

A Petrobrás não teve o prejuízo com Pasadena estimado pelo TCU, mas “lucro” em relação à avaliação de 2006

Paulo César Ribeiro Lima, PhD

01/02/2019

Em 30 de janeiro de 2019, a Petrobrás informou que sua subsidiária Petrobras America Inc. (PAI) assinou, neste dia, com a empresa Chevron U.S.A. Inc. (Chevron), contrato de compra e venda (Share Purchase Agreement – SPA) referente à alienação integral das ações detidas pela PAI nas empresas que compõem o sistema de refino de Pasadena, nos Estados Unidos¹.

Foram vendidas as sociedades Pasadena Refining System Inc. (PRSI), responsável pelo processamento de petróleo e produção de derivados, e PRSI Trading LLC (PRST), que atua como braço comercial exclusivo da PRSI, ambas detidas integralmente pela Petrobras America Inc. (PAI).

A Refinaria está estrategicamente localizada em um complexo de 466 acres no Houston Ship Channel, Texas, Estados Unidos, com capacidade de produção de 110,000 Bpd e 91% de utilização em 2017, com fator de complexidade Nelson de 9.4x. Em outubro de 2017, a unidade gerou 58% de gasolina e 31% de diesel. A Refinaria está bem posicionada para acessar e processar o relevante crescimento previsto do petróleo americano, beneficiando-se de conexões diretas com a Bacia de Permian, Campo de Eagle Ford e o Campo de Bakken².

O valor da transação foi de US\$ 562 milhões, sendo US\$ 350 milhões pelo valor das ações e US\$ 212 milhões de capital de giro (data-base de outubro/2018). O valor final da operação de venda, da ordem de R\$ 2,08 bilhões, está sujeito a ajustes de capital de giro até a data de fechamento da transação.

Com relação à compra desse sistema de refino, em 23 de fevereiro de 2005, a Petrobrás recebeu correspondência da Astra, que propunha uma parceria para refino de petróleo Marlim no sistema de Pasadena. No mês seguinte, as empresas assinaram Acordo de Confidencialidade. Em razão desse acordo, uma

¹ Disponível em <http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/comunicados-e-fatos-relevantes/petrobras-america-assina-acordo-para-venda-da-refinaria-de-pasadena>. Acesso em 31 de janeiro de 2019.

² Disponível em <http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/comunicados-e-fatos-relevantes/fato-relevante-venda-da-refinaria-de-pasadena-divulgacao-de-oportunidade-teaser>. Acesso em 31 de janeiro de 2019.

equipe de técnicos da Petrobrás visitou o sistema de refino de Pasadena para uma avaliação preliminar de suas condições técnicas e financeiras.

O relatório preliminar recomendou o prosseguimento das negociações, conforme trecho abaixo transcrito³:

Concluimos que a refinaria tem qualidade suficiente para que a PETROBRAS siga em frente em seu processo de avaliação técnica e econômica para aquisição parcial ou total desta, indicando ser um bom negócio em função de seu potencial de geração de resultados devido a sua complexidade, qualidade dos ativos, adequação logística, localização e acesso ao mercado, adequando-se inteiramente ao objetivo estratégico de agregação de valor aos petróleo produzidos pela Petrobrás atualmente (Marlim) e no futuro no Golfo do México.

Esse Relatório foi elaborado pelos seguintes técnicos: Agosthilde Monaco de Carvalho, Bruno Fragelli, Gustavo Coelho de Castro, Luiz Octavio de Azevedo Costa, Mauro Bria, Publio Roberto Gomes Bonfadini, Renato Bernardes, Ronaldo da Silva Araújo.

Observa-se, então, que se trata de um ativo estratégico, muito bem localizado, adequada logística e elevado fator de complexidade, sendo capaz de produzir 89% de gasolina e diesel para o exigente mercado dos Estados Unidos, o que garante ao sistema margens de refino acima da média. Assim sendo, a operação com a Chevron da ordem de R\$ 2,08 bilhões pode ser considerada de baixo valor.

Em 2 de fevereiro de 2006, a área internacional da Petrobrás submeteu à aprovação da Diretoria Executiva a proposta para a aquisição de 50% das ações da refinaria (PRSI) e 50% das ações da comercializadora (PRST) por US\$ 359,2 milhões. A compra do sistema de refino de Pasadena concluiu-se em setembro de 2006, quando a Petrobrás comprou 50% da PRSI e 50% da PRST.

