



**Preliminair advies
in verband met de mogelijke overname door Citgo
van de op Aruba gevestigde raffinaderij**

door

Armand E. Holle

Den Haag, 11 september 2015

1. Inleiding

De regering van Aruba wenst op zeer korte termijn met de Venezolaanse regering een Memorandum of Understanding (MOU) te ondertekenen ter zake van de mogelijke overname van de op Aruba gevestigde olie-raffinaderij door CITGO. CITGO is een in de Verenigde Staten van Amerika gevestigde 100% dochteronderneming van PDVSA, de staatsoliemaatschappij van Venezuela.

Gezien de korte tijd die beschikbaar is, is ondergetekende verzocht een “(ultra-) quick scan” uit te voeren, met het advies of er op financiële gronden - met name de financiële situatie van Venezuela en PDVSA c.q. CITGO - dan wel energie gerelateerde geo-politieke aspecten, redenen zouden kunnen zijn voor de Arubaanse regering en/of het Koninkrijk der Nederlanden, om de MOU niet te (doen) ondertekenen, mede gegeven de afhankelijkheid van de Arubaanse economie van de Verenigde Staten.

Voorts bevat dit advies een aanzet tot het formuleren van aandachtspunten, waar - naar het inzicht van de ondergetekende - rekening mee dient te worden gehouden in de fase volgend op de ondertekening van de MOU. Uitgegaan wordt van de veronderstelling dat de voorwaarden van het document zoals ondertekend, in hoofdzaak overeenstemmen met de voor dit onderzoek ter beschikking gestelde versie.

De belangrijkste conclusie zoals aangegeven in het document “CITGO Business Case: Ultra-Heavy Crude Upgrader” is dat de raffinaderij van Aruba aan PDVSA cq Citgo de mogelijkheid zou kunnen bieden om haar Ultra Heavy Crude productie binnen twee jaar tegen een beperkte investering te kunnen uitbreiden. Tegen de huidige prijzen zouden deze extra volumes “sythetic crude” jaarlijks een opbrengst kunnen opleveren van meer dan een \$ 1 mrd.

2. De economische positie van Venezuela

In 2007, toen de olieprijs erg hoog opliepen en de internationale oliemaatschappijen aanzienlijke winsten konden maken, heeft de Venezolaanse regering een aantal productieactiva die in handen waren van buitenlandse maatschappijen genationaliseerd. Sindsdien zijn de booractiviteiten met 80% gedaald en is Venezuela's olie productie gestaag verminderd, mede als gevolg van de nationalisaties. Deze hebben ook tot gevolg gehad dat PDVSA door middel van ICSID arbitrage uitspraken is gedwongen om schadevergoeding te betalen, waaronder \$1.6 mld aan ExxonMobil en \$ 745mln aan Gold Reserve. Het vonnis in de door Conoco-Phillips begonnen zaak laat nog op zich wachten, maar kan

heel goed in de orde van \$ 4 mld uitvallen.

Pogingen van PDVSA om de onderneming van Citgo te verkopen tegen een aanzienlijk bedrag om daarmee een deel van Venezuela's vele schulden af te lossen zijn met succes gefrustreerd door Amerikaanse oliemaatschappijen waarvan de activa in Venezuela waren genationaliseerd; deze gaven namelijk te kennen dat ze ter verzekering van hun claim op PDVSA, beslag zouden laten leggen op de verkoopopbrengst.

Hierdoor zag PDVSA zich eind 2014 gedwongen om in plaats van de verkoop van Citgo, geldmiddelen aan te trekken door uitgifte van leningen ten bedrage van \$ 2.8 mld. Het leningspakket bestond uit een vijfjarige obligatie-lening van \$1,5 miljard en een termijn lening van \$ 1,3 miljard die in drie en een half jaar zou moeten worden afgelost. Tijdens dit proces stelde het Amerikaanse bureau "Moody's Investors Service" dat kredietwaardigheid beoordeelt, op 13 januari 2015 de kredietwaardigheidsstatus van Venezuela naar beneden bij, van Caa1 tot Caa3. De aanleiding hiervoor was, dat (i) het risico op wanprestatie aanzienlijk was toegenomen omdat de externe financiering van Venezuela was blijven verslechteren door de sterke daling van de olieprijs en (ii) Moody's meende dat in geval van wanbetaling, het verlies voor de investeerder waarschijnlijk groter zal zijn dan 50%. Om de terughoudende investeerders alsnog over de streep te trekken voor het leningspakket, was Citgo genoodzaakt de rente voor de obligatielening te verhogen van 8% tot ruim 12% en de rente op de termijn lening van 800 tot 825 basispunten boven Libor. Om de transactie te kunnen afsluiten moest Citgo daarnaast activa ter waarde van \$ 750mn (opslagterminals en pijpleidingen) in onderpand geven en 100% van het eigen vermogen van Citgo Petroleum. Tenslotte moest Citgo zich verplichten om tenminste middelen aan te houden ter grootte van de terugbetaling van 12 maanden van de hoofdsom en rente, in plaats van 6 maanden zoals oorspronkelijk voorzien.

