

Aan De Minister van Economische  
Ontwikkeling  
De heer I.S. Martina  
AmiDos Building, Pletterijweg 43  
Alhier

Uw nummer 2017/014832 Uw brief van: 15 januari 2018 Ons nummer: 07022018.01 Willemstad, 7 februari 2018  
(letter): 2017/018134  
Onderwerp: Advies inzake Dividendbeleid en  
balansnormering Curoil 2016-2020  
(art. 5 P.B. 2014, no. 3 (GT))  
Bijlage(n):

## 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 aangaande 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.

Middels omslag met zaaknummer 2017/014832 verzonden op 15 januari 2018 en ontvangen op 16 januari 2018, is de adviseur door de Minister van Economische Ontwikkeling verzocht advies uit te brengen over het voorgestelde dividendbeleid en de balansnormering 2016-2020 betreffende Curaçao Oil (Curoil) N.V. (hierna: Curoil).

Op onder andere 3 oktober 2016 (nummer: 03102016.01) en 13 januari 2015 (nummer: 13012015.01) heeft de adviseur eerder geadviseerd betreffende het dividendbeleid van Curoil. Voornoemde adviezen moeten als integraal onderdeel worden gezien van dit advies. De adviseur zal in dit advies daarom volstaan met de toetsing van het bij dit beoordelingsverzoek voorgestelde dividendbeleid e.e.a. aansluitend op het eerder uitgebrachte adviezen.

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

- Advies van 8 augustus 2017 van de Secretaris Generaal van het Ministerie van Financiën aan de Minister van Financiën inzake het dividendbeleid en de balansnormering Curoil 2016-2020, inclusief bijlagen;
- Brief van 21 april 2017 van Curoil aan de Minister van Financiën ter aanbieding van een Voorstel Dividendbeleid en Balansnormering voor de jaren 2016 – 2020;
- Proposed Dividend Policy 2016-2020 Curaçao Oil (Curoil) N.V.;
- Jaarverslag 2016 Curoil;
- Brief van 8 augustus 2017 van de Secretaris Generaal van het Ministerie van Financiën inzake het jaarverslag 2016 Curoil;
- Statuten van Curoil, laatstelijk gewijzigd op 29 mei 2012; en
- Online uittreksel van het Handelsregister van de Kamer van Koophandel van Curaçao van Curoil van 2 februari 2018.

## 3 Melding aan de adviseur

Middels omslag met zaaknummer 2017/014832 verzonden op 15 januari 2018 en ontvangen op 16 januari 2018, is de adviseur door de Minister van Economische Ontwikkeling verzocht advies uit te brengen over het voorgestelde dividendbeleid en de balansnormering 2016-2020 betreffende Curoil.

## 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 balansnormering. Indien door of namens de verantwoordelijke minister wordt beslist of meebeslist over de vaststelling of aanpassing van het dividendbeleid van een vennootschap, dient hij het voornemen daartoe schriftelijk en gemotiveerd aan de adviseur corporate governance te melden.

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, een jaarplan en een jaarlijkse exploitatie- en investeringsbegroting op te stellen alsmede zorg te dragen voor een voorstel voor zowel een deugdelijke balansnormering als dividendbeleid. In overeenstemming met artikel 2.1 van de Code dient de raad van commissarissen erop toe te zien dat het bestuur uiterlijk per één november een jaarplan en de jaarlijkse exploitatie- en investeringsbegroting voor het komend jaar opstelt en vervolgens ter goedkeuring voorlegt aan de raad van commissarissen.

Het bestuur dient in dit kader ook in het bijzonder te handelen met in achtneming van het gestelde in artikelen 3.4 en 3.5 van de Code. Conform artikel 3.4 van de Code dient het bestuur van de vennootschap het business plan samen met het jaarplan en de daaruit voortvloeiende jaarlijkse exploitatie- en investeringsbegrotingen op te stellen. Het jaarplan en de begrotingen zijn de concrete uitwerking van het businessplan en dienen daarmee in overeenstemming te zijn opgesteld. Ten minste drie maanden voor het begin van een nieuw begrotingsjaar dient het bestuur het jaarplan en de begrotingen aan de raad van commissarissen voor te leggen ter goedkeuring. Ten aanzien van het financieel beleid van het bestuur van de vennootschap en in

overeenstemming met artikel 3.5 van de Code dient het bestuur jaarlijks binnen vijf maanden na afloop van het boekjaar - behoudens verlenging van deze termijn met ten hoogste zes maanden door de algemene vergadering van aandeelhouders op grond van bijzondere omstandigheden - een jaarrekening op te stellen. Ook dient het bestuur met een voorstel te komen ten aanzien van dividenduitkeringen en in lijn daarmee het dividendbeleid. Immers de aandeelhouders mogen van het bestuur van een vennootschap verwachten dat zij een passend beleid formuleren en realiseren waardoor de vennootschap jaarlijks een zodanige rentabiliteit realiseert dat de aandeelhouders een redelijke vergoeding kunnen krijgen in de vorm van dividend.