A Petrobrás contratou o Citigroup para analisar toda a documentação do negócio, avaliar os estudos econômicos e avaliar o preço de aquisição. Em 4 de janeiro de 2006, o Citigroup emitiu um relatório preliminar do andamento dos trabalhos, onde informou ter praticamente completado a sua *due diligence*. Em 31 de janeiro de 2006, o Citigroup emitiu o relatório final de sua avaliação e a sua *fairness opinion*.

³ Disponível em <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=3442456&ts=1547908364755&disposition=inline>. Acesso em 31 de janeiro de 2019.

O Tribunal de Contas da União – TCU, no entanto, indicou, por meio do Acórdão nº 1927/2014, prejuízo de US\$ 580,4 milhões em razão da celebração de contratos junto à Astra que desconsideraram o valor do caso base (*As Is – Base Case*) da Muse & Stancil, de US\$ 186 milhões. Esses contratos levaram à compra de 50% dos sistema de Pasadena e ao compromisso de comprar os outros 50%, no caso do exercício do *put option* pela Astra referente ao sistema de Pasadena, por US\$ 766,4 milhões.

Admitindo-se a correção desse valor e adotando-se a taxa média de câmbio de setembro de 2006 de 2,1734 Reais por Dolar, a Petrobrás assumiu a compra de 100% do sistema de Pasadena por R\$ 1,665 bilhão.

Inicialmente, é importante registrar que em 2002 iniciou-se o que a indústria do refino chamou de “era de ouro” na Costa do Golfo dos Estados Unidos (United States Gulf Coast – USGC). A compra do sistema de Pasadena foi negociada justamente nessa era de ouro, quando houve uma grande elevação nas margens brutas de refino conforme mostrado na Figura 1⁴.

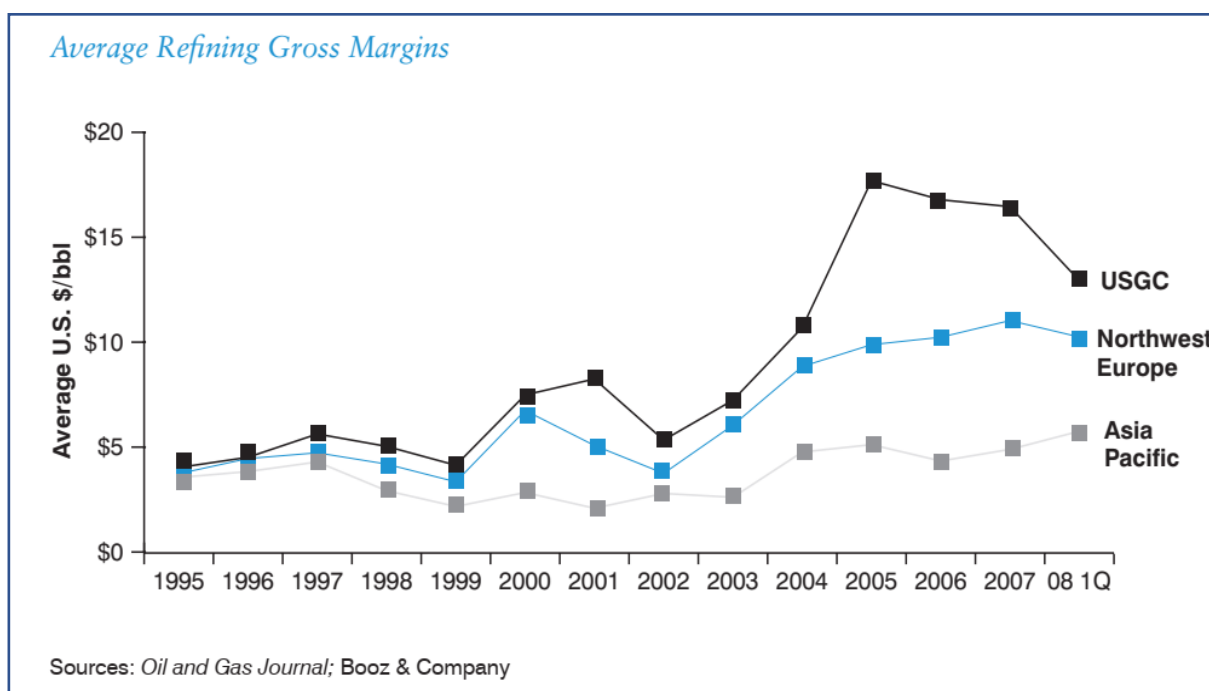


Figura 1 – Evolução das margens médias anuais brutas de refino.

