopo das percepções possíveis de longo prazo da companhia, conferindo maior robustez às análises envolvendo a aquisição e/ou venda de ativos.

Vale ressaltar que grande parte das empresas e consultorias do setor de Óleo e Gás trabalham com diversos cenários, sem considerar qualquer distribuição de probabilidade e, assim, sem ter um valor esperado. A Figura 5 apresenta um resumo de algumas empresas e os respectivos cenários utilizados para a elaboração do plano estratégico.

Figura 5 – Empresas do setor de O&G que utilizam cenários para o planejamento

Instituição	Nome do Cenário	Ritmo da Transição Energética	Horizonte
Shell	<i>OCEANS</i>	Lenta	2100
	<i>MOUNTAINS</i>	Moderada	
	<i>SKY</i>	Muito acelerada	
British Petroleum (BP)	<i>BUSSINESS AS USUAL</i>	Lenta	2050
	<i>RAPID</i>	Acelerada	
	<i>NET ZERO</i>	Muito acelerada	
Equinor	<i>RIVALRY</i>	Lenta	2050
	<i>REFORM</i>	Moderada	
	<i>RENEWABLE</i>	Acelerada	
Agência Internacional de Energia (IEA)	<i>DELAYED RECOVERY</i>	Muito lenta	2040
	<i>STATED POLICIES</i>	Lenta	
	<i>SUSTAINABLE DEVELOPMENT</i>	Acelerada	
	<i>NET ZERO EMISSIONS</i>	Muito acelerada	

Observa-se que a Figura 5 apresenta apenas uma amostra das empresas que utilizam cenários para o planejamento. Além disso, também se pode notar que a Agência Internacional de Energia está na tabela e considera cenários para as suas previsões. As consultorias IHS Markit, PIRA e Wood Mackenzie também utilizam diferentes cenários sem lhes atribuir uma medida de probabilidade.

Portanto, na medida em que os cenários buscam suportar processos decisórios em condições de elevada incerteza, a própria literatura de cenários não recomenda o uso de probabilidades na definição dos cenários alternativos, de modo a não criar nenhum tipo de viés nas análises prospectivas. Todas as percepções futuras, desde que plausíveis e consistentes, devem ser tratadas como equiprováveis, induzindo a consideração de um amplo conjunto de oportunidades e ameaças por parte dos tomadores de decisão.

Nos cenários atuais da Petrobras, uma das principais incertezas diz respeito à chamada “transição energética”, a qual pode nos levar para uma economia de mais baixo carbono. A adoção do método de cenários, a partir da combinação de fatores econômicos, (geo)políticos, sociais, ambientais e tecnológicos,

apontou para distintas possibilidades de trajetórias e resultados para esta transição. Os eventos mais recentes decorrentes da pandemia do coronavírus aprofundaram ainda mais as incertezas, estimulando uma série de mudanças comportamentais, as quais vêm provocando impactos significativos nos setores energéticos. Em períodos de grande incerteza, é esperado que o grau de diferenciação dos cenários torne-se ainda maior.

É importante caracterizar que a utilização de cenários é uma metodologia que busca refletir de maneira objetiva efeitos da incerteza na avaliação dos ativos. Uma vez que nenhuma avaliação é perfeita, e considerando a característica de parte das refinarias de terem margens estreitas (sendo, portanto, mais suscetíveis a variações bruscas de valor), entendemos que é pertinente buscar ser transparente com os decisores sobre os riscos envolvidos nos números apresentados.

Na natureza de qualquer negócio existe um equilíbrio nas decisões onde se pondera o quanto se pode ganhar com quanto se pode perder, e a partir do apetite aos riscos envolvidos de cada instância, as avaliações dos cenários são ponderadas para se chegar a uma melhor decisão.

Na Petrobras, avaliações por cenários são efetuadas tanto para fins de planejamento como para decisões de capital, tratando de maneira similar e coerente investimentos, aquisições e desinvestimentos. No caso dos desinvestimentos a metodologia é abordada em padrões internos (DI-1PBR-00170), já disponibilizado ao longo da presente auditoria.