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 overige wet- en regelgeving en de statutaire bepalingen. De verantwoordelijke minister dient dit te bewerkstelligen en in het verlengde hiervan jaarlijks voorafgaand aan een boekjaar de balansnormering en dividendbeleid aan de adviseur te melden.

## 5 Dividendbeleid en balansnormeringen 2016 -2020

Curoil heeft een voorstel gedaan voor een dividendbeleid 2016-2020. Op basis van een analyse, waarbij een aantal ratio's van Curoil worden afgezet tegen de gemiddelden in de olie- en gasindustrie, alsmede de beoordeling van de "Free Cash Flow to Equity" komt Curoil tot een dividendbeleid met een constante "payout ratio" van 25% over de behaalde netto winst in het betreffende jaar.

De solvabiliteits- en liquiditeitsratio's die door Curoil ter vergelijking met de gemiddelden in de olie- en gasindustrie worden gebruikt zijn de "(long term) debt tot equity ratio" en de "current ratio".

De "debt to equity ratio" van Curoil ligt (ver) onder de gemiddelde "debt to equity ratio" uit de olie- en gasindustrie van 0.42 (2015) en ontwikkelt zich, bij de door Curoil voorgestelde dividenduitkeringen, als volgt:

<b>Debt to equity ratio</b>	<b>audited 2015</b>	<b>audited 2016</b>	<b>budget 2017</b>	<b>forecast 2018</b>	<b>forecast 2019</b>	<b>forecast 2020</b>
Curoil	0.22	-	0.14	0.12	0.08	0.06
Olie- en gasindustrie	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42

Hoe lager de ratio hoe minder langlopende leningen de organisatie heeft. Welke "debt to equity ratio" Curoil nastreeft als balansnormering is niet duidelijk. Met betrekking tot het niveau van 0.22 stelt Curoil dit als gezond wordt beschouwd.

Voor wat betreft de "current ratio" stelt Curoil dat gebaseerd op de algemene standaard een waarde van 1 acceptabel. Het gemiddelde in de olie- en gasindustrie is 1.24 (2015).

De "current ratio" van Curoil ontwikkelt zich, bij de door Curoil voorgestelde dividenduitkeringen, als volgt:

<b>Current ratio</b>	<b>audited 2015</b>	<b>audited 2016</b>	<b>budget 2017</b>	<b>forecast 2018</b>	<b>forecast 2019</b>	<b>forecast 2020</b>
Curoil	0.93	0.85	0.79	0.87	0.94	1.02
Olie- en gasindustrie	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24	1.24

Het Ministerie van Financiën heeft uitgebreid gereageerd op het dividendbeleidsvoorstel en balansnormering 2016-2020 van Curoil middels schrijven van 8 augustus 2017 aan de Minister van Financiën.

Met betrekking tot de aansluiting die Curoil in haar dividend policy zoekt bij de ratio's die gerealiseerd worden bij de grootste beursfondsen van Amerikaanse Oil and Gas Industry stelt het Minister van Financiën in het advies van 8 augustus 2017 dat de aard, omvang en werkterreinen niet geheel vergelijkbaar zijn met die van Curoil. Curoil heeft niet alleen een beperktere werkterrein maar ook een omzet die vele maten kleiner is dan die van de andere fondsen. Ook de vermogenstoestand van Curoil is niet vergelijkbaar met de andere fondsen. Het Ministerie van financiën geeft dan ook aan dat de gemiddelde ratio's die voor die fondsen gelden niet als leidraad kunnen dienen voor de balansnormering van Curoil.

Met betrekking tot de balansnormering stelt het Ministerie van Financiën dat Curoil uitgaat van een combinatie van ratio's voor liquiditeit (current ratio) en solvabiliteit (debt to equity ratio). Gesteld wordt dat er door gebruik te maken van deze twee ratio's er geen relatie bestaat tussen de omvang van het werkkapitaal en de omvang van het eigenvermogen dat als buffer dient. Gelet daarop pleit het Minister van Financiën ervoor voor de toevoeging van een ratio voor de solvabiliteit in de vorm van de verhouding van het eigen vermogen ten opzichte van het totaal vermogen.

Ook geeft het Ministerie van Financiën gemotiveerd aan dat zowel de door Curoil gehanteerde norm voor de current ratio als voor de debt tot equity ratio aan de conservatieve kant zijn en een ander mede gelet op het lagere risicoprofiel van Curoil in vergelijking met de "industry".

De adviseur kan het Ministerie van Financiën in deze volgen.