De 2002 a 2005, as margens brutas de refino na Costa do Golfo dos Estados Unidos, onde se localiza o sistema de refino de Pasadena, aumentaram de cerca de US\$ 5 por barril para cerca de US\$ 17 por barril, o que representa um

⁴ Disponível em <https://www.strategyand.pwc.com/media/uploads/RefiningTrendsPartIVToughChoices.pdf>. Acesso em 31 de janeiro de 2019.

aumento de mais de três vezes. Em 2006 e 2007, as margens permaneceram acima de US\$ 15 por barril.

A 67ª Edição do BP Statistical Review of World Energy de junho de 2018 mostra a evolução das margens de refino que são consideradas referência (*benchmark*) para várias regiões do mundo. A partir de 2008, após a era de ouro, a margem média de refino ocorrida no Golfo do México dos Estados Unidos foi de US\$ 7,61 por barril. As Figuras 2 e 3 mostram a evolução das margens de refino em várias regiões do mundo.

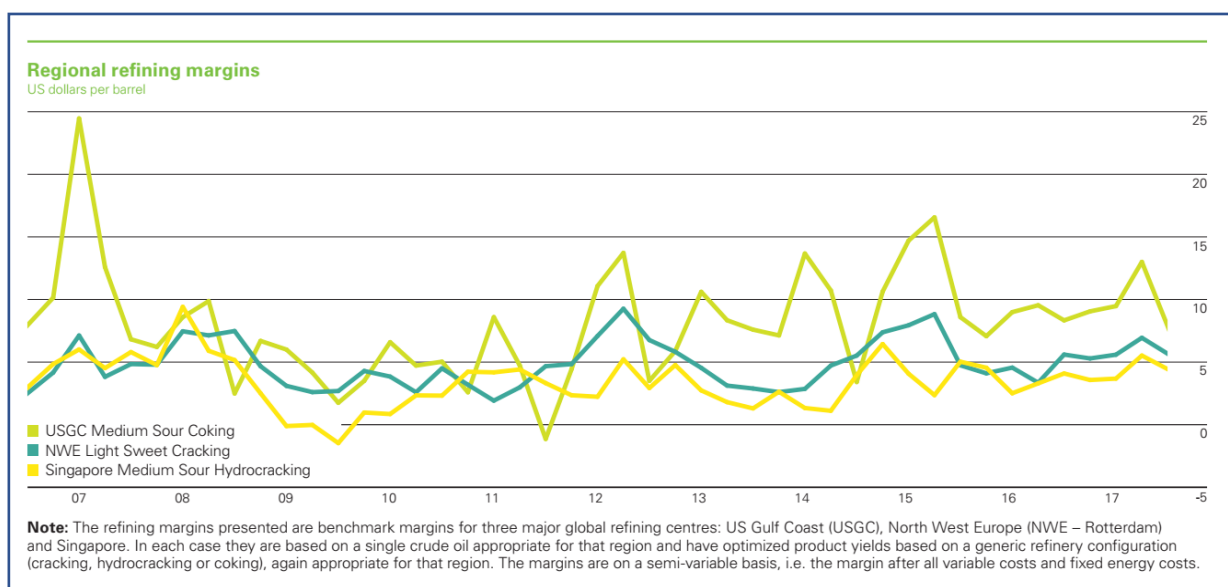


Figura 2 – Evolução das margens de refino em várias regiões⁵.

O valor de uma empresa é normalmente obtido a partir do valor presente dos fluxos de caixa descontados para dado período (VPFC).

O VPFC pode ser separado em duas parcelas para dois períodos: anualmente de 2006 a 2015, conforme modelo da Muse & Stancil; e de 2016 em diante. A Tabela 1 mostra o Valor Presente Líquido (Net Present Value – NPV) para diferentes taxas de desconto. O TCU adotou como parâmetro uma taxa de desconto de 10% a.a.