3. De verhouding tussen de VS en Venezuela

Venezuela onderhoudt vriendschappelijke bilaterale betrekkingen met Iran. Tussen december 2010 en maart 2011 heeft PDVSA brandstof-additieven ter waarde van \$ 50mln naar Iran geëxporteerd. De Amerikaanse regering achtte deze handel in strijd met haar Iraanse Sanctiewet van 1996. In mei 2011 legde het State Department van de VS daarom sancties op aan PDVSA. De sancties duurden twee jaar en verboden PDVSA mee te dingen naar contracten voor Amerikaanse overheidsopdrachten, en daarnaast Export-Import Bank financiering, uitvoervergunningen en Amerikaanse olie-proces technologie licenties, te verkrijgen. De sancties troffen ook de Venezolaanse Military

Industries Company (CAVIM) wegens illegale transacties met Iran. De sancties waren echter niet van toepassing op PDVSA's dochter-ondernemingen, waaronder CITGO en ook de uitvoer van ruwe olie van Venezuela naar de Verenigde Staten viel niet onder de sancties; feitelijk bleek het dus slechts om pro-forma sancties te gaan.

4. Aandachtspunten voor een due diligence onderzoek cq onderhandelingen:
- (i) Gezien de penibele financiële positie van PDVSA en Citgo zullen de onderhandelingen ongetwijfeld een grote uitdaging worden om voor Aruba gunstige voorwaarden te bereiken; het adagium “een gewaarschuwd man telt voor twee” lijkt hier dan ook op haar plaats en zijn de volgende punten daartoe van belang.
 - (ii) De transactie gaat niet alleen om de raffinaderij, maar heeft ook betrekking op de op- en overslag installaties, die als een zelfstandige activiteit zouden kunnen worden geëxploiteerd, alsmede de voorziening van het eiland van aardolieproducten. De volgende -direct of indirecte- belanghebbenden kunnen daarbij worden geïdentificeerd: de Venezolaanse staat, PDVSA en CITGO / de huidige eigenaar Valero / Aruba en het Koninkrijk. Het lijkt van belang dat goed onderscheid wordt gemaakt tussen de -directe en indirecte- belangen van de onderscheiden belanghebbenden.
 - (iii) Kennisname van ervaringen die op Curacao zijn opgedaan, (i) ten tijde van de overdracht van de raffinaderij door Shell, (ii) de daarop volgende onderhandelingen met PDVSA over de huur en overige contractuele voorwaarden en tenslotte (iii) het door PDVSA gevoerde beleid met betrekking tot de bedrijfsactiviteiten, lijkt bepaald zinvol om van deze ervaring te kunnen leren.
 - (iv) Gegeven de complexiteit en het specialistisch karakter van de onderhavige materie en problematiek, is het raadzaam om in een zo vroeg mogelijk stadium - bij voorkeur van meet af aan bij het due diligence onderzoek- deskundig advies in te winnen met betrekking tot alle relevante disciplines (technisch/milieu/ juridisch/ financieel-economisch/ marketing en personeelszaken) en een gekwalificeerd en een ervaren onderhandelingsteam in stelling te brengen dat nauw overleg heeft met de hiervoor bedoelde adviseurs.
 - (v) Buiten het kader van deze opdracht valt de MOU. Deze lijkt geconcipieerd op basis van zekere eenzijdig, ten nadele van Aruba geformuleerde premissen, die bij een volgende gelegenheid meer in evenwicht zouden kunnen worden gebracht.

5. Conclusie

Gezien de positie van de raffinaderij op Aruba en eerder ondernomen pogingen tot het aantrekken van overnamekandidaten, lijkt dit zo niet de enige, dan in ieder geval een van de uiterst beperkte reële mogelijkheden om te onderzoeken onder welke voorwaarden het mogelijk zou zijn de raffinaderij activiteiten voort te zetten. Uitgaande van de wenselijkheid om de MOU te ondertekenen kan worden geconcludeerd op grond van het onderhavig, beperkt onderzoek binnen de beschikbare tijd, *dat er geen aanleiding bestaat om de MOU niet te ondertekenen.*

Het lijkt onwaarschijnlijk, maar mede ingegeven door de geruchten over een mogelijke FBI inval bij Citgo, is niet geheel uit te sluiten dat de VS bezwaar zou kunnen maken tegen een transactie met de Venezolaanse regering. In dat geval kan gesteld worden dat de eerder opgelegde sancties slechts van formele aard waren en dat Aruba een niet bindende MOU heeft gesloten, met name om dergelijke aspecten te kunnen onderzoeken en de onderhandelingen indien nodig zonder nadelige juridische consequenties te kunnen beëindigen.

Armand E. Holle