Dado todo o exposto nesta seção e nas seções anteriores não concordamos com a frase do início da seção do texto do CGU de que “A metodologia de cenários utilizada na avaliação do projeto Phil não se mostrou adequada [...]”.

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

A Petrobras faz uma veemente defesa da utilização dos cenários. Contudo, o Relatório Preliminar não afirma que não se utilize cenários. A empresa afirma em sua resposta (grifos nossos) que “Em linhas gerais, o principal objetivo no uso deste método na Petrobras é testar o desempenho de seu portfólio de ativos em cenários alternativos **que sejam consistentes e plausíveis.**”

O fato de o uso de cenários como ferramenta de gestão ser de ampla aceitação pelo mercado corporativo não dispensa que os mesmos, em linha com o afirmado pela própria Petrobras, **tenham premissas e parâmetros razoáveis e coerentes**, sendo da maior importância definir as probabilidades desses cenários serem atingidos ou ultrapassados.

Destaca-se, finalmente, que em linha com os argumentos tratados na análise do item 6.2.1, a expressão “relevante suporte” no título do item 6.3. foi substituída, na versão final do relatório, por “principal suporte”.

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA

“6.3.1. Dificuldade de realizar tratamento probabilístico em cenários distintos do Cenário Referência.

O relatório argumenta que “[...] é da maior importância definir probabilidades desses cenários ocorrerem [...]”. No entanto, a probabilidade de um conjunto específico de fatores dentre diversos outros ocorrer no futuro possui ‘medida nula’, isto é, são combinações de diversos fatores que precisam ocorrer na exata medida o que, apesar de ser possível, possui probabilidade zero. O que a estatística nos ensina quando trabalhamos com variáveis contínuas é que devemos olhar para faixas de valores acima ou abaixo (e não

igual) de determinada estatística pontual para se ter uma probabilidade maior que zero do evento acontecer.

No relatório, os autores argumentam que seria possível dar probabilidade aos cenários utilizando uma simulação de Monte-Carlo. Como colocado no parágrafo anterior, a análise de cenários trabalha com ambientes estruturalmente diferentes, não sendo possível estimar as interdependências entre esses cenários utilizando informações passadas. O que se pode fazer seria, analisar um intervalo de confiança para um determinado cenário, como é o caso da análise feita para se tomar decisões de investimento no E&P (note que isso é diferente de associar probabilidades entre os 3 cenários supondo que a soma dessas 3 possibilidades esgotasse o espaço de possibilidades). Vale ressaltar, no entanto, que mesmo as avaliações de Monte-Carlo não consideram em seus cenários otimizações operacionais completas, sendo sujeitas à crítica de Lucas (Lucas, 1976).

Novamente o relatório argumenta que a utilização de cenários perde a relevância como suporte a decisão devido a ampla faixa dos valores. No entanto, mesmo que se utilize uma distribuição de probabilidade para um dado cenário, irão existir eventos de cauda que poderão levar a valores extremos da variável, inclusive com valores muito piores dos valores calculados no cenário de resiliência.

Ainda nesta seção do relatório da CGU, lemos que:

‘[...] em situações como essa aqui relatada, agravada pela situação pandêmica, onde as incertezas crescem muito, pode-se considerar duas opções: (1) ou se aguarda o cenário futuro se estabilizar e aí se realiza uma nova avaliação ou (2) se faz um cenário único, ajustando as premissas operacionais e de preços, utilizando, por exemplo, mercados futuros, com uma taxa de desconto atualizada que irá refletir as incertezas do mercado e do setor no momento de pandemia através do Beta e dos demais indicadores de risco.

Essa segunda opção foi calculada, de forma consistente, no cenário Base, restando calcular a faixa de valor razoável para a tomada de decisão, utilizando, entre outras, as ferramentas de análise e simulação aqui comentadas. Essa última opção é amplamente utilizada em avaliações de empresas dos mais diversos setores econômicos.’

