

Aan De Raad van Ministers  
dtkv De Minister van Financiën  
De heer José M.N. Jardim  
Pietermaai #17  
Alhier

Uw nummer 2014/025863 en Uw brief van: 27 augustus Ons nummer: 22092014.01 Willemstad, 22 september  
(letter): 2014/044358 2014

Onderwerp: Advies inzake Dividendbeleid Curoil  
(art. 5 P.B. 2014, no. 3 (GT))

Bijlagen:

## 1 Inleiding

De openbare rechtspersoon Curaçao is met inachtneming van artikel 4 van de Landsverordening corporate governance (P.B. 2014, no. 3 (G.T.)), een schriftelijke overeenkomst aangegaan ingaande 1 mei 2012, met een bij Landsbesluit no. 2012/13836 aangewezen deskundige organisatie zijnde Stichting Bureau Toezicht en Normering Overheidsentiteiten (hierna: SBTNO). Uitgaande van het gestelde in artikel 4 derde lid van de Landsverordening corporate governance alsook de bepalingen van de overeenkomst van opdracht, behoren tot de werkzaamheden van de adviseur corporate governance onder meer het ambtshalve of op verzoek van het Land Curaçao adviseren van de aandeelhouder, de Regering, de Raad van Ministers dan wel de Ministers over de toepassing van de in het Landsbesluit Code Corporate Governance Curaçao (P.B. 2014, no. 4 (G.T.)) (hierna: de Code) en in de Landsverordening corporate governance opgenomen bepalingen.

Bij Besluit van de Raad van Ministers van 27 augustus 2014, ontvangen op 29 augustus 2014, is de adviseur verzocht de voorgenomen vaststelling van het dividendbeleid van Curaçao Oil (Curoil) N.V. (hierna: Curoil) te toetsen.

Conform artikel 5 lid 1 van de Landsverordening corporate governance dient de verantwoordelijke minister, voor zo veel als dat mogelijk is, te bewerkstelligen dat een vennootschap, waarvan het Land direct of indirect aandeelhouder is, een dividendbeleid zal hebben dat voldoet aan balansnormering. Artikel 5 lid 2 van de Landsverordening corporate governance stelt dat indien door of namens een minister wordt beslist of meebeslist over de vaststelling of aanpassing van het dividendbeleid van een vennootschap, dient de minister een voornemen daartoe schriftelijk en gemotiveerd aan de adviseur corporate governance te melden. In overeenstemming met artikel 5 lid 3 van de Landsverordening corporate governance dient de adviseur corporate governance aan te geven of er tegen die vaststelling of aanpassing al dan niet zwaarwegende bezwaren zijn die verband houden met balansnormering.

## 2 Ontvangen en geraadpleegde relevante documenten

- Brief van het Ministerie van Financiën d.d. 16 september 2014 aan de adviseur, ontvangen op 22 september 2014 (zaaknummer 2014/044358);
- Besluit van de Raad van Ministers d.d. 27 augustus 2014, no. 2014/025863;

- Advies van het Ministerie van Financiën d.d. 20 augustus 2014 aan de Raad van Ministers;
- Brief van Curoil van d.d. 28 mei 2014 aan de Minister van Financiën;
- Concept advies van SOAB d.d. 15 augustus 2014 aan de Minister van Financiën;
- Het door Curoil voorgestelde dividendbeleid van augustus 2014 (hierna: Dividendbeleid Curoil)
- De geconsolideerde jaarrekening 2013 van Curoil;
- Het jaarverslag 2013 van Curoil;
- Online Handelsregister van de Kamer van Koophandel en Nijverheid van Curaçao d.d. 22 september 2014 inzake Curoil; en
- Statuten van Curoil, laatstelijk gewijzigd d.d. 29 mei 2012.

### 3 Melding aan de adviseur

Bij Besluit van de Raad van Ministers van 27 augustus 2014 (zaaknummer: 2014/025863) is de adviseur verzocht de voorgenomen vaststelling van het dividendbeleid van Curoil te toetsen.

### 4 Wettelijke bepalingen betreffende het voornemen tot vaststelling dividendbeleid

Conform artikel 5 van de Landsverordening corporate governance bewerkstelligt de verantwoordelijke minister, voor zoveel als dat mogelijk is, dat een vennootschap, waarvan het Land direct of indirect aandeelhouder is, een dividendbeleid zal hebben dat voldoet aan de balansnormering. Indien door of namens de verantwoordelijke minister wordt beslist of meebeslist over de vaststelling of aanpassing van het dividendbeleid van een vennootschap, meldt hij het voornemen daartoe schriftelijk en gemotiveerd aan de adviseur corporate governance.