Het Ministerie van Financiën komt in het advies van 8 augustus 2017, na een analyse van het voorstel van het door Curoil voorgestelde dividendbeleid, tot een ander voorstel voor een dividendbeleid en balansnormeringen voor Curoil voor de jaren 2016 - 2020:

"(...)

Uitgangspunt van het dividendbeleid moet zijn dat de aandeelhouder een zeker dividend krijgt uitgekeerd zonder dat de continuïteit van het bedrijf daardoor in gevaar komt. Gezien de omvang van de transacties en de relatief beperkte marges op de transacties is het van belang dat de inkoop van bandstof en brandstof gerelateerde producten tegen de meest gunstige leverancierscondities te verrichten. Om de continuïteit van het verkrijgen van leverancierskredieten te kunnen waarborgen dient Curoil een adequate vermogensstructuur te handhaven. In het besluit van de Raad van Ministers van 12 oktober 2016 is hiertoe de debt-to-equity ratio bepaald op 0,32.

Ik stel u voor om zoals hierboven al is vermeld en rekening houdend met het onzekere vermogensbeslag voor het opbouwen en aanhouden van een strategische voorraad een balansnormering aan te houden bestaande uit drie elementen:

Current ratio (gecorrigeerd met investments)	1,5
Debt to equity ratio	0,30
Solvabiliteit (eigen vermogen in % totaal vermogen)	40%

Zodoende adviseer ik u niet akkoord te gaan met de voorgestelde pay-out ratio van 25%. Binnen de kaders van de voorgestelde solvabiliteits- en liquiditeitsnormen is een dividend van 50% te realiseren. De voorgesteld pay-out ratio is derhalve 50% (Voor 2016: absoluut NAF 15 miljoen).

"(...)"

De gehanteerde "current ratio" van 1,5 als voorgestelde balansnormering door het Ministerie van Financiën betreft een gecorrigeerde waarde, waarbij een deel van de beleggingen in de berekening wordt meegenomen:

"(...)

De beleggingen verschijnen nu op de balans onder de vaste activa (fixed assets) maar hebben in de praktijk deels het karakter gekregen van vlottende activa. Bij het vaststellen van de gewenste hoogte van de current ratio dient dan ook rekening te worden gehouden met de omvang van deze beleggingen, hetzij

door uit te gaan van een lagere waarde dan gebruikelijk voor de current ratio, hetzij door de waarde van de beleggingen mee te tellen bij de bepaling van de vlottende activa. De voorkeur gaat uit naar de laatste optie.

(...)"

Het Ministerie van Financiën stelt ook voor om de solvabiliteitsratio als derde balansnormering toe te passen en de norm op 40% te stellen.

Het Ministerie heeft bij wijze van voorbeeld een scenario uitgewerkt hoe, met inachtneming van de voorgestelde balansnormeringen, de hogere dividenduitkeringen op basis van een "payout ratio" van 50% (en 2016 absoluut Naf. 15 mln.) kan worden opgevangen.

"(...)

Op de eerste plaats worden voor de investeringen in materiele vaste activa in 2017 (NAf 40 miljoen hoger dan in voorgaande jaren) en de financiering van het liquiditeitstekort ultimo 2016 in 2017 leningen aangegaan tot een bedrag van NAF 36,5 miljoen. Dit is NAF 18 miljoen hoger dan in de prognose van Curoil. Daarnaast zal de toename van de "investments" beperkt blijven tot NAF 2,8 miljoen. Het restant zal gefinancierd worden uit een lagere groei van de liquide middelen van NAF 14 miljoen.

Uit dit rekenvoorbeeld blijkt, dat ultimo 2017 tot en met 2020, na verwerking van de in dit advies voorgestelde dividenden, de current ratio, de ratio voor solvabiliteit en de debt to equity ratio ruim aan de balansnormering voldoen. Ultimo 2020 bedraagt de current ratio 1,6; de debt to equity ratio 0,14 en de solvabiliteit komt uit op 48%.

(...)"

Gesteld kan worden dat het Ministerie van Financiën deugdelijk gemotiveerd een afwijkend voorstel voor een dividendbeleid en dividenduitkering heeft aangedragen waarbij de continuïteit dan wel bedrijfsvoering van Curoil niet in het gedrang komt waarbij conform het gestelde in de landsverordening aan de vermogensverschaffers een redelijke vergoeding wordt geboden voor het door hen geïnvesteerde vermogen. Gelet op het voorgaande zou de adviseur in beginsel geen zwaarwegende bezwaren hebben tegen de voorgestelde dividendbeleid en dividenduitkering.