Agradecemos a sugestão e, como os aperfeiçoamentos e melhorias são um processo contínuo, vamos avaliar incluir em análises futuras medição de probabilidade da realidade se mostrar mais ou menos desafiadora no futuro do que aquela descrita nos cenários corporativos aprovados pelo CA da Petrobras para aumentar o conjunto de informação dos decisores. Ressalva-se que, tecnicamente, essas análises quantitativas de risco tendem a subestimar as rupturas estruturais que eventualmente podem ocorrer no futuro, como a transição energética, isso pelo fato das análises se basearem em realizações históricas. Ainda, essa avaliação, realizada a partir de técnicas como a de Simulação de Monte-Carlo, requer a definição nada trivial das interrelações entre as variáveis a serem previstas, o que tende a tornar necessárias algumas simplificações.

Diante disso, sugerimos que a redação da recomendação relativa ao achado 6.3 passe a ser a seguinte: ‘Em relação ao Achado nº 6.3 (Fragilidade da Utilização de Cenários como fator dominante para a tomada de decisão), recomenda-se que a Petrobras avalie, para os *valuations* futuros, realizar a medição de probabilidade da realidade se mostrar mais ou menos desafiadora do que aquela descrita nos cenários corporativos.’”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

Foram expostos vários argumentos sobre as limitações do tratamento probabilístico dos diferentes cenários. Contudo, como ao final dessa manifestação, a empresa se propõe a

avaliar a inclusão dessa avaliação probabilística em futuras análises, o achado de auditoria fica mantido. Ressalta-se também que recomendação nº 3 foi adaptada em decorrência de realização de reunião para busca conjunta de soluções.

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA

“6.3.2 Petrobras indica que o cenário base é a referência na negociação

No início da seção do relatório há uma afirmação que discordamos: ‘A confirmar que a utilização de cenários não é apropriada para determinar uma faixa de valor como principal suporte [...]’. Entendemos que a utilização de cenários é apropriada, mas que avaliaremos adicionar em nossos processos a medição de probabilidade da realidade se mostrar mais ou menos desafiadora do que aquela descrita nos cenários corporativos.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

Sobre o assunto específico desse item de que o cenário base é a referência não houve manifestação. O aqui manifestado, de que a utilização de cenários não é apropriada para determinar uma faixa de valor como principal suporte à decisão, foi objeto de análise da manifestação do item 6.3. Portanto, mantém-se o achado.

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA

“6.3.3 Metodologia não utilizada até o momento na avaliação de estatais para venda no Brasil. & 6.3.4 Metodologia do PND.

Não entendemos como argumento de crítica ao método utilizado pela Petrobras o simples fato de que esse tipo de avaliação não foi ‘utilizado até o momento em estatais para venda no Brasil’. O fato de não ser aplicado por outras estatais não invalida a utilização pela Petrobras.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

Acata-se o argumento que, por si só, a metodologia de cenários não ter sido utilizada até o momento nas privatizações, invalide a utilização pela Petrobras. Assim sendo, o item 6.3.3 não se configura um argumento principal, e sim acessório. Essa mudança foi refletida no relatório final.

MANIFESTAÇÃO DA UNIDADE AUDITADA

“6.3.5. O Processo de análise econômica de E&P da Petrobras.

No processo de análise do E&P se utiliza um intervalo probabilístico tendo como referência (valor determinístico) o cenário base. Assim, é calculado uma distribuição de probabilidade para este cenário. Como dito no relatório, essa análise é feita para os estudos de investimento do E&P. Agradecemos novamente o apontamento e vamos avaliar adicionar em nossos processos a medição de probabilidade da realidade se mostrar mais ou menos desafiadora do que aquela descrita nos cenários corporativos.”

ANÁLISE DA EQUIPE DE AUDITORIA

A Petrobras manifestou, em resposta aos itens 6.3.1 e 6.3.5, a possibilidade de avaliar a utilização de tratamento probabilístico como forma de indicar se a realidade se mostrará

mais ou menos desafiadora do que aquela descrita nos cenários corporativos. Assim, mantem-se o achado 6.3.5., que se limitou a exemplificar uma aplicação da prática pela própria companhia.