A Figura 4 apresenta as margens brutas de refino previstas pela Muse & Stancil, que geraram o valor presente líquido de US\$ 186 milhões para uma taxa de desconto de 10% ao ano, como mostrado na Tabela 1. As Figuras 3 e 4 evidenciam a grande diferença entre o real e o previsto pela Muse & Stancil.

⁵ Disponível em <https://www.bp.com/content/dam/bp/en/corporate/pdf/energy-economics/statistical-review/bp-stats-review-2018-full-report.pdf>. Acesso em 30 de janeiro de 2019.

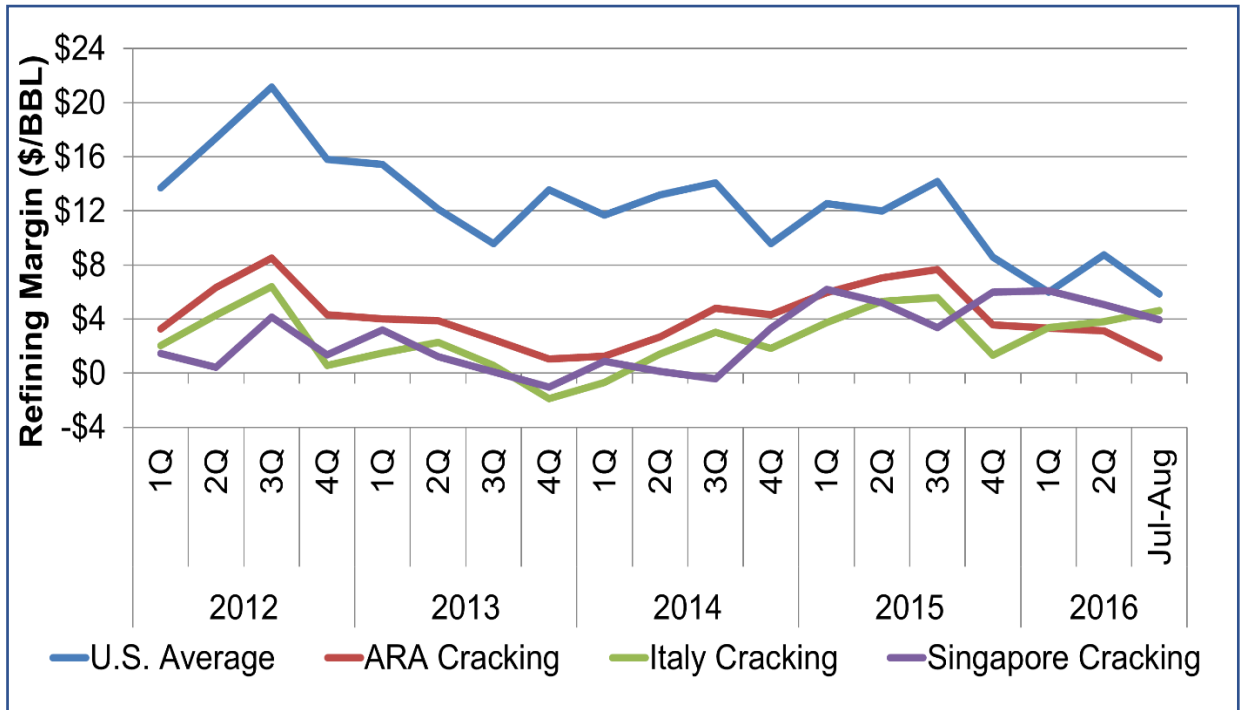
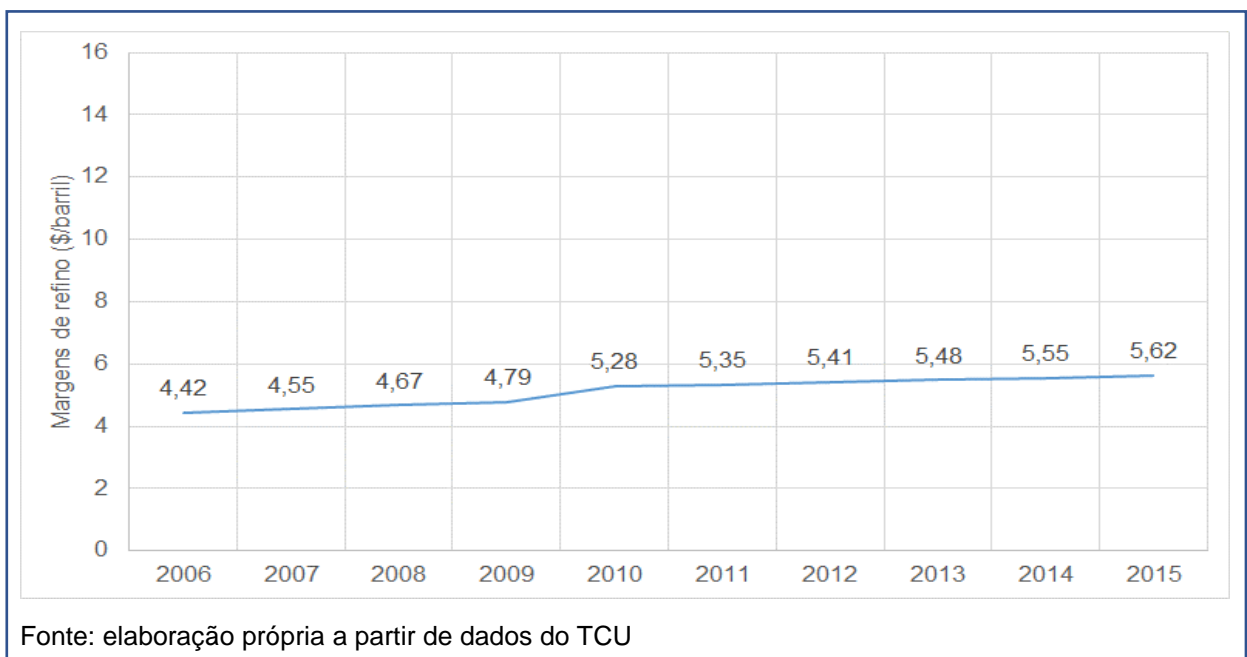