Volledigheidshalve zij gesteld dat conform artikel 1 onder e. van de Landsverordening corporate governance onder dividendbeleid wordt verstaan de jaarlijkse besluitvorming van een vennootschap inzake de winstbestemming teneinde de vermogensverschaffers een redelijke vergoeding te bieden voor het door hen geïnvesteerde vermogen. Eveneens conform artikel 1 onder b. van de Landsverordening corporate governance dient onder balansnormering te worden verstaan het bepalen van een zodanige adequate vermogensstructuur dat de continuïteit van de vennootschap op lange termijn wordt gewaarborgd.

In dit kader dient het bestuur van een vennootschap conform onder andere artikel 2.1 van de Code een beleidsplan, jaarplan en jaarlijkse exploitatie- en investeringsbegroting op te stellen alsmede zorg te dragen voor een voorstel voor zowel een deugdelijke balansnormering als dividendbeleid. Het bestuur dient in dit kader ook in het bijzondere te handelen met in achtneming van het gestelde in artikel 3.4 en 3.5 van de Code.

Het voorgaande brengt met zich mee dat alvorens bij een vennootschap tot enige dividenduitkering wordt overgegaan, gehandeld dient te worden met in achtneming van het gestelde in de Landsverordening corporate governance, de Code, de wet en regelgeving en de statutaire bepalingen.

De verantwoordelijke minister dient het voorgaande te bewerkstelligen en in het verlengde daarvan jaarlijks voorafgaand aan een boekjaar de balansnormering en dividendbeleid aan de adviseur te melden.

## 5 Dividendbeleid Curoil

### Voorstel Curoil

Het Dividendbeleid Curoil ziet toe op de boekjaren 2013 tot en met 2015 van Curoil.

Voor wat betreft het vaststellen van een dividend beleid stelt Curoil het volgende:

%) In the case of Curoil it must be stated clearly what the Stockholder contemplates with being the owner of Curoil. As Curoil is a state owned company a mix of government policies can be applied. However, in order to maintain business continuity, corporate guidelines also apply. Government can aim at payable fuel instead of increased earnings. This might be against corporate guidelines. If payable fuel for the community means low prices, liquidity, profitability and long term business continuity might be affected. As such a balance between government objectives and corporate objectives must be established.

International Energy Member States are required to keep 90 days of oil imports of previous year as strategic stock or in cash available for the purchase. In order to guarantee supplies, in case of any calamity, Curoil must be able to continue supplying the community. Therefore the solvency ratio must be good. For companies in the oil & gas industry where these conditions apply a long term debt to equity ratio 0.27 is considered. If the Company is highly capital intensive a larger portion of equity might be required.

As stated earlier Curoil operates in a highly volatile market. As such demand for liquidity for products fluctuates in both directions. The purchase of oil products that is not supplied by the ( ), but imported from abroad on the spot market, is subject to negotiations every new order. In order to have guaranteed supplies at acceptable prices, Curoil aims at reducing additional costs as premiums, transportation and financing costs. Therefore an acceptable level of liquidity is required. Based on general standards a current ratio of 1 is an indicator that the Company can meet its short-term liabilities. A current ratio of 1.26 would meet oil & gas industry standards.

A shrinking balance sheet is not an option. International agents and suppliers consider a shrinking balance sheet as a negative sign. This will cause the costs of doing business to increase as suppliers will demand cash on delivery or guarantees for supplying with credit.

In order to establish a balanced dividend policy, the Company should have clear objectives on the desires of the Stockholders. This can take various forms.

- A Return on Equity requirement. The Stockholder establishes a ROE target for the management of the Company and at the same time a required amount that has to be paid as dividends.
- A Dividend Pay Out Ratio. The yearly dividend payment is predefined as a percentage of the Net Income after taxes.
- A combination of the two. ( )

It is however important for the external world that neither the balance sheet nor the debt to equity ratio worsens as this will be viewed as a negative sign. This causes third parties to request guarantees when doing business with Curoil. If a dividend payout ratio is applied, it is recommended that the Company catches up/recovers after years with negative results, before restarting payout. The earnings which are not paid out in dividends are reinvested for future growth of the Company and its earnings. High dividend policy ratios may cause the Company to run out of funds to invest in new projects for expansion and growth. The dividend policy ratio should try to achieve a balance between short term cash flows to Stockholders and future growth of the Company and its earnings.