Het Ministerie van Financiën stelt in zijn schrijven dat met de directie van Curoil overleg is gevoerd en dat die na akkoord van de AVA met een dividend van NAF. 15 miljoen over 2016, daaraan uitvoering geven. Het is de adviseur echter uit de aangeleverde informatie niet gebleken dat het bestuur van Curoil ook op de hoogte is gesteld van het door het Ministerie van Financiën voorgestelde dividendbeleid gebaseerd op een "payout ratio" van 50% met de bijbehorende balansnormeringen, opdat het bestuur van Curoil daarop had kunnen reageren. Het had op de weg van het Ministerie van Financiën gelegen om Curoil te horen met betrekking tot aanpassingen dan wel kanttekeningen van het Ministerie van Financiën t.a.v. van het dividendbeleidsvoorstel van Curoil.

Met het voorgaande wordt niet gesteld dat er een overeenstemming dient te zijn tussen het Ministerie van Financiën/AVA en Curoil. De AVA kan immers gemotiveerd op grond van het gestelde door het Ministerie van Financiën een afwijkend dividendbeleid, balansnormering en dividenduitkering vaststellen.

Nu Curoil kennelijk niet gehoord is in het voorstel van het Ministerie van Financiën kan de adviseur niet anders concluderen dan dat er vooralsnog zwaarwegende bezwaren zijn tegen het door het Ministerie van Financiën voorgestelde dividendbeleid voor Curoil op procedurele gronden.

De Minister wordt geadviseerd het door het Ministerie van Financiën voorgestelde dividendbeleid voor Curoil aan het bestuur van Curoil voor te leggen voor een reactie en deze alsdan aan de adviseur te doen toekomen.



## 6 Dividenduitkering 2016

In het advies van 8 augustus 2017 van de Secretaris Generaal van het Ministerie van Financiën wordt over het boekjaar 2016 een dividenduitkering voorgesteld van (absoluut) Naf. 15 mln. In het advies wordt gesteld dat hierover overleg met Curoil heeft plaatsgevonden.

“(…)

Met de directie van Curoil is intussen overleg gevoerd en die zal, na akkoord van de AVA met een dividend van NAF 15 miljoen over 2016, daaraan uitvoering geven.

(…)”

Ook stelt het Ministerie van Financiën dat met het *beperken* van het dividend - ten opzichte van een eerder beoogde “payout ratio” van 60% - voor 2016 tot Naf. 15 mln. tegemoet wordt gekomen aan de beperktere liquiditeit van Curoil in 2017.

Het is de adviseur uit de aangeleverde stukken niet gebleken in hoeverre het bestuur van Curoil inderdaad heeft ingestemd met dan wel dat uitvoering zal geven aan het door het Ministerie van Financiën voorgestelde dividend voor 2016 van (absoluut) Naf. 15 mln.

Uit het stuk van Curoil van april 2017 “Proposed Dividend Policy 2016-2020” leidt de adviseur af dat Curoil slechts een dividenduitkering van krap Naf. 8 mln. voor 2016 voorstelt.

Gelet op het voorgaande heeft de adviseur voorsnog zwaarwegende bezwaren tegen het beoogde dividend voor 2016 van Naf. 15 mln. vanwege het feit dat ter zake geen schriftelijke reactie van Curoil is ontvangen.

Met het voorgaande wordt niet gesteld dat er een overeenstemming dient te zijn tussen het Ministerie van Financiën/AVA en Curoil. De AVA kan immers gemotiveerd op grond van het gestelde door het Ministerie van Financiën een afwijkend dividendbeleid, balansnormering en dividenduitkering vaststellen.

De Minister wordt geadviseerd het bestuur van Curoil te verzoeken schriftelijke te kennen laten geven in hoeverre al dan niet wordt ingestemd met dan wel dat uitvoering zal worden gegeven aan een dividenduitkering van Naf. 15 mln. voor 2016 en deze alsdan aan de adviseur te doen toekomen.

## 7 Conclusie en Advies

- De adviseur heeft voorsnog zwaarwegende bezwaren tegen het beoogde dividend voor 2016 van (absoluut) Naf. 15 mln. vanwege het feit dat ter zake geen schriftelijke reactie van Curoil is ontvangen.
- De Minister wordt geadviseerd het bestuur van Curoil te verzoeken schriftelijke te kennen laten geven in hoeverre al dan niet wordt ingestemd met dan wel dat uitvoering zal worden gegeven aan een dividenduitkering van Naf. 15 mln. voor 2016 en deze alsdan aan de adviseur te doen toekomen.
- De adviseur heeft voorsnog zwaarwegende bezwaren tegen de door het Ministerie van Financiën voorgestelde dividendbeleid voor Curoil, vanwege het feit dat het bestuur van Curoil kennelijk niet is gekend in dat voorstel, opdat het bestuur daarop had kunnen reageren.

- De Minister wordt geadviseerd het door het Ministerie van Financiën voorgestelde dividendbeleid voor Curoil aan het bestuur van Curoil voor te leggen voor een reactie en deze alsdan aan de adviseur te doen toekomen.

SBTNO  
De adviseur corporate governance

SBTNO website

Cc: Minister van Financiën  
Minister-President