Figura 3 – Evolução das margens de refino médias nos Estados Unidos⁶.



Fonte: elaboração própria a partir de dados do TCU

Figura 4 – Margens brutas de refino previstas pela Muse & Stancil.

⁶ Disponível em <http://www.turnermason.com/index.php/cruel-summer-refining-margins-stumble-despite-record-gasoline-demand/>. Acesso em 30 de janeiro de 2019.

Tabela 1 – Valor Presente dos Fluxos de Caixa para diferentes taxas de desconto

Valor Presente Líquido	De 2006 a 2015 (milhões de US\$)	VPFC total (milhões de US\$)
NPV as Of 1/1/2006 @ 10%	47	186
NPV as Of 1/1/2006 @ 12%	36	126
NPV as Of 1/1/2006 @ 14%	28	84

Para as margens brutas de refino mostradas na Figura 4, o modelo da Muse & Stancil previu, de 2006 a 2015, um fluxo de caixa acumulado (Cumulative Free Cash Flow) de apenas US\$ 141,5 milhões, conforme mostrado na Figura 5.

Se utilizadas as margens de refino de referência que de fato ocorreram no período de 2006 a 2015, mantido o modelo, o fluxo de caixa acumulado é de US\$ 879 milhões. Desse modo, o fluxo de caixa com margens de referência é 6,2 maior que o fluxo de caixa acumulado com margens previstas pela Muse & Stancil, de US\$ 141,5 milhões.

Destaque-se, também, que o modelo da Muse & Stancil previu as despesas de capital (investimentos) no sistema de refino de Pasadena, inclusive os referentes ao Projeto Szorb – gasolina e Projeto ULSD – diesel, de 2006 a 2009, que são projetos para redução de teores de enxofre.

Para uma taxa de desconto de 10% a.a., o Valor Presente dos Fluxos de Caixa Descontados (VPFC) para o período de 2006 a 2015, utilizando-se as margens de refino de referência que realmente ocorreram, é de US\$ 533 milhões em vez de US\$ 47 milhões, como previsto pela Muse & Stancil. Observa-se, então que o VPFC ocorrido referente ao período de 2006 a 2015 é 11,34 vezes maior que o estimado pela Muse & Stancil. Isso ocorreu em razão das baixas margens brutas de refino previstas pela empresa de consultoria.