In addition to the above, the following specific factors must be taken into consideration when defining a suitable dividend policy for Curoil:

- a) The Company has a supply contract with the ( ). Due to the risk of non-delivery by the ( ), Curoil may have to procure these products at higher purchase prices on the spot market. In order to mitigate this risk it's imperative for Curoil to have a cash buffer.
- b) ( ). Occasionally Curoil orders other products on the spot markets where in depth negotiations take place before an agreement is reached. A positive perception of the Company by the suppliers/ investors is crucial for smooth negotiations and resulting terms.
- c) Financial institutions expect the Company's ratios to meet standards in order to ensure repayment of loans. This is the reason why requesting approval from the financial institutions for dividend payment to the Stockholder is a requirement in the contracts with the financial institutions.
- d) The forecasted Net Income for the years 2014-2016 includes the recovery of the loss made in 2011 on regulated products. In other words the Net Income includes the amount that has been pre-financed by the Company in the past, and that are now being recovered. The Net Income entails for a great part a recovery of pre-financed amounts and is not profit margin. The main reason for this loss is the fact that sales prices were not adjusted from January 1, 2011 to July 1, 2011. The recovery of this loss will take 5 years (starting July 1, 2011). The amount recovered as at December 31, 2013 is illustrated in the table below. If the amounts in connection with the recovery of pre-financed amounts, the abovementioned amounts, are deducted from the Profit for the year almost no dividend should have been/ be paid out in the period from January 1, 2012 to July 1, 2016.

Based on the above it is recommended to have the Company work towards a lower (better) debt to equity ratio. This implies one of the following options (based on forecasted figures, including the assumption that supply of products by the ( ) will not be interrupted):

Option 1:

No dividend payout in the 2013 financial year and a dividend payout ratio of 60% starting the 2014 financial year. Based on this option the debt to equity ratio would be 0.46 at year-end 2014 and slightly above oil & gas industry level as at December 31, 2015 (0.29).

Option 2:

A dividend payout ratio of 20% in the 2013 financial year, 30% in the 2014 financial year, 40% in the 2015 financial year and 60% starting the 2016 financial year. Based on this option the debt to equity ratio would be 0.47 at year-end 2014 and slightly above oil & gas industry level as at December 31, 2015 (0.28).

In both cases the debt to equity ratio would meet oil & gas industry standards starting the 2016 financial year. This is based on the assumption that no additional long term financing is needed.

A recalculation on a yearly basis (including the outcome of the in depth study of the margins of the products mentioned above) is recommended. (ō )+

### Advies van SOAB

Het Ministerie van Financiën heeft aan SOAB verzocht om advies inzake de invulling van het dividendbeleid alsook een indicatie van de mogelijke dividenuitkering door Curoil.

Het conceptadvies van SOAB van 15 augustus 2014 naar aanleiding van dat verzoek luidt als volgt:

(ō ) Van belang in het voorgestelde dividendbeleid van Curoil is het uitgangspunt dat dividenuitkering gepaard dient te gaan met voldoende waarborgen ten aanzien van de continuïteit van de vennootschap op lange termijn. In dit kader wordt er, rekening houdend met de specifieke bedrijfsvoering van Curoil, uitgegaan van minimale voorwaarden inzake de financiële positie van de vennootschap welk geformuleerd wordt in de vorm van minimale voorwaarden inzake de schuldverhouding van de vennootschap. Als onderdeel van het voorgenomen dividendbeleid van Curoil wordt gestreefd naar een zodanige verbetering van de financiële positie dat deze in lijn wordt gebracht met de internationale norm. Op de internationale oliemarkt geldt als norm voor een adequate financiële positie een debt-to-equity ratio van 0,27. Op basis van de voorgaande analyse wordt het volgende voorgesteld:

- Rekening houdend met de in 2010 en 2011 geleden verliezen alsook de over 2012 gedeclareerd dividend van NAF 10,4 miljoen, om over het nettoresultaat van 2013 geen dividend uit te keren.
- Om voor de periode 2014 - 2016 per boekjaar telkens een dividend van maximaal NAF 10,4 miljoen te declareren.
- Om zorg te dragen voor een blijvend maandelijkse aanpassing van de wettelijke marktprijzen van Curoil op de lokale markt, inclusief de 'recovery' -index ter compensatie aan Curoil voor de prefinanciering wegens het uitblijven van tariefsaanpassingen in de periode 2010 - 2011. (ō )+

### Advies van het Ministerie van Financiën

In het advies van het Ministerie van Financiën van 20 augustus 2014 wordt gesteld:

(ō ) Wij kunnen ons vinden in het door SOAB voorgestelde dividendbeleid waarbij middels jaarlijkse reservering van een deel van het resultaat geleidelijk aan over een periode van ongeveer 4 jaar (van 2013-2016) een zodanige vermogensstructuur wordt gerealiseerd dat voldaan wordt aan de internationale norm van 0,27 voor de debt-to-equity ratio.

Ten aanzien van de dividenuitkering hebben wij een enigszins afwijkende voorstel. Daarbij houden wij ook rekening met zowel de continuïteit van Curoil als met de belangen van de aandeelhouder. De meerjarenbegroting van het Land Curaçao gaat ervan uit dat uiteindelijk structureel NAF 25 mln. wordt opgebracht aan reguliere dividenden.

Gelet op de gerealiseerde winst over 2013 en de door Curoil geprognoseerde resultaten voor de periode 2014-2016 stellen wij de volgende dividenuitkeringen voor:

2013: NAF 15 mln.

2014: NAF 14 mln.

(ō )+

### Brief van het Ministerie van Financiën

In de brief van het Ministerie van Financiën van 16 september 2014 is het volgende gesteld:

(ō ) Het blijkt in alle vier voorstellen (1 van Financiën, 1 van SOAB en 2 van Curoil), ondanks het verschil in de hoogte van de dividenuitkeringen, de debt to equity ratio pas in 2016 onder de norm van 0,27 uitkomt. (ō ) Het gewenste vermogensstructuur wordt immers ook met het voorstel van Financiën in 2016 gehaald.

Daarenboven staat de aandeelhouder het beleid voor dat rendabele en solvabele overheidsvennootschappen dividenden dienen uit te keren. Nu de tarieven door Curoil maandelijks worden aangepast, terwijl ook een recovery in de tarieven is ingebouwd om de verliezen uit het verleden te compenseren, acht de aandeelhouder Curoil in staat om wederom substantiële dividenden uit te keren. Daarbij is rekening gehouden dat Curoil in het verleden regelmatig dividenden van meer dan NAF 14 mln. heeft uitgekeerd.

Tenslotte merken wij op dat het overheidsbedrijf Curoil aangemerkt kan worden als een handelsonderneming. Kenmerkend voor een handelsonderneming is dat het geen grote investeringen hoeft te plegen. Dat impliceert dat zij uit haar winsten relatief meer dividend kan uitkeren dan een bedrijf dat zwaar zou moeten investeren.

Omwille van de bovenstaande redenen is ervoor gekozen af te wijken van de overige voorstellen van dividenuitkeringen. (ō )+

Gelezen het Dividendbeleid van Curoil en het feit dat Curoil zich reeds in maand nummer 9 van het boekjaar 2014 bevindt, zal de adviseur het verzoek van de Minister interpreteren om advies ter vaststelling van het dividendbeleid voor de boekjaren 2013 en 2014. Volledigheidshalve wordt hierbij opgemerkt dat de vaststelling van het dividendbeleid voorafgaand de boekjaren 2013 en 2014 had moeten geschieden.



Gelet op het voorgaande heeft de adviseur in casu geen zwaarwegende bezwaren met betrekking tot het voornemen tot vaststelling van het dividendbeleid voor de boekjaren 2013 en 2014 betreffende Curoil. Voor het boekjaar 2015 geldt dat het dividendbeleid te zijner tijd volgens de voorgeschreven procedure maar in ieder geval voor de aanvang van het boekjaar 2015 zal moeten worden vastgesteld. De adviseur zal dan ook te zijner tijd advies moeten uitbrengen ten aanzien van het voornemen tot vaststelling van het dividendbeleid van Curoil met betrekking tot het boekjaar 2015.

## 6 Conclusie en Advies

- De adviseur heeft met inachtneming van hetgeen gesteld is in dit advies, onverlet het feit dat het dividendbeleid niet voorafgaand de desbetreffende boekjaren aan de adviseur is gemeld, geen zwaarwegende bezwaren tegen de vaststelling van het dividendbeleid van Curoil voor de boekjaren 2013 en 2014.
- De Minister, de Regering, dan wel de Raad van Ministers wordt hierbij geadviseerd om tijdig en in ieder geval voor aanvang van het jaar 2015 het dividendbeleid ten aanzien van het boekjaar 2015 inzake Curoil aan de adviseur te melden.

SBTNO

De adviseur corporate governance

cc. Minister van Financiën  
Minister-President