A Tabela 2 apresenta as parcelas do Valor Presente dos Fluxos de Caixa Descontados (VPFC) de acordo com o modelo da Muse & Stancil, utilizando-se taxa de desconto de 10% a.a., para dois casos: margens brutas de refino estimadas pela Muse & Stancil e margens de referência ocorridas de 2006 a 2015.

Muse As Is - Base Case												
Summary of Financial Projections												
(Units in Million U.S. Dollars, unless noted)												
<i>Units in Million U.S. Dollars</i>	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Revenue		1,639.7	1,620.0	1,499.4	1,528.4	1,581.2	1,611.4	1,642.3	1,673.7	1,705.8	1,738.5	
Cost of Sales		(1,478.2)	(1,455.9)	(1,351.9)	(1,379.0)	(1,388.5)	(1,416.3)	(1,444.7)	(1,473.7)	(1,503.3)	(1,533.4)	
Gross Margin		161.6	164.1	147.6	149.4	192.7	195.1	197.5	200.0	202.5	205.0	
Fixed Costs		(40.7)	(44.1)	(41.9)	(42.5)	(55.2)	(56.1)	(57.1)	(58.0)	(59.0)	(60.0)	
Variable Costs		(71.7)	(71.1)	(72.2)	(73.0)	(75.8)	(77.2)	(78.1)	(78.9)	(79.8)	(80.7)	
Operating Costs		(112.4)	(115.3)	(114.1)	(115.6)	(131.0)	(133.3)	(135.1)	(136.9)	(138.8)	(140.7)	
Shell Offgas Net Revenue		1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	
Interest on Working Capital		(5.5)	(5.5)	(5.1)	(5.2)	(5.3)	(5.4)	(5.5)	(5.6)	(5.7)	(5.8)	
EBITDA		44.7	44.4	29.5	29.7	57.5	57.5	58.1	58.6	59.1	59.7	
Depreciation		(32.2)	(35.6)	(39.8)	(46.1)	(40.7)	(34.8)	(32.3)	(30.9)	(30.6)	(31.3)	
Income Before Taxes		12.5	8.8	(10.3)	(16.3)	16.8	22.7	25.8	27.7	28.5	28.4	
Texas Franchise Tax		(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.8)	(1.0)	(1.2)	(1.2)	(1.3)	(1.3)	
Federal Tax (Including AMT)		(4.2)	(3.2)	-	-	(1.7)	(4.2)	(6.0)	(9.3)	(9.5)	(9.5)	
Actual Income Taxes Paid		(4.7)	(3.6)	(0.4)	(0.5)	(2.4)	(5.3)	(7.2)	(10.5)	(10.8)	(10.8)	
Income After Taxes		7.8	5.2	(10.7)	(16.8)	14.4	17.5	18.6	17.2	17.7	17.6	
Depreciation		32.2	35.6	39.8	46.1	40.7	34.8	32.3	30.9	30.6	31.3	
Gross Cash Flow		39.9	40.8	29.0	29.3	55.1	52.3	50.9	48.1	48.3	48.9	
SZorb	(13.0)	(52.0)	(5.0)	-	-	-	-	-	-	-	-	(70.0)
ULSD		-	(12.0)	(48.0)	(60.0)	-	-	-	-	-	-	(120.0)
Sustaining Capex		(16.1)	(12.9)	(12.3)	(12.9)	(11.4)	(11.5)	(11.6)	(11.7)	(11.8)	(11.9)	(54.2)
Total Capex		(68.1)	(29.9)	(60.3)	(72.9)	(11.4)	(11.5)	(11.6)	(11.7)	(11.8)	(11.9)	(231.2)
Free Cash Flow		(28.1)	10.9	(31.3)	(43.6)	43.7	40.8	39.3	36.4	36.5	37.0	
Cumulative Free Cash Flow		(28.1)	(17.2)	(48.5)	(92.1)	(48.4)	(7.6)	31.7	68.1	104.6	141.5	
Net Present Value												
As Of 1/1/2006 @ 12%		126										

Fonte: TCU

Figura 5 – Sumário das projeções financeiras de 2006 a 2015.

O Valor Presente Líquido de US\$ 533 milhões mostrado na Tabela 2, referente ao período de 2006 a 2015 milhões, é significativamente maior que o previsto pelo modelo da Muse & Stancil de apenas US\$ 47 milhões.

Tabela 2 – Valor Presente dos Fluxos de Caixa para taxa de desconto de 10% a.a.

Margens brutas de refino	VPFC de 2006 a 2015 (milhões de US\$)
Previstas pela Muse & Stancil	47
De referência ocorridas entre de 2006 e 2015	533

Com a venda do sistema de Pasadena pela Petrobrás em 30 de janeiro de 2019, devem ser acrescentados ao VPFC de US\$ 533 milhões o VPFC de 2016 a 2018 relativo às margens de refino ocorridas nesses anos e o VPFC relativo à parcela de US\$ 350 milhões referentes à operação com a Chevron.

O VPFC relativo às margens de refino ocorridas nos anos de 2016 a 2018 é de US\$ 147,5 milhões e o VPFC relativo à parcela de US\$ 350 milhões é de US\$ 92,2 milhões. Adicionando-se essas parcelas de US\$ 147,5 milhões e US\$ 92,2 milhões ao VPFC de US\$ 533 milhões, o Valor Presente Líquido total, relativo ao ano de 2006, para uma taxa de desconto de 10% a.a., é de US\$ 772,7 milhões, e não de US\$ 186 milhões, que foi o valor adotado pelo TCU.

Isso evidencia que o prejuízo de US\$ 580,4 milhões estimado pelo TCU, resultante da diferença entre US\$ 766,4 milhões e US\$ 186 milhões, na verdade, não ocorreu. O que ocorreu foi uma diferença positiva de US\$ 6,3 milhões, resultante da diferença entre US\$ 772,7 milhões e US\$ 766,4 milhões.

Esse “lucro” de US\$ 6,3 milhões é, de fato, maior, pois as receitas e despesas deveriam ter sido convertidas de Dólares para Reais ao câmbio da época. Em setembro de 2006, a taxa era de 2,1734 Reais por Dólar, enquanto de setembro de 2006 a dezembro de 2018, a taxa média foi de 2,441 Reais por Dólar. Atualmente, a taxa é da ordem de 3,7 Reais por Dólar.

Dessa forma, não é razoável a manutenção da indisponibilidade dos bens de administradores e membros da Diretoria Executiva decretada pelo TCU, em razão do “prejuízo” de US\$ 580,4 milhões, indicado no Acórdão nº 1927/2014, decorrente da celebração de contratos junto à Astra, pois esse prejuízo, de fato, não ocorreu.

Além desse suposto prejuízo, o TCU indicou outros. O prejuízo de US\$ 92,3 milhões causado pela decisão de postergar o cumprimento da sentença arbitral nos Estados Unidos. Entende-se que cumprir essa sentença sem que houvesse a extinção das demandas judiciais por parte da Astra não seria razoável. Desse modo, também esse prejuízo não faz sentido⁷.

Outro prejuízo indicado pelo TCU foi de US\$ 79,89 milhões resultante de uma Carta de Intenções. No Acórdão nº 1927/2014 não ficou evidenciado que essa Carta tenha causado prejuízo à Petrobrás⁸.

⁷ Disponível em <https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=3442456&ts=1547908364755&disposition=inline>. Acesso em 30 de janeiro de 2019.

⁸ Idem.

Relativamente prejuízo de US\$ 39,7 milhões relativo à dispensa de cobrança à Astra de valor previsto contratualmente até o trânsito em julgado de ações que visavam desconstituí-la, ele, de fato, pode ter ocorrido como indicado pelo TCU. Dessa forma, é justificável a instauração de tomada de contas especial.

Em suma, na compra do sistema de Pasadena podem ter ocorridos atos ilícitos. No entanto, os “prejuízos” indicados pelo Acórdão nº 1927/2014 não ocorreram. Muito pelo contrário, em relação ao prejuízo estimado de US\$ 580,4 milhões, estima-se, na realidade, um “lucro” de US\$ 6,3 milhões.

Dessa forma, não são razoáveis as notícias veiculadas na grande imprensa brasileira acerca dos “prejuízos” da Petrobrás referentes à aquisição do sistema de refino de Pasadena. O que existe no Brasil é uma grande desinformação ou má-fé.